



Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, ožujak 2018.¹

Očekuje se da će gospodarski rast u europodručju i dalje biti snažan te da će stope rasta i dalje biti više od stopa potencijalnog rasta. Rast realnog BDP-a trebao bi se usporiti, sa 2,5 % u 2017. na 1,7 % u 2020.,² zbog postupnog slabljenja učinka nekih povoljnih čimbenika. Inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) trebala bi porasti na 1,7 % u 2020. poduprta postupnim rastom temeljne inflacije zbog jačanja učinka ograničenosti kapaciteta.

1. Realno gospodarstvo

Vrlo povoljni pokazatelji upućuju na nastavak snažnog rasta realnog BDP-a u kratkoročnom razdoblju. Prema najnovijim podacima Eurostata, realni BDP porastao je za 0,6 % u četvrtom tromjesečju 2017. zahvaljujući pozitivnim doprinosima domaće potražnje, posebno investicija u dugotrajnu opremu, te neto trgovine. Nastavlja se poboljšanje uvjeta na tržištu rada, a stopa nezaposlenosti pala je na 8,6 % u siječnju 2018., što je njezina najniža razina od kraja 2008. Rast realnog BDP-a trebao bi u prvoj polovici 2018. i dalje biti snažan, u skladu s vrlo visokim razinama poslovnog i potrošačkog raspoloženja.

U srednjoročnom razdoblju i dalje postoje temeljni uvjeti za kontinuirani rast.

Očekuje se da će domaću potražnju i dalje podupirati više povoljnih čimbenika. Nastavlja se prijenos učinka vrlo prilagodljive monetarne politike ESB-a na gospodarstvo. Rast kreditiranja privatnog sektora i dalje jača potaknut niskim kamatnim stopama i povoljnim bankovnim uvjetima kreditiranja. Dinamici osobne potrošnje pridonijet će i manje potrebe za razduživanjem. Osim toga, rastu osobne potrošnje i ulaganja u stambene nekretnine trebala bi pridonijeti i daljnja poboljšanja uvjeta na tržištu rada te rast neto bogatstva kućanstava. Istodobno će se nastaviti oporavak poslovnih ulaganja, među ostalim zbog rasta profitnih marži u uvjetima sve većih pritisaka na strani potražnje. Očekuje se da će izvoz europodručja i dalje biti

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 13. veljače 2018. (vidi Okvir 1.). Krajnji datum za uključivanje drugih informacija u projekcije bio je 19. veljače 2018.

Makroekonomske projekcije obuhvaćaju razdoblje od 2018. do 2020. 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.

² Vrijednosti se odnose na kalendarski prilagođene podatke.

stabilan zahvaljujući rastu inozemne potražnje europodručja povezane s kontinuiranim rastom globalne gospodarske aktivnosti.

Tablica 1.

Makroekonomske projekcije za europodručje¹

(godišnje stope promjene)

	ožujak 2018.				prosinac 2017.			
	2017.	2018.	2019.	2020.	2017.	2018.	2019.	2020.
Realni BDP	2,5	2,4	1,9	1,7	2,4	2,3	1,9	1,7
		[2,1 – 2,7] ²	[0,9 – 2,9] ²	[0,7 – 2,7] ²	[2,3 – 2,5] ²	[1,7 – 2,9] ²	[0,9 – 2,9] ²	[0,6 – 2,8] ²
Osobna potrošnja	1,9	1,7	1,7	1,5	1,9	1,7	1,6	1,5
Državna potrošnja	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Bruto investicije u dugotrajnu imovinu	3,7	4,4	3,4	2,8	4,4	4,3	3,4	2,9
Izvoz ³	5,2	5,3	4,1	3,8	5,0	5,1	4,1	3,7
Uvoz ³	4,6	5,1	4,5	4,0	5,1	5,2	4,4	3,9
Zaposlenost	1,7	1,4	1,1	0,8	1,7	1,3	1,0	0,8
Stopa nezaposlenosti (postotak radne snage)	9,1	8,3	7,7	7,2	9,1	8,4	7,8	7,3
HIPC	1,5	1,4	1,4	1,7	1,5	1,4	1,5	1,7
		[1,1 – 1,7] ²	[0,6 – 2,2] ²	[0,8 – 2,6] ²	[1,5 – 1,5] ²	[0,9 – 1,9] ²	[0,7 – 2,3] ²	[0,8 – 2,6] ²
HIPC bez energije	1,2	1,2	1,6	1,9	1,2	1,3	1,6	1,9
HIPC bez energije i prehrambenih proizvoda	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
HIPC bez energije, prehrambenih proizvoda i promjena neizravnih poreza ⁴	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
Jedinični troškovi rada	0,8	1,1	1,2	1,8	0,9	1,2	1,1	1,8
Naknada po zaposlenom	1,6	2,2	2,0	2,7	1,7	2,1	1,9	2,7
Produktivnost rada	0,8	1,0	0,8	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9
Proračunski saldo opće države (postotak BDP-a)	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
Strukturni proračunski saldo (postotak BDP-a) ⁵	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0
Bruto dug opće države (postotak BDP-a)	86,7	84,4	82,1	79,7	87,0	85,1	83,1	80,7
Saldo tekućeg računa (postotak BDP-a)	3,7	4,2	4,3	4,5	3,1	2,9	2,7	2,8

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 izražuju 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.

Ipak se očekuje da će se rast realnog BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja malo usporiti zbog postupnog slabljenja učinka mnogih povoljnih čimbenika.

Učinak prošlih mjera monetarne politike trebao bi se tijekom projekcijskog razdoblja postupno smanjivati. Povećanje štednje iz opreza i usporavanje rasta zaposlenosti, djelomično zbog sve snažnijeg utjecaja ograničene ponude radne snage u nekim državama, moglo bi nepovoljno djelovati na osobnu potrošnju. Snažna aprecijacija eura od travnja 2017. i usporavanje stope rasta inozemne potražnje europodručja trebali bi usporiti rast izvoza.

Nastavit će se stabilan rast realnog raspoloživog dohotka. Doprinos bruto nadnica i plaća rastu nominalnog raspoloživog dohotka trebao bi biti uglavnom nepromijenjen tijekom projekcijskog razdoblja jer se očekuje da će spori rast zaposlenosti uglavnom biti nadomješten snažnijim rastom nominalnih plaća. Očekuje se jačanje rasta osobnog dohotka iz drugih izvora zahvaljujući pozitivnim kretanjima dobiti i prihoda od imovine. Rast realnog raspoloživog dohotka trebao bi se intenzivirati u 2018. i 2019. te potom smanjiti u 2020. zbog jačanja inflacije potrošačkih cijena.

Rast osobne potrošnje i dalje će biti povoljan. Vrlo visoke razine pouzdanja potrošača, očekivana daljnja poboljšanja uvjeta na tržištima rada i rast realnih plaća po zaposlenom upućuju na stabilan rast potrošnje u sljedećih nekoliko tromjesečja. U srednjoročnom razdoblju, međutim, rast osobne potrošnje trebao bi donekle zaostajati za rastom realnog raspoloživog dohotka jer će se prihodi kućanstava u sve većoj mjeri usmjeravati u štednju.

Rastu osobne potrošnje trebali bi također pridonijeti povoljni bankovni uvjeti kreditiranja, na koje povoljno djeluju mjere monetarne politike ESB-a i napredak postignut u razduživanju. 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 također trebali poduprijeti rast neto bogatstva kućanstava i napredak postignut u razduživanju.

Očekuje se da će stopa štednje kućanstava tijekom projekcijskog razdoblja postupno rasti s povijesno niskih razina. Stopa štednje smanjila se u posljednje vrijeme, uglavnom zbog poboljšanja ekonomske i financijske situacije kućanstava i utjecaja vrlo niskih kamatnih stopa na njihovu sklonost štednji. Tijekom projekcijskog razdoblja stopa štednje trebala bi rasti zbog očekivanog oporavka štednje iz opreza u uvjetima usporavanja cikličkog rasta te zbog povećanog doprinosa rasta osobnog dohotka iz drugih izvora osim rada. Osim toga, očekuje se da će kućanstva u nekim državama na smanjenje izravnih poreza reagirati povećanjem stope štednje.

Okvir 1.

Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama, tečajevima i cijenama sirovina

U usporedbi s projekcijama iz prosinca 2017. tehničke pretpostavke sadržavaju snažniji tečaj eura, posebno u odnosu na američki dolar, više cijene nafte i više kamatne stope. Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama i cijenama sirovina temelje se na tržišnim očekivanjima s krajnjim datumom 13. veljače 2018. 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 2018., $-0,1\%$ u 2019. i $0,4\%$ u 2020. Tržišna očekivanja povezana s nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice europodručja upućuju na prosječnu razinu od $1,3\%$ u 2018., $1,6\%$ u 2019. i $1,9\%$ u 2020.³ U usporedbi s projekcijama iz prosinca 2017. tržišna očekivanja povezana s kratkoročnim kamatnim stopama revidirana su naviše za 10 baznih bodova za 2019. odnosno 30 baznih bodova za 2020., a dugoročne kamatne stope revidirane su naviše za oko 20 baznih bodova tijekom projekcijskog razdoblja.

Što se tiče cijena sirovina, na temelju kretanja prosječnih cijena na tržištima ročnica u dvotjednom razdoblju s krajnjim datumom 13. veljače 2018., pretpostavlja se da će cijena sirove nafte Brent porasti sa 54,4 USD u 2017. na 65,0 USD u 2018. te se potom smanjiti na 61,2 USD u 2019. i 58,3 USD u 2020. Pretpostavka takvog kretanja je da će, u usporedbi s projekcijama iz prosinca 2017., cijene nafte izražene u američkim dolarima u 2018. biti više za $5,5\%$, u 2019. za $3,8\%$ i za $1,7\%$ u 2020. Pretpostavlja se da će cijene sirovina bez energije izražene u američkim dolarima i dalje znatno rasti tijekom 2018. te da će poslije njihov rast biti umjereniji.⁴

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 13. veljače 2018. To podrazumijeva prosječan tečaj američkog dolara prema euru od 1,23 u 2018. i 1,24 u razdoblju od 2019. do 2020., dok je u projekcijama iz prosinca 2017. predviđen tečaj američkog dolara prema euru od 1,17. Efektivni tečaj eura (u odnosu na 38 trgovinskih partnera) viši je za $1,6\%$ nego što je pretpostavljeno u projekcijama iz prosinca 2017.

³ 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.

⁴ Pretpostavke o cijenama nafte i prehrambenih sirovina temelje se na cijenama predviđenim ročnicama do kraja projekcijskog razdoblja. Pretpostavlja se da će cijene drugih tvrdih sirovina bez energije slijediti cijene ročnica do prvog tromjesečja 2019. i da će se potom kretati u skladu s globalnom gospodarskom aktivnošću.

Tehničke pretpostavke

	ožujak 2018.				prosinac 2017.			
	2017.	2018.	2019.	2020.	2017.	2018.	2019.	2020.
Tromjesečni EURIBOR (godišnji postotak)	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	-0,3	-0,3	-0,1	0,1
Prinosi na desetogodišnje državne obveznice (godišnji postotak)	1,0	1,3	1,6	1,9	1,1	1,1	1,4	1,7
Cijena nafte (u USD za barel)	54,4	65,0	61,2	58,3	54,3	61,6	58,9	57,3
Cijene sirovina bez energije, u USD (godišnja stopa promjene)	7,9	7,4	3,2	4,5	7,9	3,3	3,4	4,3
Tečaj USD/EUR	1,13	1,23	1,24	1,24	1,13	1,17	1,17	1,17
Nominalni efektivni tečaj eura (EER38) (godišnja stopa promjene)	2,2	4,5	0,1	0,0	2,2	2,8	0,0	0,0

Očekuje se nastavak oporavka ulaganja u stambene nekretnine. Tijekom posljednjih nekoliko tromjesečja ulaganja u stambene nekretnine snažno su porasla poduprta povoljnim uvjetima financiranja i snažnijim rastom dohodaka zbog kontinuiranog rasta zaposlenosti. Nadalje, čini se da je cjenovna prilagodba naniže na tržištima stambenih nekretnina u više država europodručja okončana. Ankete pokazuju da sve više kućanstava planira kupiti ili sagraditi stambenu nekretninu ili obnoviti stambeni prostor u iduće dvije godine. Tijekom projekcijskog razdoblja i dalje postoje ključni uvjeti za daljnji oporavak ulaganja u stambene nekretnine. Ipak se očekuje određeno slabljenje zamaha zbog kasne faze ciklusa na tržištu stambenih nekretnina i slabljenja učinka fiskalnih poticaja u nekim državama te nepovoljnih demografskih trendova.

Tijekom projekcijskog razdoblja očekuje se daljnji oporavak poslovnih ulaganja, ali sporijim tempom. Očekuje se da će poslovna ulaganja i dalje podupirati više čimbenika: poslovno pouzdanje i dalje je vrlo visoko zahvaljujući vrlo povoljnim proizvodnim očekivanjima i narudžbama; iskorištenost kapaciteta i dalje brzo raste i približava se najvišoj razini iz razdoblja prije krize; uvjeti financiranja trebali bi u projekcijskom razdoblju i dalje biti vrlo povoljni; a s obzirom na izdašnost novčanih sredstava u sektoru nefinancijskih društava očekuje se povećanje profitnih marži. Nadalje, zbog snažnog oporavka cijena dionica zabilježenog posljednjih godina (usprkos manjoj korekciji) i umjerenog rasta financiranja dugom omjer financijske poluge (omjer duga i ukupne imovine) u sektoru nefinancijskih društava došao je na dosad najniže razine. Međutim, konsolidirana bruto zaduženost (omjer duga i prihoda) mnogo se sporije smanjuje i sada je na razinama iz razdoblja prije krize. Postupno slabljenje zamaha poslovnih ulaganja tijekom projekcijskog razdoblja upućuje i na opće usporavanje domaće i inozemne potražnje.

Okvir 2.

Međunarodno okružje

U drugoj polovici 2017. ojačao je rast globalnog gospodarstva, pri čemu je rast gospodarske aktivnosti i trgovine postao rasprostranjeniji. Podatci i pokazatelji koji se temelje na anketama upućuju na postojan globalni rast u kratkoročnom razdoblju, pri čemu je indeks PMI (engl. *Purchasing Managers Index*) globalne skupne proizvodnje (bez europodručja) blizak dugoročnim

prosječnim vrijednostima. Globalni financijski uvjeti i dalje su prilagodljivi usprkos povećanju kamatnih stopa na globalnoj razini od početka 2018. Dugoročne kamatne stope porasle su u Sjedinjenim Američkim Državama, globalna tržišta vlasničkih vrijednosnih papira zabilježila su nagao pad u veljači, a veća je i volatilnost. Gledajući dugoročnije, očekuje se da će rast globalne gospodarske aktivnosti i dalje biti uglavnom stabilan, ali da će stope potencijalnog rasta biti na nižim razinama nego u razdoblju prije krize. Izgledi za razvijena gospodarstva uključuju snažan rast, pri čemu bi nedavna porezna reforma u Sjedinjenim Američkim Državama trebala potaknuti gospodarsku aktivnost u kratkoročnom razdoblju. Nakon toga očekuje se blago usporavanje rasta proizvodnje usporedno s napretkom oporavka i postupnom promjenom vrijednosti proizvodnog jaza, koja će postati pozitivna. U zemljama s tržištima u nastajanju izgleda podupire oporavak u zemljama izvoznicama sirovina, posebno u Brazilu i Rusiji, te stabilan rast u Indiji i Kini. Predviđa se da će rast globalne gospodarske aktivnosti (bez europodručja) u 2018. iznositi 4,1 % te se potom umjereno usporiti do razine od 3,7 % u 2020. U usporedbi s projekcijama iz prosinca 2017. rast globalnog PDV-a revidiran je naviše za razdoblje od 2017. do 2019. uglavnom zbog povoljnog utjecaja paketa fiskalnih mjera u SAD-u.

Međunarodno okružje

(godišnje stope promjene)

	ožujak 2018.				prosinac 2017.			
	2017.	2018.	2019.	2020.	2017.	2018.	2019.	2020.
Globalni realni BDP (bez europodručja)	3,8	4,1.	3,9	3,7	3,7	3,9	3,8	3,7
Globalna trgovina (bez europodručja) ¹	5,6	4,9	4,5	3,9	5,6	4,5	4,2	3,7
Inozemna potražnja europodručja ²	5,5	4,7	4,1	3,6	5,5	4,4	3,8	3,5

¹ izračunano kao ponderirani prosjek uvoza

² izračunano kao ponderirani prosjek uvoza trgovinskih partnera europodručja

Nakon iznimno snažnog rasta u prvoj polovici 2017. očekuje se da će globalna trgovina i dalje biti snažna u sljedećim tromjesečjima, u skladu s povoljnim pokazateljima. Očekuje se da će trgovinski izgledi u srednjoročnom razdoblju više odgovarati izgledima za globalnu gospodarsku aktivnost (s uporištem u elastičnosti globalne trgovine u odnosu na rast globalnog BDP-a od oko 1). Inozemna potražnja europodručja trebala bi u 2017. porasti za 5,5 %, u 2018. za 4,7 %, u 2019. za 4,1 % i u 2020. za 3,6 %. U usporedbi s projekcijama iz prosinca 2017. inozemna potražnja europodručja revidirana je naviše uglavnom zbog pozitivnog utjecaja porezne reforme u SAD-u, koja bi mogla dati poticaj uvoznj potražnji SAD-a.

Okvir 3.

Čimbenici koji pokreću izgleda za globalnu trgovinu

Nakon duljeg razdoblja sporog rasta, globalna trgovina oživljava u posljednjih 18 mjeseci.

Globalni uvoz u 2017. porastao je za 5,5 %, što je znatno iznad prosjeka za razdoblje od 2012. do 2016. Rast globalnog uvoza premašio je i rast globalne gospodarske aktivnosti, što podrazumijeva povećanje elastičnosti prihoda od globalne trgovine. Iako se čini da je najnovije jačanje globalne trgovine djelomično rezultat nekih specifičnih jednokratnih čimbenika, osobito naglog rasta trgovine u nekim azijskim zemljama s tržištima u nastajanju kao i kolebljivosti svojstvene podacima o globalnoj trgovini, čini se da oporavak svjetske trgovine tijekom protekle godine obuhvaća sve

regije. U samo pet od 32 najveća svjetska gospodarstva uvoz u 2017. nije porastao u odnosu na prosjek prethodnih pet godina.

Ciklički oporavak globalne gospodarske aktivnosti, osobito ulaganja, pridonosi oživljavanju trgovine. Nakon razočarenja proteklih godina globalna gospodarska aktivnost pokazuje znakove cikličkog oporavka. Što je još važnije za globalnu trgovinu, nakon pada na vrlo niske razine početkom 2016. (kada je rast globalne trgovine dosegao najnižu razinu), u posljednjih nekoliko tromjesečja znatno se povećava ulaganje, kao razmjerno uvozno intenzivna sastavnica potražnje, koje se približilo razini svojeg prosjeka prije krize. Rast gospodarske aktivnosti i ulaganja ojačao je zbog više čimbenika: sve više ga podupiru politike razvijenih gospodarstava jer se smanjuju fiskalna ograničenja, a monetarna politika i dalje je izrazito prilagodljiva. U okružju snažnog povjerenja pridonijeli su mu i povoljni uvjeti financiranja. Osim toga, ulaganje u zemlje izvoznice sirovina, koje je palo nakon naglog pogoršanja njihovih trgovinskih uvjeta poslije 2014., podupiru stabilne cijene sirovina ili njihov rast.

Ulogu ulaganja kao pokretača najnovijih trgovinskih kretanja podupiru specifični modeli uvozne potražnje po zemljama. Procjene dobivene standardnim modelima uvozne potražnje za 19 zemalja, na koje se odnosi 75 % globalnog uvoza, potvrđuju nalaz da oporavak djelomično podupire globalna investicijska potražnja. Još jedno objašnjenje za nedavni snažniji rast trgovine, na koje također upućuju modeli, jest to da je elastičnost trgovinskih prihoda izrazito prociklička: kada gospodarska aktivnost u fazi ekspanzije raste brže od razine trenda, obično se povećava i elastičnost trgovinskih prihoda. To je tumačenje u skladu s dosadašnjim iskustvom: kako se globalna gospodarska aktivnost oporavljala od slabosti u 2015. i 2016., globalna trgovina rasla je još brže, tj. ponovno se povećala elastičnost trgovinskih prihoda.

Očekuje se postupno slabljenje povoljnih čimbenika najnovijeg povećanja elastičnosti trgovinskih prihoda tijekom projekcijskog razdoblja. Projekcije za globalno ulaganje upućuju na skromno dodatno povećanje kako oporavak bude ulazio u zreliju fazu, uz smanjenje viškova globalnih kapaciteta i usporavanje globalne gospodarske aktivnosti. Osim toga, očekuje se usporavanje globalnog gospodarskog rasta. Stoga se očekuje da će se, kako se globalni rast bude usporavao, zbog skromnijeg tempa rasta ulaganja te vlastite procikličnosti smanjiti i elastičnost trgovinskih prihoda. Tako bi se rast uvoza krajem projekcijskog razdoblja trebao više uskladiti s gospodarskom aktivnošću. To je u skladu s dokazima o tome da su dugoročniji strukturni čimbenici, koji su prethodno poticali brz rast globalne trgovine tempom koji premašuje rast globalne gospodarske aktivnosti – u prvom redu naglo povećanje globalnih lanaca vrijednosti – nakon nastanka financijske krize oslabjeli.⁵

Predviđa se da će nedavna aprecijacija eura nepovoljno utjecati na rast izvoza u države izvan europodručja. Nakon snažnog rasta u drugoj polovici 2017. očekuje se da će izvoz u države izvan europodručja rasti sporijim tempom od inozemne potražnje europodručja zbog nedavne aprecijacije eura, što upućuje na gubitak udjela na izvoznim tržištima. Očekuje se da će pozitivna kretanja domaće potražnje i snažniji euro pogodovati uvozu iz država izvan europodručja. Predviđa se da će se

⁵ Vidi i članak radne skupine za trgovinu Odbora za međunarodne odnose (IRC) ESSB-a pod naslovom *Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?*, Occasional Paper Series, br. 178, ESB, 2016.

rast uvoza usporiti u manjoj mjeri od rasta izvoza, zbog čega će doprinos neto trgovine gospodarskom rastu tijekom 2018. biti blago negativan te neutralan sljedećih godina.

Predviđa se usporavanje rasta zaposlenosti. Zaposlenost mjerena brojem zaposlenih u trećem tromjesečju 2017. povećala se za 0,4 %, a procjenjuje se da je dodatno rasla i u četvrtom tromjesečju. Snažan rast zaposlenosti u posljednje vrijeme rasprostranjen je po svim državama i ankete o budućim kretanjima upućuju na nastavak njegova snažnog rasta u kratkoročnom razdoblju. Nakon toga se predviđa da će rast zaposlenosti izgubiti nešto od zamaha jer se očekuje da će utjecaj nekih povoljnih privremenih čimbenika (kao što su fiskalni poticaji u pojedinim državama) postupno slabjeti, a predviđa se i smanjenje zaposlenosti u javnom sektoru nekih država.

Predviđa se sve slabiji rast radne snage zbog nedostatka ponude. Očekuje se da će radna snaga tijekom projekcijskog razdoblja, zahvaljujući neto useljavanju radnika, očekivanoj integraciji izbjeglica i daljnjem povećanju stopa sudjelovanja na tržištu rada, i dalje rasti. Bez obzira na to, predviđa se da će učinak sve nepovoljnijih demografskih kretanja postupno umanjiti te pozitivne učinke tijekom projekcijskog razdoblja. To pridonosi i usporavanju rasta zaposlenosti u 2019. i 2020.

Očekuje se da će se stopa nezaposlenosti smanjiti na 7,2 % u 2020. U siječnju 2018. stopa nezaposlenosti smanjila se na 8,6 %, što je najniža razina zabilježena od kraja 2008. Predviđa se daljnje znatno smanjenje broja nezaposlenih, koji bi se sljedećih mjeseci mogao približiti najnižoj razini iz razdoblja prije krize.

U skladu s cikličkim kretanjem, rast produktivnosti rada bit će veći nego prethodnih godina. Produktivnost rada dobila je zamah u 2017. kako je počelo slabjeti spomenuto privremeno povećanje zaposlenosti. Bolja iskorištenost kapitala u okolnostima smanjenja neiskorištenosti kapaciteta, povećanje broja odrađenih sati po zaposlenom i stanoviti dobitci u ukupnoj faktorskoj produktivnosti upućuju na postojan rast produktivnosti tijekom projekcijskog razdoblja. Međutim, očekuje se da će u 2019. i 2020. biti nešto niži od svoje prosječne stope iz razdoblja prije krize u visini 1,0 %.

Očekuje se da će rast realnog BDP-a do 2020. i dalje biti veći od potencijalnog rasta. Procjenjuje se da je rast potencijalne proizvodnje posljednjih godina dobio veći zamah, poduprt povoljnijim doprinosima kapitala, rada i ukupne faktorske produktivnosti. Premda će i dalje zaostajati za stvarnim rastom realnog BDP-a, očekuje se da će se krajem projekcijskog razdoblja potencijalni rast uglavnom vratiti stopama rasta zabilježenima prije krize. Međutim, valja napomenuti da se potencijalni rast kao i njegovi pokretači ne mogu pouzdano mjeriti te da u vezi s njihovim procjenama postoji znatna razina neizvjesnosti.

U usporedbi s projekcijama iz prosinca 2017. rast realnog BDP-a za 2018. revidiran je naviše, dok je za razdoblje od 2019. do 2020. uglavnom nepromijenjen. Revizija naviše za 2018. odnosi se uglavnom na bolje poslovno i potrošačko raspoloženje od očekivanog, što upućuje na snažniji zamah rasta, zajedno s revizijama inozemne potražnje naviše. Nakon toga očekuje se da će

nepovoljan utjecaj nedavne aprecijacije eura na izvoz u države izvan europodručja i više dugoročne kamatne stope uglavnom neutralizirati pozitivan utjecaj snažnijeg zamaha rasta.

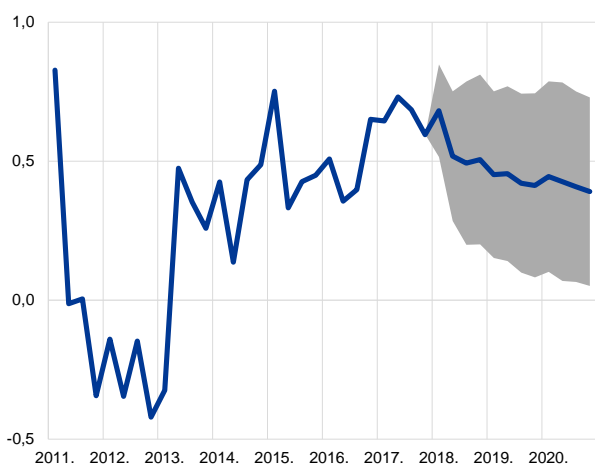
Grafikon 1.

Makroekonomske projekcije¹

(tromjesečni podatci)

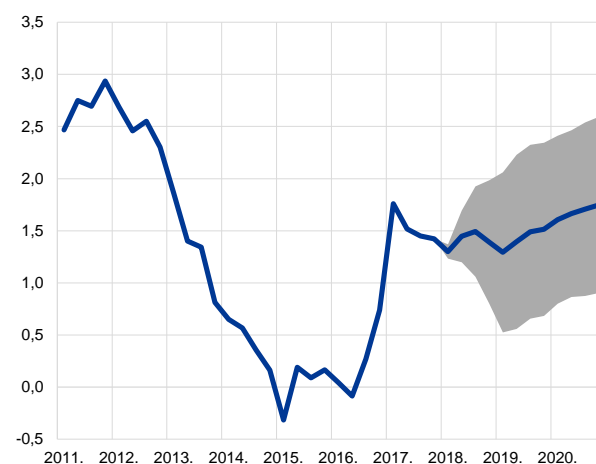
Realni BDP europodručja²

(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

2. Cijene i troškovi

Očekuje se da će inflacija mjerena HIPC-om porasti tek pred kraj projekcijskog razdoblja jer bi nižu inflaciju cijena energije mjerenu HIPC-om uglavnom trebalo neutralizirati jačanje temeljne inflacije. Predviđa se da će stopa inflacije mjerena HIPC-om u 2018. i 2019. iznositi prosječno 1,4 %, a u 2020. porasti na 1,7 %. Ako promatramo sastavnice, premda se zbog nedavnog povećanja cijena nafte i nekih pozitivnih baznih učinaka sljedećih mjeseci očekuje jačanje inflacije mjerene HIPC-om, ona bi se od kraja 2018. trebala naglo smanjiti te sredinom 2019. spustiti na stope oko nule. Ravno kretanje cijena energije iz HIPC-a od sredine 2019. proizlazi iz kombinacije silazne putanje krivulje terminkih cijena nafte i pozitivnih učinaka poreza na energiju. Predviđa se umjereno povećanje inflacije cijena prehrambenih proizvoda mjerene HIPC-om tijekom projekcijskog razdoblja, poduprto pretpostavljenim povećanjem međunarodnih cijena prehrambenih sirovina i pozitivnim učincima povećanja poreza na duhanske proizvode. Predviđa se povećanje temeljnih cjenovnih pritisaka jer gospodarstvo raste po stopi koja je niža od stope njegova potencijalnog rasta i povećava se pozitivni proizvodni jaz. Osobito će sve veći manjak ponude na tržištu rada, uz znatna ograničenja ponude radne snage u nekim državama, utjecati na rast plaća te bi se povećanje tih troškova u sadašnjem okružju intenzivnog rasta trebalo prenijeti na cijene. Očekuje se da će privremeni neizravni učinci na povećanje temeljne inflacije proizlaziti iz nedavnih

povećanja cijena nafte i pretpostavljenih povećanja cijena sirovina bez energije. Iako se očekuje da će nedavno jačanje tečaja eura imati učinak na sniženje inflacije, kao protuteža bi mu donekle trebao poslužiti sadašnji snažan zamah rasta u europodručju s obzirom na povezanu povećanu moć poduzeća iz europodručja da određuju cijene. Sveukupno gledajući, očekuje se da će inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda postupno rasti i u 2020. dosegnuti 1,8 %.

Tijekom projekcijskog razdoblja očekuje se znatan rast plaća kako se ponuda na tržištima rada bude smanjivala, uz prestanak mjera koje su negativno utjecale na njihov rast u nekim državama. Predviđa se da će se rast naknada po zaposlenom povećati sa 1,6 % u 2017. na 2,7 % u 2020. Privremeno usporavanje koje se očekuje u 2019. posljedica je provedbe konverzije potraživanja na osnovi poreza, kao fiskalne mjere u Francuskoj, u trajno smanjenje doprinosa poslodavaca za socijalno osiguranje.⁶ Očekuje se da će rast jediničnih troškova rada jačati u sličnoj mjeri kao rast naknada po zaposlenom (sa 0,8 % u 2017. na 1,8 % u 2020.) s obzirom na uglavnom nepromijenjen tempo rasta produktivnosti u projekcijskom razdoblju. Predviđa se da će glavni pokretač povećanja rasta plaća biti daljnje poboljšanje uvjeta na tržištu rada jer će se ponuda sve više smanjivati, a u nekim će dijelovima europodručja doći i do izrazitih manjkova ponude radne snage. Osim cikličkog zamaha, očekuje se da će i znatno povećanje ukupne inflacije u 2017. u odnosu na prethodne tri godine pridonijeti povećanju rasta plaća u državama europodručja, u kojima se u postupku određivanja plaća uzimaju u obzir i elementi očekivanja ili indeksacije za protekla razdoblja. Osim toga, čimbenici povezani s krizom koji su utjecali na smanjenje plaća, kao što je potreba za obuzdavanjem rasta plaća radi ponovnog postizanja cjenovne konkurentnosti poslije krize u nekim državama i potisnuto ograničenje plaća s obzirom na obvezujuću rigidnost u pogledu smanjenja nominalnih plaća za vrijeme krize, trebali bi postupno oslabjeti kako se gospodarski rast bude ubrzavao i širio u svim državama europodručja. Naposlijetku će u nekim državama oslabjeti i učinak mjera za smanjenje doprinosa za socijalno osiguranje jer će se te mjere sljedećih nekoliko godina postupno prestajati provoditi, a očekuje se i prestanak zamrzavanja plaća u javnom sektoru.

Predviđa se da će se profitne marže u prvom dijelu projekcijskog razdoblja povećavati nešto bržim tempom od zabilježenog tijekom protekle godine.

Profitne marže odnedavno snažnije jačaju zbog manje nepovoljnih kretanja trgovinskih uvjeta kao i cikličkih poboljšanja u gospodarstvu. U okolnostima kontinuiranoga gospodarskog rasta očekuju se i daljnja poboljšanja. Međutim, predviđena povećanja rasta jediničnih troškova rada i jediničnih neto neizravnih poreza trebala bi ograničiti dinamiku rasta profitnih marži osobito pred kraj projekcijskog razdoblja.

Inflacija uvoznih cijena povećala se u 2017. te se očekuje da će tijekom projekcijskog razdoblja ostati pozitivna, ali umjerenija od zabilježene u posljednje vrijeme. Prilično snažan rast uvoznih cijena u 2017. posljedica je

⁶ Budući da je smanjenje rasta naknada po zaposlenom i jediničnih troškova rada uglavnom nadomjestilo odgovarajuće povećanje profitnih marži, očekuje se da će učinak na određivanje cijena biti ograničen.

zaokreta osobito u cijenama nafte kao i kretanja cijena sirovina bez energije. Isto tako se usporevanje rasta uvoznih cijena nakon 2017. odnosi na pretpostavljene skromne izgleda za cijene nafte, ali i na prilično umjereno kretanje cijena drugih sirovina. Nadalje, aprecijacija eura ograničit će utjecaj kretanja cijena sirovina i postupnog rasta globalnih cjenovnih pritisaka na uvozne cijene europodručja. Općenitije govoreći, očekuje se da će temeljni globalni inflacijski pritisci tijekom projekcijskog razdoblja postupno jačati zbog porasta globalnih troškova proizvodnje koji će pratiti smanjenje neiskorištenosti kapaciteta na globalnoj razini.

U usporedbi s projekcijama iz prosinca 2017. izgledi za inflaciju mjerenu HIPC-om za 2019. revidirani su neznatno naniže. Premda su pretpostavke o višim cijenama nafte u američkim dolarima za 2018. protuteža učincima na smanjenje inflacije zbog višeg tečaja eura, kada je riječ o 2019., učinci aprecijacije eura dominiraju te dovode do izgleda za nešto nižu inflaciju mjerenu HIPC-om.

3. Fiskalni izgledi

Očekuje se da će fiskalna politika tijekom projekcijskog razdoblja ostati neutralna. Karakter fiskalne politike mjeri se promjenom ciklički prilagođenog primarnog salda bez državne potpore financijskom sektoru. Povećanja neizravnih poreza i skromniji rast državne potrošnje u 2017. potpuno su nadomješteni smanjenjem izravnih poreza i višim transferima kućanstvima. Fiskalnu politiku za 2018. oblikuju uglavnom smanjenja izravnih poreza i socijalnih doprinosa te pretpostavka o dinamičnijem rastu državnih ulaganja, koja samo djelomično nadomještaju povećanja neizravnih poreza i slab rast tekuće državne potrošnje. Predviđa se da će karakter fiskalne politike u razdoblju od 2019. do 2020. biti u prosjeku neutralan jer se očekuje da će dodatna smanjenja izravnih poreza i doprinosa za socijalno osiguranje nadomjestiti daljnja suzdržanost državne potrošnje.

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 projekcijskog razdoblja, uglavnom zahvaljujući poboljšanju cikličke sastavnice i smanjenju plaćanja kamata. Ciklički prilagođeni primarni saldo i dalje će biti stabilan u projekcijskom razdoblju. Očekuje se da će se omjer državnog duga i BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja i dalje smanjivati poduprt povoljnom razlikom između kamatnih stopa i stopa rasta⁷ te primarnim saldom. U odnosu na projekcije iz prosinca 2017. fiskalni izgledi upućuju na neznatno niži omjer manjka i BDP-a te omjer duga i BDP-a, koje će uglavnom podupirati povoljnija makroekonomska kretanja.

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

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 naftnih ročnica, cijene nafte trebale bi pasti, pri čemu će cijena sirove nafte Brent iznositi približno 58 USD po barelu krajem 2020. Takvo je predviđeno kretanje terminskih cijena nafte u skladu sa snažnim rastom svjetske potražnje za naftom, koji bi mogao biti posljedica intenziviranja svjetske gospodarske aktivnosti. Kada je riječ o faktorima ponude, očekuje se da će geopolitičke čimbenike te sporazum između zemalja OPEC-a i nekih proizvođača izvan zemalja OPEC-a o smanjenju proizvodnje djelomično nadomjestiti rast proizvodnje nafte iz škriljevca u Sjedinjenim Američkim Državama. Kombinacija alternativnih modela kojima se stručnjaci ESB-a⁸ služe za predviđanje cijena nafte tijekom projekcijskog razdoblja upućuje na više cijene nafte od onih pretpostavljenih u tehničkim pretpostavkama. Ostvarenje alternativnog kretanja cijena nafte, koje se temelji na pretpostavci da će do 2020. cijene nafte biti 13,5 % više od pretpostavki iz osnovnih projekcija, imalo bi neznatno nepovoljan utjecaj na rast realnog BDP-a te bi prouzročilo brži rast inflacije mjerene HIPC-om (bila bi viša za 0,2 postotna boda u 2019. i 0,3 postotna boda u 2020.).

2. Alternativno kretanje tečaja

Ovom analizom osjetljivosti istražuju se utjecaji daljnjeg jačanja tečaja eura, potaknutog kontinuiranim poboljšanjem raspoloživanja ulagača prema euru. Scenarij se temelji na 75. percentilu distribucije vjerojatnosti tečaja USD/EUR izvedene iz gustoća neutralnih na rizik koje su implicirane u opcijama na dan 13. veljače 2018. Takvo kretanje podrazumijeva postupnu aprecijaciju eura u odnosu na američki dolar na tečaj od 1,42 USD za euro u 2020., što je za 14,6 % više od pretpostavke iz osnovnih projekcija za tu godinu. Odgovarajuća pretpostavka za nominalni efektivni tečaj eura odražava povijesne pravilnosti, dok promjene u tečaju USD/EUR odgovaraju promjenama efektivnog tečaja s elastičnošću tek nešto višom od 50 %. U tom scenariju egzogenog šoka tečaja prosjek rezultata više makroekonomskih modela stručnjaka upućuje na to da bi rast realnog BDP-a mogao biti niži za 0,1 postotni bod u 2018., za 0,5 postotnih bodova u 2019. i za 0,2 postotna boda u 2020. Inflacija mjerena HIPC-om bila bi za 0,1 postotna boda niža u 2018., za 0,5 postotnih bodova u 2019. odnosno za 0,4 postotna boda u 2020. Treba istaknuti da se ti procijenjeni učinci na rast i inflaciju primjenjuju samo u slučaju potpuno egzogenog šoka tečaja.

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 inflaciju mjerenu HIPC-om unutar su 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		
		2018.	2019.	2020.	2018.	2019.	2020.
Projekcije stručnjaka ESB-a	ožujak 2018.	2,4	1,9	1,7	1,4	1,4	1,7
		[2,1 – 2,7]	[0,9 – 2,9]	[0,7 – 2,7]	[1,1 – 1,7]	[0,6 – 2,2]	[0,8 – 2,6]
Europska komisija	veljača 2018.	2,3	2,0	–	1,5	1,6	–
OECD	studenj 2017.	2,1	1,9	–	1,5	1,7	–
Euro Zone Barometer	veljača 2018.	2,3	1,9	1,6	1,6	1,6	1,7
Prognoze organizacije Consensus Economics	veljača 2018.	2,3	1,9	1,3	1,5	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	siječanj 2018.	2,3	1,9	1,7	1,5	1,7	1,8
MMF	listopad 2017. / siječanj 2018.	2,2	2,0	–	1,4	1,7.	1,8

Izvori: Privremene gospodarske prognoze Europske komisije, zima 2018.; IMF World Economic Outlook, posuđena verzija iz siječnja 2018. (realni BDP); IMF World Economic Outlook, listopad 2017. (HIPC); OECD Interim Economic Outlook, studeni 2017. (realni BDP); OECD Economic Outlook, studeni 2017. (HIPC); prognoze organizacije Consensus Economics, veljača 2018.; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, veljača 2018. i istraživanje ESB-a Survey of Professional Forecasters, siječanj 2018.

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 podatci u njima kalendarski prilagođeni.

© Europska središnja banka, 2018.

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-18-001-HR-N (pdf)