



Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, rujan 2018.¹

Nakon snažnog rasta u 2017. gospodarski rast u europodručju usporio se u prvoj polovici 2018., uglavnom zbog slabljenja globalne trgovine. Premda je globalna neizvjesnost ublažila kratkoročne izgleda, gospodarski rast europodručja trebao bi se nastaviti po stopi neznatno višoj od očekivane zbog povoljnog utjecaja vrlo prilagodljive monetarne politike, boljih uvjeta na tržištu rada i snažnijih bilanci. Neznatno snižavanje stope rasta realnog BDP-a s 2,0 % u 2018. na 1,7 % u 2020. uglavnom se može objasniti postupnim slabljenjem poticajnog učinka globalne trgovine i sve većim manjkovima ponude radne snage. Očekuje se da će prosječna stopa inflacije mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) u svakoj godini projekcijskog razdoblja biti približno 1,7 %, premda će na razini tromjesečja biti kolebljivosti. Stabilno kretanje prosječne godišnje stope inflacije prikriva pad godišnje stope komponente energije zbog sve slabijeg učinka prethodnih povećanja cijena nafte, koji neutralizira postupni rast temeljne inflacije zbog sve jačeg utjecaja ograničenja na strani ponude.

1. Realno gospodarstvo

Nakon vrlo snažnog rasta u 2017. gospodarski rast znatno je oslabio u prvoj polovici 2018. Slabiji rast u odnosu na vrlo visoke stope rasta zabilježene u 2017. uglavnom je povezan sa slabljenjem poticajnog učinka vanjske trgovine zbog slabije globalne trgovine; ali i prethodne aprecijacije eura. Premda je do usporavanja gospodarske aktivnosti, po svemu sudeći, prije svega došlo zbog čimbenika na strani potražnje, slabljenju aktivnosti u prvoj polovici 2018. vjerojatno je pridonijelo i više privremenih čimbenika i čimbenika na strani ponude.

Očekuje se da će rast realnog BDP-a europodručja u sljedećih nekoliko tromjesečja i nadalje biti stabilan. To je u skladu s pokazateljima pouzdanja poduzeća i potrošača, koji su i nadalje na visokim razinama u odnosu na povijesne standarde, usprkos padu dijela pokazatelja u prethodnom dijelu godine. Takve

¹ Upravno vijeće služi se makroekonomskim projekcijama koje su izradili stručnjaci ESB-a ili stručnjaci Eurosustava u ocjeni gospodarskih kretanja i rizika za stabilnost cijena. Upravno vijeće ne potvrđuje projekcije i one nisu nužno odraz stajališta Upravnog vijeća o izgledima za europodručje. Više informacija o primijenjenim 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 21. kolovoza 2018. (vidi Okvir 1.). Krajnji datum za uključivanje drugih informacija u projekcije bio je 29. kolovoza 2018. Ove 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.

izglede potvrđuju i vodeći pokazatelji, npr. EuroCOIN i indeks LEI organizacije *The Conference Board*.

Tablica 1.

Makroekonomske projekcije za europodručje¹

(godišnje stope promjene)

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

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

² Rasponi projekcija temelje se na razlikama između stvarnih rezultata i prošlih projekcija, koje se izrađuju već niz godina. Širina raspona dvostruko 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 Uključuje trgovinu unutar europodručja.

⁴ Taj 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 sastavnice 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.

U srednjoročnom razdoblju i nadalje postoje temeljni uvjeti za kontinuirani

rast. Očekuje se da će domaću potražnju i nadalje podupirati više povoljnih čimbenika. Nastavlja se prijenos učinka vrlo prilagodljive monetarne politike ESB-a na gospodarstvo. Rast kreditiranja privatnog sektora i nadalje jača potaknut niskim kamatnim stopama i povoljnim bankovnim uvjetima kreditiranja. Dinamici osobne potrošnje pridonijet će i manje potrebe za razduživanjem. Predviđa se da će fiskalne politike u 2019. postati donekle ekspanzivne, dok će u 2020. biti uglavnom neutralne. Na rast osobne potrošnje i ulaganja u stambene nekretnine trebali bi povoljno

utjecati i dobri uvjeti na tržištu rada te rast neto bogatstva kućanstava. Istodobno će i nadalje rasti poslovna ulaganja u uvjetima sve veće dobiti i visoke iskorištenosti kapaciteta. Očekuje se da će na izvoz europodručja povoljno utjecati rast inozemne potražnje europodručja povezane s kontinuiranim rastom globalne gospodarske aktivnosti.

Međutim, očekuje se da će se rast realnog BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja neznatno usporiti zbog postupnog slabljenja učinka nekih povoljnih čimbenika. Usporavanje rasta inozemne potražnje europodručja trebalo bi oslabiti rast izvoza u 2018. i 2019. Očekuje se da će se rast zaposlenosti znatno usporiti 2019. i 2020., što je uglavnom povezano sa sve snažnijim utjecajem manjka ponude radne snage u nekim državama. Osim toga, očekuje se umjereniji rast osobne potrošnje zbog normalizacije stope štednje u odnosu na sadašnje niske razine u uvjetima cikličkog rasta u nekim državama.

Rast realnog raspoloživog dohotka trebao bi ojačati u 2018. i 2019. te oslabjeti u 2020. Doprinos bruto nadnica i plaća rastu nominalnog raspoloživog dohotka trebao bi se znatno povećati u 2018. potaknut snažnijim rastom plaća, ali će malo oslabjeti u preostalom dijelu projekcijskog razdoblja jer daljnje povećanje rasta nominalnih plaća neće potpuno nadomjestiti učinak sporijeg rasta zaposlenosti. Predviđa se da će osobni dohodak iz drugih izvora tijekom projekcijskog razdoblja rasti postupno, u skladu s rastom dobiti. Doprinos neto fiskalnih transfera trebao bi u 2018. ostati negativan. U 2019. bi trebao postati pozitivan prije svega zbog smanjenja izravnog oporezivanja, ali i rasta transfera kućanstvima, te ponovno postati neutralan u 2020. Sveukupno gledajući, očekuje se da će sastav rasta nominalnog raspoloživog dohotka postati nepovoljniji za potrošnju kućanstava jer će doprinos plaća raspoloživom dohotku biti veći od doprinosa zaposlenosti, a potrošnja obično nešto snažnije reagira na promjene zaposlenosti.

Osobna potrošnja trebala bi ostati snažna tijekom projekcijskog razdoblja, poduprta povoljnim bankovnim uvjetima kreditiranja, na koje povoljno djeluju mjere monetarne politike ESB-a, i napretkom postignutim u razduživanju. Premda niske kamatne stope utječu i na zaradu od kamata i na plaćanje kamata kućanstava, ipak pogoduju neto dužnicima u odnosu na neto štediše. S obzirom na to da neto dužnici obično imaju veću graničnu sklonost potrošnji, to bi trebalo 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 2017., prije svega zbog poboljšanja ekonomske i financijske situacije kućanstava, određenog jačanja potražnje koja je u prethodnom razdoblju bila potisnuta zbog odgađanja većih kupnji te utjecaja vrlo niskih kamatnih stopa na sklonost kućanstava štednji. Predviđa se povećanje stope štednje tijekom projekcijskog razdoblja, uglavnom kao posljedica normalizacije u uvjetima cikličkog rasta. Osim toga, očekuje se da će kućanstva u nekim državama na smanjenje izravnih poreza reagirati višom stopom štednje.

Okvir 1.

Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama, tečajevima i cijenama sirovina

U usporedbi s projekcijama iz lipnja 2018. tehničke pretpostavke sadržavaju jači efektivni tečaj eura, niže cijene nafte u američkim dolarima i niže kamatne stope. Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama i cijenama sirovina temelje se na tržišnim očekivanjima s krajnjim datumom 21. kolovoza 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 u 2018. biti -0,3 %, u 2019. -0,2 % te 0,0% u 2020. Tržišna očekivanja povezana s nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice europodručja upućuju na prosječnu razinu od 1,1 % u 2018., 1,3 % u 2019. i 1,6 % u 2020.² U usporedbi s projekcijama iz lipnja 2018. tržišna očekivanja povezana s kratkoročnim kamatnim stopama revidirana su naniže za 6 baznih bodova za 2019. odnosno 19 baznih bodova za 2020., a dugoročne kamatne stope revidirane su naniže za 8 baznih bodova za 2018., za 15 baznih bodova za 2019. te za 17 baznih bodova za 2020.

U vezi s cijenama sirovina, na temelju kretanja prosječnih cijena na tržištima ročnica u dvotjednom razdoblju s krajnjim datumom 21. kolovoza 2018., pretpostavlja se da će cijena sirove nafte Brent po barelu porasti s 54,4 USD u 2017. na 71,5 USD u 2018. i 71,7 USD u 2019. te da će se potom se smanjiti na 69,0 USD u 2020. Pretpostavka takvog kretanja je da će, u usporedbi s projekcijama iz lipnja 2018., cijene nafte izražene u američkim dolarima u 2018. biti niže za 4,0 %, u 2019. za 2,5 % i u 2020. za 0,4 %. Pretpostavlja se da će se cijene sirovina bez energije izražene u američkim dolarima u 2018. neznatno povećati, u 2019. smanjiti te u 2020. ponovno povećati.³

Pretpostavlja se da će bilateralni tečajevi tijekom projekcijskog razdoblja biti nepromijenjeni na prosječnim razinama zabilježenima u dvotjednom razdoblju koje je završilo krajnjim datumom 21. kolovoza 2018. To podrazumijeva prosječan tečaj američkog dolara prema euru od 1,18 u 2018. i 1,14 u 2019. i 2020., dok je u projekcijama iz lipnja 2018. predviđen tečaj američkog dolara prema euru od 1,18. Efektivni tečaj eura (u odnosu na 38 trgovinskih partnera) viši je za 1,5 % nego što je pretpostavljeno u projekcijama iz lipnja 2018.

² Pretpostavka o nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice europodručja 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.

³ Pretpostavke o cijenama nafte i prehrambenih sirovina temelje se na cijenama predviđenim ročnicama do kraja projekcijskog razdoblja. Pretpostavlja se da će cijene drugih, tvrdih mineralnih sirovina bez energije slijediti cijene ročnica do trećeg tromjesečja 2019. i da će se potom razvijati u skladu sa globalnom gospodarskom aktivnošću.

Tehničke pretpostavke

	rujan 2018.				lipanj 2018.			
	2017.	2018.	2019.	2020.	2017.	2018.	2019.	2020.
Tromjesečni EURIBOR (godišnji postotak)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,2
Prinosi na desetogodišnje državne obveznice (godišnji postotak)	1,0	1,1	1,3	1,6	1,0	1,2	1,5	1,7
Cijena nafte (u USD za barel)	54,4	71,5	71,7	69,0	54,4	74,5	73,5	68,7
Cijene sirovina bez energije, u USD (godišnja stopa promjene)	8,0	1,9	-2,6	4,2	7,9	9,3	2,5	4,1
tečaj USD/EUR	1,13	1,18	1,14	1,14	1,13	1,20	1,18	1,18
Nominalni efektivni tečaj eura (EER38) (godišnja stopa promjene)	2,2	5,1	0,6	0,0	2,2	4,4	-0,1	0,0

Očekuje se da će ulaganja u stambene nekretnine nastaviti rasti, ali slabijim zamahom.

Ulaganja u stambene nekretnine snažno su porasla u 2016. i 2017. zahvaljujući vrlo povoljnim uvjetima financiranja i snažnijem rastu dohodaka povezanim s kontinuiranim otvaranjem novih radnih mjesta. Međutim, čini se da je oporavak ulaganja u stambene nekretnine dosegnuo vrhunac početkom 2018. U projekcijskom razdoblju i nadalje postoje najvažniji uvjeti za daljnje povećanje tih ulaganja, pri čemu ankete pokazuju da sve više kućanstava planira kupiti ili sagraditi stambenu nekretninu u sljedeće dvije godine ili, što je posebno istaknuto, početi obnovu stambenog prostora. No, bez obzira na snažnu potražnju za stambenim nekretninama, očekuje se da će na zamah tog rasta nepovoljno utjecati sve veća ograničenost kapaciteta u građevinskom sektoru i nepovoljna demografska kretanja u nekim državama. Nadalje, očekuje se blago zaoštavanje uvjeta financiranja, a kako se budu povećavali prinosi trebale bi se postupno pojavljivati i druge mogućnosti za dugoročna ulaganja.

Očekuje se da će se tijekom projekcijskog razdoblja oporavak poslovnih ulaganja nastaviti, ali sve slabijim tempom.

Očekuje se da će poslovna ulaganja i nadalje podupirati više čimbenika: pouzdanje poduzeća još je vrlo visoko zahvaljujući povoljnim očekivanjima povezanim s proizvodnjom i velikom broju narudžbi; iskorištenost kapaciteta i nadalje znatno premašuje svoj dugoročni prosjek, a manjak opreme sve se više navodi kao ograničavajući čimbenik za proizvodnju u prerađivačkoj industriji; uvjeti financiranja trebali bi u projekcijskom razdoblju ostati vrlo povoljni; s obzirom na izdašnost novčanih sredstava u sektoru nefinancijskih društava može se očekivati povećanje dobiti, a poduzeća bi mogla povećati ulaganja kako bi kompenzirala ograničenja na strani ponude povezana s radnom snagom. Nadalje, zbog snažnog oporavka cijena dionica zabilježenog posljednjih godina, daljnje akumulacije imovine i umjerenog rasta financiranja dugom, omjer financijske poluge (omjer duga i ukupne imovine) u sektoru nefinancijskih društava približio se najnižim razinama do sada. Međutim, konsolidirana bruto zaduženost (omjer duga i prihoda) smanjila se mnogo manje, pa je i nadalje nešto viša nego u razdoblju prije krize. Postupno slabljenje zamaha poslovnih ulaganja tijekom projekcijskog razdoblja upućuje na opće usporavanje domaće i inozemne potražnje.

Okvir 2.

Međunarodno okružje

S obzirom na povećanje rizika i neizvjesnosti globalni gospodarski rast u projekcijskom bi razdoblju trebao postupno postajati umjereniji. U prvoj polovici 2018. globalno gospodarstvo nastavilo je rasti ustaljenom dinamikom. Iako globalna prerađivačka industrija u posljednjih nekoliko mjeseci raste umjerenijim tempom, ankete upućuju na to da je globalna gospodarska aktivnost u cjelini i nadalje postojana. Međutim, u kratkoročnom razdoblju očekuje se umjereniji zamah globalnog gospodarskog rasta. S jedne strane, razvijenim gospodarstvima još pogoduju prilagodljive monetarne politike i znatan fiskalni poticaj u Sjedinjenim Američkim Državama. Prijašnji oporavak cijena nafte također je pridonio stabilizaciji ulaganja u mnogim državama izvoznicama nafte. S druge strane, povećala se neizvjesnost glede budućih trgovinskih odnosa, što će, kako se očekuje, nepovoljno utjecati na pouzdanje i ulaganja u kratkoročnom razdoblju. Zbog zabrinutosti u vezi s trgovinom, postupne normalizacije monetarnih politika u razvijenim gospodarstvima i neizvjesnosti povezane s politikom financijski su se uvjeti u posljednjim mjesecima pooštrili, osobito u nekim zemljama s tržištima u nastajanju. Očekuje da će se gospodarska aktivnost usporiti u srednjoročnom razdoblju kako ciklički utjecaji budu slabiji. Negativni proizvodni jazovi u većini razvijenih zemalja zatvoreni su, ili se zatvaraju, a potpora politika postupno će se smanjivati. Smanjenje stopa rasta u Kini (koje manje ovise o poticajima politika) trebalo bi nepovoljno utjecati na izgled te države. Osim toga, iako se gospodarstva država izvoznica sirovina oporavljaju, i nadalje postoji potreba za fiskalnom konsolidacijom. Predviđa se da će rast globalne gospodarske aktivnosti (bez europodručja) u 2018. iznositi 3,9 % i da će se potom usporiti do razine od 3,7 % u 2020. U usporedbi s projekcijama iz lipnja 2018. rast globalnog BDP-a u 2018. revidiran je naniže za 0,1 postotni bod, a u 2019. za 0,2 postotna boda. Te revizije naniže odraz su slabijih izgleda u nekim zemljama s tržištima u nastajanju, a posebno u Turskoj. Nadalje, ocjenjuje se da će sve veće trgovinske napetosti i porast neizvjesnosti glede globalnih gospodarskih izgleda nepovoljno utjecati na globalna ulaganja u sljedećim tromjesečjima.

Međunarodno okružje

(godišnje stope promjene)

	rujan 2018.				lipanj 2018.			
	2017.	2018.	2019.	2020.	2017.	2018.	2019.	2020.
Svjetski realni BDP (bez europodručja)	3,8	3,9	3,7	3,7	3,8	4,0	3,9	3,7
Globalna trgovina (bez europodručja) ¹	5,4	4,6	3,9	3,8	5,2	5,1	4,6	4,0
Inozemna potražnja europodručja ²	5,3	4,1	3,6	3,6	5,2	5,2	4,3	3,7

¹ izračunano kao ponderirani prosjek uvoza

² izračunano kao ponderirani prosjek uvoza trgovinskih partnera europodručja

Nakon što se snažno usporio u drugom tromjesečju ove godine, rast globalne trgovine trebao bi se umjereno povećati. Međutim, ostat će relativno slab s obzirom na sve veću neizvjesnost povezanu s trgovinskim protekcionizmom.

Nakon snažna rasta u 2017. globalna se trgovina usporila u prvim mjesecima ove godine. Gledajući dugoročnije, dosad uvedene carine utječu na relativno malen dio globalne trgovine. Međutim, zbog njih se povećala zabrinutost glede izgleda za trgovinske politike i globalno gospodarstvo, što će, prema očekivanjima, nepovoljno utjecati na globalnu gospodarsku aktivnost i trgovinske izgleda. Predviđa se da će globalna trgovina u srednjoročnom razdoblju rasti tempom uglavnom sličnim onome globalne gospodarske aktivnosti. Očekuje se da će se rast inozemne potražnje europodručja povećati za 4,1 % u 2018. i da će se do 2020. usporiti na 3,6 %. U usporedbi s projekcijama iz lipnja 2018., taj je rast za 2018. revidiran

naniže za 1,1 postotni bod, za 2019. za 0,7 postotnih bodova i za 2020. za 0.1 postotni bod. Te su revizije naniže ponajprije uvjetovane smanjenjem zamaha koji je vidljiv u kratkoročnim podatcima. Dugoročnije gledano, one odražavaju utjecaj viših trgovinskih carina i predviđanja o slabijoj gospodarskoj aktivnosti.

Predviđa se da će usporavanje inozemne potražnje nepovoljno utjecati na rast izvoza u države izvan europodručja. Očekuje se da će izvoz u države izvan europodručja nastaviti rasti sličnom dinamikom kao inozemna potražnja europodručja, što znači da će udjeli na izvoznim tržištima u projekcijskom razdoblju biti uglavnom nepromijenjeni. Povoljna kretanja domaće potražnje i snažniji euro u sljedećim tromjesečjima trebali bi pogodovati uvozu iz država izvan europodručja. S obzirom na to da se predviđa nešto brži rast uvoza od rasta izvoza, doprinosi neto trgovine gospodarskom rastu, koji je u 2017. bio vrlo pozitivan, u projekcijskom bi razdoblju trebao biti uglavnom neutralan.

Budući da se u nekim državama očekuju sve snažnija ograničenja koja proizlaze iz manjka radne snage, predviđa se usporavanje rasta zaposlenosti. Zaposlenost mjerena brojem zaposlenih u europodručju povećala se za 0.4 % u prvom i drugom tromjesečju 2018. Snažan rast zaposlenosti zabilježen u posljednje vrijeme rasprostranjen je po državama, a sudeći prema anketama o budućim kretanjima stabilan rast zaposlenosti nastaviti će se i u kratkoročnom razdoblju. Ipak, predviđa se da će rast zaposlenosti donekle izgubiti zamah jer se u 2018. očekuje postupno slabljenje utjecaja nekih povoljnih privremenih čimbenika (npr. fiskalnih poticaja u nekim državama europodručja). Pretpostavlja se da će se krajem projekcijskog razdoblja u nekim državama povećati manjak ponude radne snage.

Predviđa se da će rast radne snage tijekom projekcijskog razdoblja postati umjereniji. Očekuje se da će radna snaga i nadalje rasti tijekom projekcijskog razdoblja, zahvaljujući neto useljavanju radnika, očekivanoj integraciji izbjeglica i daljnjem povećanju stopa udjela radne snage u ukupnom stanovništvu (uključujući poništenje učinka „obeshrabrenog radnika”). Međutim, predviđa se da će te pozitivne učinke tijekom projekcijskog razdoblja postupno neutralizirati nepovoljan utjecaj starenja stanovništva jer je broj starijih radnika koji izlaze iz radne snage veći od broja mladih radnika koji joj se priključuju.

Očekuje se da će se u 2020. stopa nezaposlenosti smanjiti na 7,4 %. U drugom tromjesečju 2018. stopa nezaposlenosti smanjila se na 8,3 %, što je njezina najniža razina zabilježena od kraja 2008. Predviđa se da će se u sljedećem razdoblju broj nezaposlenih nastaviti znatno smanjivati i da će se približiti svojoj najnižoj razini iz razdoblja prije krize.

U skladu s cikličkim kretanjem produktivnosti rada predviđa se njezino povećanje u 2019. i 2020. Nakon snažnog zamaha u 2017. u prvoj se polovici 2018. usporio rast produktivnosti rada zbog neočekivanog slabljenja gospodarske aktivnosti. U drugoj polovici 2018. očekuje se umjereno povećanje rasta produktivnosti, što je posljedica odgođene reakcije nezaposlenosti na slabljenje gospodarske aktivnosti na početku godine. Dugoročnije gledano, spomenuto

usporavanje rasta zaposlenosti, sve bolja iskorištenost kapitala u okolnostima smanjenja neiskorištenosti kapaciteta, veći broj odrađenih sati po osobi i određeno povećanje ukupne faktorske produktivnosti upućuju na to da će se rast produktivnosti kasnije u projekcijskom razdoblju povećati i da će se postupno približiti svojoj prosječnoj stopi od 1,0 % iz razdoblja prije krize.

Očekuje se da će rast realnog BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja i nadalje premašivati potencijalni rast. Procjenjuje se da se zamah potencijalne proizvodnje posljednjih godina donekle povećao zahvaljujući sve većim doprinosima rada i ukupne faktorske produktivnosti. Premda će i nadalje zaostajati za stvarnim rastom realnog BDP-a, očekuje se da će se krajem projekcijskog razdoblja potencijalna proizvodnja povećavati po malo nižoj stopi od one iz razdoblja prije krize. Međutim, valja napomenuti da se ni potencijalni rast ni njegovi pokretači ne mogu pouzdano mjeriti i da su njihove procjene vrlo neizvjesne.

U usporedbi s projekcijama iz lipnja 2018., rast realnog BDP-a u 2018. i 2019. revidiran je neznatno naniže. Te su revizije naniže ponajviše povezane s doprinosom neto trgovine, koji je bio niži od očekivanoga zbog revizije naniže inozemne potražnje i jačeg efektivnog tečaja eura. Ti su učinci u velikoj mjeri neutralizirali pozitivan utjecaj nižih aktivnih kamatnih stopa i određenog fiskalnog poticaja na domaću potražnju.

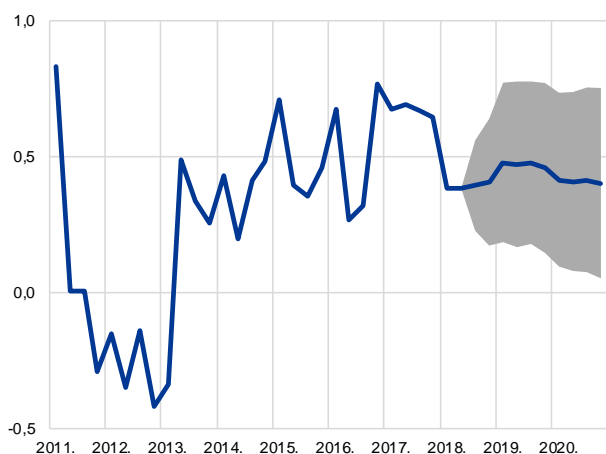
Grafikon 1.

Makroekonomske projekcije¹

(tromjesečni podatci)

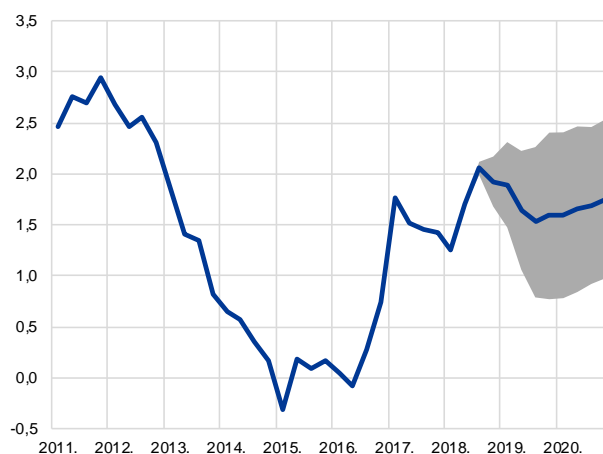
Realni BDP europodručja²

(stope promjene u odnosu na prethodno tromjesečje)



HIPC europodručja

(stope promjene u odnosu na prethodnu godinu)



¹Rasponi prikazani oko središnjih projekcija temelje se na razlikama između stvarnih rezultata i prošlih projekcija, koje se izrađuju već niz godina. Širina raspona dvostruko 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.

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

²kalendarski prilagođeni podatci

2. Cijene i troškovi

Predviđa se da će inflacija mjerena HIPC-om u svakoj godini projekcijskog razdoblja iznositi prosječno 1,7 % kako slabljenje inflacije cijena energije mjerene HIPC-om bude neutraliziralo postupno jačanje inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda. Inflacija cijena energije trebala bi se smanjivati tijekom cijelog projekcijskog razdoblja, odražavajući negativne učinke baznog razdoblja i malo smanjenje terminskih cijena sirove nafte. Temeljna inflacija trebala bi porasti u uvjetima poboljšane cikličke pozicije gospodarstva i s tim povezanog povećanja rasta plaća. Očekuje se da će na temeljnu inflaciju pozitivno djelovati i vanjska cjenovna kretanja s obzirom na to da prethodna povećanja cijena nafte neizravno utječu na inflaciju mjerenu HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda. Sveukupno gledajući, očekuje se da će inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda postupno porasti s 1,1 %, koliko je iznosila 2018., na 1,8 % u 2020.

Tijekom projekcijskog razdoblja očekuje se znatno povećanje rasta plaća kako se ponuda na tržištima rada bude smanjivala i kako bude prestajao utjecaj čimbenika koji su negativno djelovali na taj rast u nekim državama u posljednjih nekoliko godina. Predviđa se znatno povećanje naknada po zaposlenom tijekom projekcijskog razdoblja, do 2,7 % u 2020. Očekuje se da će rast jediničnih troškova rada ojačati u skladu s rastom naknada po zaposlenom zbog relativno umjerenog povećanja rasta produktivnosti u projekcijskom razdoblju. Glavni je pokretač povećanja rasta plaća očekivano daljnje poboljšanje uvjeta na tržištu rada u europodručju, uz sve ograničeniju ponudu na tržištu rada i izrazite manjkove ponude radne snage u nekim dijelovima europodručja. Povoljni uvjeti na tržištu rada već se vide u povećanju dogovorenih plaća. U onim državama europodručja u kojima se pri određivanju plaća uzimaju u obzir i elementi indeksacije za protekla razdoblja povećanje rasta plaća trebalo bi se zasnivati i na znatnom nedavnom porastu ukupne inflacije. Nadalje, čimbenici povezani s krizom koji su utjecali na smanjenje plaća, kao što je potreba za obuzdavanjem rasta plaća radi ponovnog postizanja cjenovne konkurentnosti u nekim državama i potisnuto ograničenje plaća povezano s obvezujućom rigidnosti u pogledu smanjenja nominalnih plaća za vrijeme krize, trebali bi postupno oslabjeti kako se gospodarski rast bude nastavljao i širio u državama europodručja. Nadalje, neke mjere vlada kojima se prethodno ograničavao rast plaća trebale bi postati manje relevantne.

U projekcijskom razdoblju ne očekuju se dodatni inflacijski pritisci uzrokovani profitnim maržama. Očekuje se da će povećanje rasta jediničnih troškova rada i jediničnih neto neizravnih poreza najviše utjecati na povećanje inflacijskih pritisaka mjerenih deflatorom BDP-a. Dinamika rasta profitnih marži trebala bi biti obuzdana, osobito pred kraj projekcijskog razdoblja, što je odraz blagog smanjenja rasta gospodarske aktivnosti.

Vanjski cjenovni pritisci trebali bi ostati pozitivni, ali i postati umjereniji tijekom projekcijskog razdoblja. Izvozni deflator kretat će se silaznom putanjom od iduće godine, što je rezultat pretpostavki o blagom smanjenju cijene nafte koje će ograničiti utjecaj rasta cijena sirovina bez nafte i postupnog jačanja temeljnih

globalnih cjenovnih pritisaka povezanih sa smanjenjem globalne neiskorištenosti gospodarskih kapaciteta.

Inflacija mjerena HIPC-om nepromijenjena je u odnosu na projekcije iz lipnja 2018. Inflacija mjerena HIPC-om bez prehrambenih proizvoda i energije blago je revidirana naniže za 2019. i 2020. u skladu s nešto slabijim izgledima za rast. Te su revizije neutralizirane revizijom naviše inflacije cijena energije mjerene HIPC-om uzrokovane rastom cijena električne energije i plina u nekim državama u 2018. i pretpostavkama o eurskim cijenama nafte, čija silazna putanja nije toliko strma kao u prethodnim projekcijama.

3. Fiskalni izgledi

Predviđa se da će fiskalne politike u europodručju biti uglavnom neutralne u 2018., blago ekspanzivne u 2019. i zatim ponovno uglavnom neutralne u 2020.

Stajalište fiskalne politike mjeri se promjenom ciklički prilagođenog primarnog salda bez državne potpore financijskom sektoru. Diskrecijske mjere su u 2018. ekspanzivne, djelomično zbog smanjenja socijalnih doprinosa i poreza na dobit, a djelomično zbog dinamičnijeg rasta državne potrošnje. Međutim, poticaj tih diskrecijskih mjera u velikoj je mjeri neutraliziran znatnim prihodima od izravnih poreza. U 2019. najvažniji će doprinos ekspanzivnim fiskalnim politikama dati smanjenja izravnih poreza i povećanje javnih rashoda u jednoj državi europodručja, što će djelomično neutralizirati konsolidacija u drugoj državi europodručja. U 2020. daljnja smanjenja izravnih poreza i socijalnih doprinosa djelomično će nadomjestiti slab rast transfera i subvencija te državne potrošnje.

Predviđa se smanjenje manjka proračuna opće države i omjera duga tijekom projekcijskog razdoblja. Fiskalna projekcija uključuje smanjenje manjka proračuna opće države tijekom projekcijskog razdoblja, uglavnom uzrokovano poboljšanjem cikličke sastavnice i manjim plaćanjima kamata, što je rezultat zamjene starog, skupog duga novim dugom s nižim kamatnim stopama. To smanjenje djelomično neutralizira pogoršanje ciklički prilagođenog primarnog salda. Smanjenje omjera državnog duga i BDP-a podupiru postojano pozitivna primarna salda i povoljna razlika između kamatnih stopa i stopa rasta.⁴ U usporedbi s projekcijama iz lipnja 2018. izgledi za manjak uglavnom su nepromijenjeni, dok je omjer duga i BDP-a za 2020. revidiran neznatno naviše, uglavnom zbog nepovoljnije razlike između kamatnih stopa i stopa rasta.

⁴ Ta se razlika izračunava kao razlika između nominalne efektivne kamatne stope na dug i stope rasta nominalnog BDP-a.

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 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 i 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 terminskih cijena nafte. Prema tehničkim pretpostavkama o kretanju cijena nafte iz osnovnih projekcija, koje se temelje na tržištima naftnih ročnica, cijene nafte trebale bi se blago smanjiti, pri čemu će cijena sirove nafte Brent u 2020. iznositi približno 69 USD po barelu. To je kretanje u skladu s nastavkom rasta svjetske potražnje za naftom. Kad je riječ o čimbenicima ponude, terminske cijene nafte trebale bi odražavati negativne učinke na cijene nafte uzrokovane ublažavanjem politike OPEC-a u vezi sa smanjenjem ponude, što bi moglo prevagnuti nad nešto manjim očekivanjima u vezi s proizvodnjom nafte u Sjedinjenim Američkim Državama (zbog uskih grla u prijevozu) u kratkoročnom razdoblju i zabrinutosti zbog smanjenja ponude iz Irana nakon sankcija Sjedinjenih Američkih Država. Kombinacija alternativnih modela kojima se stručnjaci ESB-a⁵ 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 proizlazi iz ovih modela, a zasniva se na pretpostavci da će cijene nafte do 2020. biti 4,7 % više nego što je pretpostavljeno u osnovnoj projekciji, neznatno bi nepovoljno utjecalo na rast realnog BDP-a (manje od 0,1 postotnog boda u 2019. i 2020.) i prouzročilo bi nešto brži rast inflacije mjerene HIPC-om (u 2020. bila bi viša za 0,1 postotni bod).

2. Alternativno kretanje tečaja

Ovom analizom osjetljivosti istražuju se utjecaji jačanja tečaja eura. Jedan je od izvora aprecijacijskog rizika gospodarski oporavak u europodručju koji je snažniji nego što se očekivalo i uzrokuje pozitivne inflacijske pritiske. Taj je scenarij u skladu s distribucijom vjerojatnosti tečaja USD/EUR, izvedenom iz gustoća neutralnih na rizik koje su implicirane u opcijama na dan 21. kolovoza 2018., a koja snažno upućuje na aprecijaciju eura. Iz 75. percentila te distribucije proizlazi aprecijacija eura u odnosu na američki dolar na tečaj od 1,33 USD za euro u 2020., što je za 16,5 % 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 većom od jedne polovice. U tom scenariju prosjek rezultata više makroekonomskih modela stručnjaka upućuje na to da bi rast realnog BDP-a u 2019. mogao biti niži za 0,4 postotna boda, a u 2020. za 0,5 postotnih bodova. Inflacija mjerena HIPC-om bila bi 0,5 postotnih bodova niža u 2019. i 0,6 postotnih bodova niža u 2020.

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

Okvir 4.

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 ni s makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a/Eurosustava jer nisu završene u isto vrijeme. Osim toga, u njima se rabe različite (dijelom neodređene) metode kako bi se stvorile pretpostavke 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	rujan 2018.	2,0 [1,8 – 2,2]	1,8 [1,0 – 2,6]	1,7 [0,6 – 2,8]	1,7 [1,6 – 1,8]	1,7 [1,1 – 2,3]	1,7 [0,9 – 2,5]
Europska komisija	srpanj 2018.	2,1	2,0	-	1,7	1,7	-
OECD	svibanj 2018.	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
Euro Zone Barometer	kolovoz 2018.	2,1	1,8	1,6	1,7	1,6	1,7
prognoze organizacije Consensus Economics	kolovoz 2018.	2,1	1,8	1,3	1,7	1,6	1,6
Istraživanje Survey of Professional Forecasters	srpanj 2018.	2,2	1,9	1,6	1,7	1,7	1,7
MMF	ožujak/travanj 2018.	2,2	1,9	1,7	1,5	1,6	1,8

Izvori: Privremene gospodarske prognoze Europske komisije, ljeto 2018.; IMF World Economic Outlook, srpanj 2018. (BDP); IMF World Economic Outlook, travanj 2018. (HIPC); OECD Economic Outlook, svibanj 2018.; Consensus Economics Forecasts, kolovoz 2018.; podatak za 2020. za Consensus Economics preuzet je iz istraživanja o kretanju produktivnosti i plaća iz kolovoza 2018., a podatak o inflaciji mjerenoj HIPC-om za 2020. iz istraživanja o dugoročnim prognozama, srpanj 2018.; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, kolovoz 2018. i istraživanje ESB-a Survey of Professional Forecasters, srpanj 2018. Napomene: Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava i ESB-a te prognoze OECD-a sadržavaju kalendarski prilagođene godišnje stope rasta, dok Europska komisija i MMF izvještavaju o godišnjim stopama rasta koje nisu prilagođene prema kalendarskom broju dana u godini. U drugim prognozama nije izričito navedeno jesu li podatci u njima kalendarski prilagođeni ili nisu.

© 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)
Kataložki broj EU-a QB-CE-18-002-HR-N (pdf)