



lipanj 2018.

Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje¹

Premda je početkom godine gospodarski rast u europodručju bio slabiji od očekivanoga, predviđa se da će i dalje biti stabilan te da će se nastaviti po stopama višima od stopa potencijalnog rasta. Kao i u prethodnim projekcijama, predviđa se postupno usporavanje rasta realnog BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja, sa 2,1 % u 2018. na 1,7 % u 2020.,² zbog postupnog slabljenja učinka nekih povoljnih čimbenika. Očekuje se da će inflacija mjerena HIPC-om na kraju svake godine projekcijskog razdoblja iznositi 1,7 %, premda će na tromjesečnim razinama biti i kolebljivosti. Stabilno kretanje prosječne godišnje stope inflacije prikriva pad godišnje stope komponente energije, koji neutralizira postupno povećanje inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda zbog sve jačeg utjecaja ograničenosti kapaciteta.

1. Realno gospodarstvo

Usporavanje rasta realnog BDP-a u prvom tromjesečju 2018. djelomično je posljedica prolaznih čimbenika, ali je nastupilo ranije od prethodnih očekivanja. Nakon četiri tromjesečja uzastopnog snažnog rasta po stopi od 0,7 % u 2017. u prvom tromjesečju 2018. rast realnog BDP-a bio je umjereniji te je iznosio 0,4 %. Usporavanje se djelomično može objasniti djelovanjem više prolaznih čimbenika, među kojima su loše vremenske prilike, štrajkovi u nekim državama europodručja i neuobičajeno visoka razina bolovanja tijekom sezone gripe u Njemačkoj. Osim toga, nepovoljan utjecaj prethodne aprecijacije eura možda je bio snažniji od očekivanog, a moguće je da je i utjecaj ograničenja ponude radne snage započeo ranije nego što je bilo predviđeno. Naposljetku, usporavanje može biti i posljedica smanjenja vrlo snažne dinamike rasta zabilježene tijekom cijele 2017.

¹ Upravno vijeće služi se ovim makroekonomskim projekcijama koje su izradili stručnjaci Eurosustava pri ocjeni gospodarskih kretanja i rizika za stabilnost cijena. Upravno vijeće ne potvrđuje makroekonomske projekcije koje su izradili stručnjaci ESB-a ili stručnjaci Eurosustava i one nisu nužno odraz stajališta Upravnog vijeća o izgledima za europodručje. Više informacija o 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 22. svibnja 2018. (vidi Okvir 1.). Krajnji datum za uključivanje drugih informacija u projekcije bio je 31. svibnja 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.

Međutim, rast realnog BDP-a trebao bi u sljedećih nekoliko tromjesečja i dalje biti stabilan, u skladu s još uvijek visokim razinama poslovnog i potrošačkog raspoloženja. Nakon znatnog pada u prvom tromjesečju 2018. pouzdanje poduzeća i potrošača stabiliziralo se u travnju i svibnju te je i dalje na visokim razinama u usporedbi s povijesnim standardima. Premda su neki pokazatelji objavljeni nakon krajnjeg datuma nešto slabiji od očekivanih, ipak su uglavnom u skladu s predviđenim kretanjem rasta.

Tablica 1.
Makroekonomske projekcije za europodručje¹

(godišnje stope promjene)

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

¹ Realni BDP i njegove sastavnice odnose se na kalendarski prilagođene podatke. Podatci o BDP-u i njegovim glavnim komponentama koje je Eurostat objavio 7. lipnja 2018. upućuju na kalendarski prilagođenu stopu rasta realnog BDP-a u visini 2,6 % u 2017.

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

³ uključujući trgovinu unutar europodručja

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

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

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 manja potreba za razduživanjem. Osim toga, osobnoj potrošnji i ulaganju u stambene nekretnine trebali bi pogodovati zdravi uvjeti na tržištu rada i rast neto bogatstva kućanstava. Istodobno će se i dalje povećavati poslovna ulaganja, među ostalim zbog rasta dobiti u uvjetima sve većih pritisaka na strani potražnje i visoke iskorištenosti kapaciteta. Očekuje se da će izvoz europodručja ostati snažan zahvaljujući rastu inozemne potražnje europodručja povezane s kontinuiranim rastom globalne gospodarske aktivnosti.

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

Učinak prošlih mjera monetarne politike trebao bi se tijekom projekcijskog razdoblja postupno smanjivati. Očekuje se da će usporavanje stopa rasta inozemne potražnje europodručja oslabiti rast izvoza. I rast zaposlenosti trebao bi se usporiti, što je djelomično povezano sa sve snažnijim utjecajem ograničene ponude radne snage u nekim državama europodručja. Osim toga, očekuje se umjereniji rast osobne potrošnje kao posljedica normalizacije stope štednje u odnosu na sadašnje niske razine u uvjetima cikličkog rasta u nekim državama europodručja.

Rast realnog raspoloživog dohotka ojačat će u uvjetima viših plaća i smanjenja izravnih poreza u 2018. i 2019., a u 2020. će oslabjeti.

Doprinos bruto nadnica i plaća rastu raspoloživog dohotka trebao bi se znatno povećati u 2018. potaknut snažnijim rastom plaća, ali će malo oslabjeti u preostalom dijelu projekcijskog razdoblja jer se sporiji rast zaposlenosti neće moći potpuno nadomjestiti dodatnim povećanjem rasta nominalnih plaća. Predviđa se neznatno ubrzanje rasta osobnog dohotka iz drugih izvora, što je u skladu s rastom dobiti. U uvjetima smanjenja doprinosa za socijalno osiguranje i izravnog oporezivanja doprinos neto fiskalnih transfera u 2018. i 2019. trebao bi biti manje negativan, no u 2020. će se opet pogoršati. Ukupno gledajući, očekuje se da će sastav realnog raspoloživog dohotka postati nepovoljniji za potrošnju kućanstava jer potrošnja obično nešto snažnije reagira na dodatne prihode povezane s rastom zaposlenosti nego na promjene realnih plaća.

Očekuje se da će osobna potrošnja biti jedan od ključnih pokretača rasta tijekom projekcijskog razdoblja. Povoljno pouzdanje potrošača, očekivana daljnja poboljšanja uvjeta na tržištima rada i rast realnih plaća po zaposlenom upućuju na snažan rast potrošnje u sljedećih nekoliko tromjesečja. Ipak, predviđa se da će rast osobne potrošnje u srednjoročnom razdoblju donekle zaostajati za rastom realnog raspoloživog dohotka jer će se prihodi kućanstava u sve većoj mjeri usmjeravati u štednju.

Rastu osobne potrošnje trebali bi 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, ipak pogoduju neto dužnicima u

odnosu na neto štedišu. 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 posljednje vrijeme, ponajviše 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 povećanjem stope štednje.

Okvir 1.

Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama, tečajevima i cijenama sirovina

U usporedbi s projekcijama iz ožujka 2018. tehničke pretpostavke sadržavaju slabiji tečaj eura, posebno u odnosu na američki dolar, više 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 22. svibnja 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 0,2 % u 2020. Tržišna očekivanja povezana s nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice europodručja upućuju na prosječnu razinu od 1,2 % u 2018., 1,5 % u 2019. i 1,7 % u 2020.³ U usporedbi s projekcijama iz ožujka 2018. tržišna očekivanja povezana s kratkoročnim kamatnim stopama revidirana su naniže za 10 baznih bodova za 2019. odnosno 20 baznih bodova za 2020., a dugoročne kamatne stope revidirane su naniže za oko 15 baznih bodova tijekom projekcijskog razdoblja.

Što se tiče cijena sirovina, na temelju kretanja prosječnih cijena na tržištima ročnica u dvotjednom razdoblju s krajnjim datumom 22. svibnja 2018., pretpostavlja se da će cijena sirove nafte Brent porasti sa 54,4 USD u 2017. na 74,5 USD u 2018. te se potom smanjiti na 73,5 USD u 2019. i 68,7 USD u 2020. Pretpostavka takvoga kretanja je da će, u usporedbi s projekcijama iz ožujka 2018., cijene nafte izražene u američkim dolarima u 2018. biti više za 14,6 %, u 2019. za 20,2 % i u 2020.

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.

za 17,7 %. Pretpostavlja se da će cijene sirovina bez energije izražene u američkim dolarima znatno porasti u 2018. te da će poslije njihov rast biti umjereniji.⁴

Pretpostavlja se da će bilateralni tečajevi tijekom projekcijskog razdoblja ostati nepromijenjeni na prosječnim razinama zabilježenima u dvotjednom razdoblju koje je završilo krajnjim datumom 22. svibnja 2018. To podrazumijeva prosječan tečaj američkog dolara prema euru od 1,20 u 2018. te 1,18 u 2019. i 2020., dok je u projekcijama iz ožujka 2018. predviđen tečaj američkog dolara prema euru od 1,24. Efektivni tečaj eura (u odnosu na 38 trgovinskih partnera) viši je za 0,3 % nego što je pretpostavljeno u projekcijama iz prosinca 2018.

Tehničke pretpostavke

	lipanj 2018.				ožujak 2018.			
	2017.	2018.	2019.	2020.	2017.	2018.	2019.	2020.
Tromjesečni EURIBOR (godišnji postotak)	-0,3	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,4
Prinosi na desetogodišnje državne obveznice (godišnji postotak)	1,0	1,2	1,5	1,7	1,0	1,3	1,6	1,9
Cijena nafte (u USD za barel)	54,4	74,5	73,5	68,7	54,4	65,0	61,2	58,3
Cijene sirovina bez energije, u USD (godišnja stopa promjene)	7,9	9,3	2,5	4,1	7,9	7,4	3,2	4,5
tečaj USD/EUR	1,13	1,20	1,18	1,18	1,13	1,23	1,24	1,24
Nominalni efektivni tečaj eura (EER38) (godišnja stopa promjene)	2,2	4,4	-0,1	0,0	2,2	4,5	0,1	0,0

Očekuje se daljnji rast ulaganja u stambene nekretnine, ali po stopi nižoj od one zabilježene u protekle dvije godine. Rast ulaganja u stambene nekretnine usporio se u drugoj polovici 2017. jer se građevinski sektor u nekim državama europodručja počeo suočavati sa sve većim ograničenjima na strani ponude, ponajviše s manjkom radne snage. Tijekom projekcijskog razdoblja i dalje postoje ključni uvjeti za daljnji oporavak ulaganja u stambene nekretnine, pri čemu ankete pokazuju da sve više kućanstava planira kupiti ili sagraditi stambenu nekretninu u sljedeće dvije godine ili pak početi obnovu stambenog prostora. No, bez obzira na snažnu potražnju za stambenim nekretninama, očekuje se da će na rast tih ulaganja nepovoljno djelovati sve jači učinak ograničenosti kapaciteta u građevinskom sektoru, blago zaoštrenje uvjeta financiranja te nepovoljna demografska kretanja.

Očekuje se daljnji oporavak poslovnih ulaganja tijekom projekcijskog razdoblja, ali sporijim tempom. Očekuje se da će poslovna ulaganja i dalje podupirati više čimbenika: poslovno pouzdanje i dalje je vrlo visoko zahvaljujući povoljnim proizvodnim očekivanjima i velikom broju narudžbi; iskorištenost kapaciteta i dalje je iznad svojeg dugoročnog prosjeka, a kao čimbenik ograničenja proizvodnje u sektoru prerađivačke industrije sve više se navodi manjak opreme; uvjeti financiranja trebali bi u projekcijskom razdoblju i dalje biti vrlo povoljni; te se s obzirom na izdašnost novčanih sredstava u sektoru nefinancijskih društava očekuje

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 mineralnih sirovina bez energije slijediti cijene ročnica do drugog tromjesečja 2019. i da će se potom razvijati u skladu s globalnom gospodarskom aktivnošću.

povećanje dobiti. Nadalje, zbog snažnog oporavka cijena dionica zabilježenog posljednjih godina 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) 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 okruže

Unatoč daljnjem globalnom gospodarskom rastu najnoviji podatci upućuju na blago slabljenje njegova zamaha.

Sve veći prinosi, kolebljivost na tržištima dionica te aprecijacija američkog dolara pridonijeli su blagom zaoštavanju uvjeta financiranja, a u posljednjih nekoliko tjedana zabilježen je izražen stres na financijskim tržištima zemalja s tržištima u nastajanju. Povećanje cijene nafte nepovoljno utječe na izgled gospodarstava zemalja uvoznica nafte. No, unatoč tomu, kratkoročni globalni izgledi i dalje su u suštini stabilni. Prilagodljive monetarne politike pogoduju razvijenim gospodarstvima, a osobito su Sjedinjene Američke Države imale koristi od znatnih američkih fiskalnih poticaja. Izvozno orijentirana gospodarstva potaknulo je oživljavanje globalne trgovine, dok sve više cijene sirovina podupiru zemlje izvoznice sirovina. I premda se povećala zabrinutost zbog protekcionizma, provedena povećanja carinskih tarifa (na američki uvoz čelika i aluminija) vjerojatno će imati tek omanje makroekonomske učinke, ali bi opće kretanje u smjeru većeg protekcionizma moglo nepovoljno utjecati na povjerenje ulagača. Dugoročnije gledano, ulaskom poslovnih ciklusa razvijenih gospodarstava u zrelu fazu, uz postupno slabljenje potpore monetarne i fiskalne politike, u srednjoročnom razdoblju očekuje se usporavanje aktivnosti. Smanjenje stopa rasta u Kini, koje manje ovise o poticajima politika, vjerojatno će nepovoljno utjecati na izgled. Osim toga, premda se gospodarstva zemalja izvoznica sirovina oporavljaju, još se suočavaju s potrebom fiskalne konsolidacije. Ukupno gledajući, predviđa se povećanje rasta globalne aktivnosti (bez europodručja) sa 3,8 % u 2017. na 4,0 % u 2018., a potom bi se rast usporio na 3,7 % u 2020. U usporedbi s projekcijama iz ožujka 2018. rast globalnog BDP-a u 2018. i 2019. revidiran je naniže za 0,1 postotni bod. U 2018. je to povezano sa slabijim vrijednostima za razvijena gospodarstva na početku godine, a u 2019. sa slabijim izgledima nekih zemalja s tržištem u nastajanju.

Međunarodno okruže

(godišnje stope promjene)

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

¹ izračunano kao ponderirani prosjek uvoza

² izračunano kao ponderirani prosjek uvoza trgovinskih partnera europodručja

Nakon snažna rasta u 2017. pokazatelji globalne trgovine upućuju na skromno usporavanje u prvim mjesecima ove godine. Ipak, globalnoj trgovini u kratkoročnom razdoblju trebao bi pridonijeti ciklički zamah, koji će nadjačati nepovoljne učinke viših carinskih tarifa u Sjedinjenim

Američkim Državama i Kini. Međutim, kako ciklički utjecaji budu slabjeli, očekuje se da će se globalna trgovina usporiti te da će u srednjoročnom razdoblju rasti uglavnom u skladu s gospodarskom aktivnošću. Rast inozemne potražnja europodručja trebao bi u 2018. iznositi 5,2 %, uz usporavanje na 3,7 % do 2020. U odnosu na projekcije iz ožujka 2018. rast inozemne potražnje europodručja revidiran je naviše za 0,5 postotnih bodova u 2018. zbog učinka prijenosa revizije naviše podataka za četvrto tromjesečje 2017., čime je nadomješten nešto slabiji rast globalnog uvoza početkom 2018. Rast inozemne potražnje europodručja u 2019. i 2020. revidiran je neznatno naviše, ponajviše zbog očekivanja da će se rast u nekim gospodarstvima srednje i Istočne Europe u većoj mjeri temeljiti na trgovini.

Predviđa se da će prethodna aprecijacija eura, uz usporavanje inozemne potražnje, nepovoljno utjecati na rast izvoza u države izvan europodručja.

Očekuje se da će izvoz u države izvan europodručja u sljedećim tromjesečjima rasti sporijim tempom od inozemne potražnje europodručja zbog prethodne aprecijacije eura, što upućuje na određeno daljnje smanjenje udjela na izvoznim tržištima. Pozitivna kretanja domaće potražnje i snažniji euro u sljedećim tromjesečjima trebali bi pogodovati uvozu iz država izvan europodručja. S obzirom na predviđanja o slabijem usporavanju rasta uvoza od rasta izvoza, predviđa se da će doprinosi neto trgovine gospodarskom rastu u projekcijskom razdoblju biti tek neznatno pozitivan, dok je u 2017. bio vrlo pozitivan.

Zbog sve snažnijeg utjecaja ograničene ponude radne snage u nekim državama predviđa se usporavanje rasta zaposlenosti.

Zaposlenost mjerena brojem zaposlenih u četvrtom tromjesečju 2017. povećala se za 0,3 %, a procjenjuje se da je dodatno rasla i u prvom tromjesečju ove godine. Snažan rast zaposlenosti u posljednje vrijeme rasprostranjen je po državama i ankete o budućim kretanjima upućuju na nastavak njegovog stabilnog rasta u kratkoročnom razdoblju. Ipak, predviđa se da će rast zaposlenosti izgubiti nešto od svoga zamaha jer se u 2018. očekuje postupno slabljenje utjecaja nekih povoljnih privremenih čimbenika (kao što su fiskalni poticaji u stanovitim državama europodručja), a predviđa se i sporiji rast zaposlenosti u javnom sektoru nekih država. Pretpostavlja se da će se nakon toga manjak ponude radne snage u nekim državama povećati.

Predviđa se sve slabiji rast radne snage zbog manjka ponude. Očekuje se da će radna snaga tijekom projekcijskog razdoblja, zahvaljujući neto useljavanju radnika, očekivanoj integraciji izbjeglica i daljnjem povećanju stopa udjela radne snage u ukupnom stanovništvu i dalje rasti. Ipak, predviđa se da će te pozitivne učinke tijekom projekcijskog razdoblja postupno nadjačati nepovoljni utjecaj starenja stanovništva kako broj mladih radnika koji se priključuju radnoj snazi bude nadmašivao broj starijih radnika koji iz nje izlaze te zbog nižih stopa aktivnosti starijih radnika (unatoč očekivanom blagom porastu tih stopa).

Očekuje se da će se stopa nezaposlenosti smanjiti na 7,3 % u 2020. U trećem tromjesečju 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 ostat će postojan.

Produktivnost rada u 2017. povećala se za 0,9 %. Spomenuto usporavanje rasta zaposlenosti, sve bolja iskorištenost kapitala u okolnostima smanjenja neiskorištenosti kapaciteta, veći broj odrađenih sati po osobi i stanoviti dobitci u ukupnoj faktorskoj produktivnosti upućuju na postojan rast produktivnosti po zaposlenom tijekom projekcijskog razdoblja. Međutim, očekuje se da će i dalje biti nešto niži od svoje prosječne stope iz razdoblja prije krize u visini 1,0 %.

Očekuje se da će rast realnog BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja i dalje biti veći od potencijalnog rasta.

Procjenjuje se da je potencijalna proizvodnja posljednjih godina dobila veći zamah, poduprta sve većim doprinosima kapitala 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 povećavati po nižim stopama od onih iz razdoblja 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 ožujka 2018. rast realnog BDP-a za 2018. revidiran je naniže, dok je za razdoblje od 2019. do 2020. uglavnom nepromijenjen.

Revizija naniže za 2018. povezana je uglavnom sa slabijim rastom realnog BDP-a u prvom tromjesečju od prethodno očekivanog.

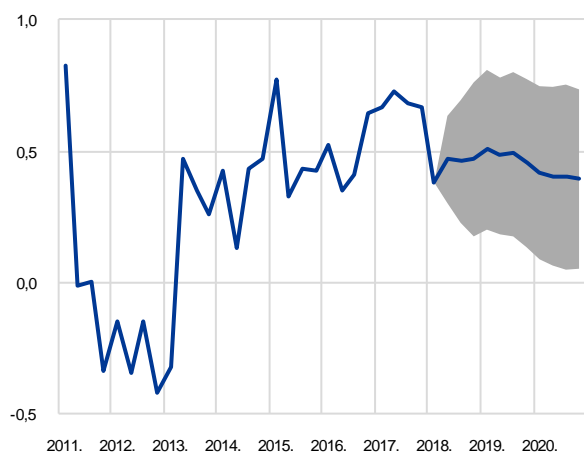
Grafikon 1.

Makroekonomske projekcije¹

(tromjesečni podatci)

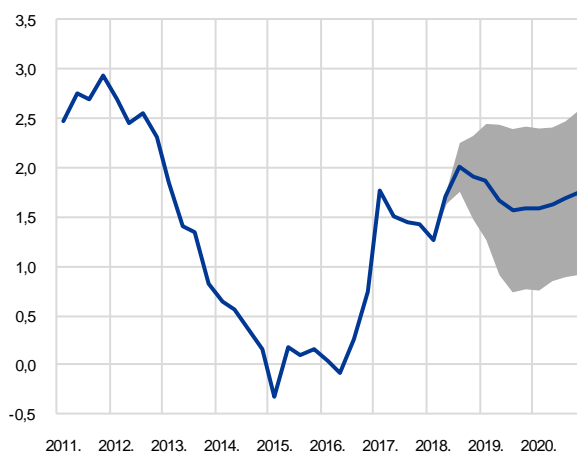
Realni BDP europodručja²

(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

Predviđa se da će inflacija mjerena HIPC-om u svakoj godini projekcijskog razdoblja ostati nepromijenjena na razini 1,7 % kako slabljenje inflacije cijena energije mjerene HIPC-om bude neutraliziralo postupno jačanje inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda. Premda se zbog nedavnog povećanja cijena nafte i nekih pozitivnih baznih učinaka sljedećih mjeseci očekuje jačanje inflacije cijena energije mjerene HIPC-om, s obzirom na negativne bazne učinke ona bi se od kraja 2018. do sredine 2019. trebala naglo smanjiti. Nakon toga se očekuje njezin negativan doprinos ukupnoj inflaciji mjerenoj HIPC-om, u skladu sa silaznom putanjom krivulje cijena nafte predviđenih ročnicama unatoč blagim pozitivnim učincima poreza na energiju. Inflacija cijena prehrambenih proizvoda mjerena HIPC-om trebala bi ostati uglavnom nepromijenjena na razini oko 2,0 % tijekom projekcijskog razdoblja. Predviđa se da će inflacija mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda rasti usporedno sa sve većim jačanjem ograničenosti na strani ponude. Naime, očekuje se da će sve nepovoljniji uvjeti na tržištu rada, uz još veća ograničenja ponude radne snage u nekim državama, utjecati na rast plaća te bi se posljedična povećanja jediničnih troškova rada, s obzirom na nepromijenjene izgleda za proizvodnost rada, barem djelomično trebala prenijeti na cijene. Dodatni pozitivni učinci inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda očekuju se i zbog vanjskih cjenovnih kretanja jer na tu komponentu inflacije neizravno utječu prethodna povećanja cijena nafte i pretpostavljena povećanja cijena sirovina bez energije. Očekuje se da će inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda postupno rasti i u 2020. dosegnuti 1,9 %.

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 rast naknada po zaposlenom sa 1,6 % u 2017. povećati na 2,7 % u 2020.⁵ Očekuje se da će rast jediničnih troškova rada ojačati u sličnoj mjeri kao rast naknada po zaposlenom 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 u europodručju jer će se ponuda sve više smanjivati, a u nekim će dijelovima europodručja doći i do izrazitih manjkova ponude radne snage. Ishod posljednjih pregovora o plaćama u nekoliko država europodručja upućuje na povoljan zamah rasta plaća u skladu sa smanjenjem neiskorištenosti gospodarskih kapaciteta. 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 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 u

⁵ 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. Budući da je smanjenje rasta naknada po zaposlenom i jediničnih troškova rada uglavnom neutraliziralo odgovarajuće povećanje profitnih marži, očekuje se da će učinak na određivanje cijena biti ograničen.

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 državama europodručja. Također bi trebale gubiti na važnosti neke mjere vlada kojima se prethodno ograničavao rast plaća.

Ne očekuju se povećani inflacijski pritisci zbog profitnih marži u projekcijom razdoblju. S obzirom na ograničenu moć poduzeća da određuju cijene, predviđena povećanja rasta jediničnih troškova rada i jediničnih neto neizravnih poreza trebala bi ograničiti dinamiku rasta profitnih marži, osobito pred kraj projekcijskog razdoblja.

Vanjski cjenovni pritisci trebali bi ostati pozitivni, ali umjereniji tijekom projekcijskog razdoblja. Deflator uvoza u 2017. snažno se povećao kao posljedica preokreta cijena nafte i drugih sirovina. No kretanje uvoznih cijena tijekom projekcijskog razdoblja trebalo bi biti umjerenije. Tome pridonosi smanjenje cijena nafte i prethodna aprecijacija eura, koja će ograničiti utjecaj rasta cijena sirovina bez nafte te postupnog jačanja temeljnih globalnih cjenovnih pritisaka povezanih sa smanjenjem globalne neiskorištenosti gospodarskih kapaciteta.

U odnosu na projekcije iz ožujka 2018. izgledi za inflaciju mjerenu HIPC-om za 2018. i 2019. revidirani su znatno naviše. Znatna revizija naviše pretpostavki o cijenama nafte u američkim dolarima i deprecijacija eura u odnosu na dolar upućuju na snažnu reviziju naviše kratkoročnih izgleda za inflaciju potrošačkih cijena energije. Inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda za 2019. i 2020. revidirana je neznatno naviše zbog pozitivnih odgođenih neizravnih učinaka cijena nafte i manjih revizija naviše rasta naknada po zaposlenom.

3. Fiskalni izgledi

Predviđa se da će karakter fiskalne politike u europodručju u 2018. biti blago ekspanzivan, dok će u 2019. i 2020. biti u prosjeku neutralan. Karakter fiskalne politike mjeri se promjenom ciklički prilagođenog primarnog salda bez državne potpore financijskom sektoru. Ekspanzivan karakter u 2018. uglavnom potiču smanjenja izravnih poreza i doprinosa za socijalno osiguranje te pretpostavka o dinamičnijem rastu državne potrošnje. Predviđa se da će karakter fiskalne politike u 2019. i 2020. biti u prosjeku neutralan zbog predviđanja 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 omjeri duga. Fiskalna projekcija uključuje postupno smanjenje manjka proračuna opće države tijekom projekcijskog razdoblja, uglavnom zahvaljujući poboljšanju cikličke sastavnice i smanjenju plaćanja kamata, uz blago pogoršanje ciklički prilagođenog primarnog salda. 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 rasta⁶ te poboljšanjem primarnog salda. U usporedbi s projekcijama iz ožujka 2018. nema većih promjena izgleda za manjak, dok je uglavnom zbog nepovoljnije razlike između kamatnih stopa i stopa rasta omjer druga i BDP-a revidiran neznatno naviše.

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 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 67 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 globalnoga gospodarskog rasta. Kada je riječ o faktorima ponude, na kretanje terminskih cijena nafte vjerojatno će utjecati činjenica da negativne učinke na cijene nafte zbog rasta proizvodnje nafte iz škriljevca u Sjedinjenim Američkim Državama djelomično neutraliziraju geopolitička napetost te sporazum između OPEC-a i nekih država proizvođača izvan OPEC-a o smanjenju proizvodnje. Kombinacija alternativnih modela kojima se stručnjaci ESB-a⁷ 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 temelji se na pretpostavci da će cijene nafte do 2020. biti za 8,8 % više od pretpostavki iz osnovnih projekcija, imalo bi neznatno nepovoljan utjecaj na rast realnog BDP-a (u 2019. i 2020. bio bi niži za 0,1 postotni bod) te bi prouzročilo brži rast inflacije mjerene HIPC-om (u 2019. bila bi viša za 0,1 postotni bod, a u 2020. za 0,2 postotna boda).

2. Alternativno kretanje tečaja

Ovom analizom osjetljivosti istražuju se utjecaji jačanja tečaja eura. Jedan je od izvora aprecijacijskog rizika snažniji gospodarski oporavak u europodručju koji nadmašuje očekivanja i dovodi do pozitivnih inflacijskih pritisaka. Taj scenarij u skladu je s distribucijom vjerojatnosti tečaja USD/EUR izvedenom iz gustoća neutralnih na rizik koje su implicirane u opcijama na dan 22. svibnja 2018., a koja snažno upućuje na aprecijaciju eura. Iz 75. percentila te distribucije proizlazi aprecijacija eura u odnosu na američki dolar na tečaj od 1,36 USD za euro u 2020., što je za 14,8 % više od pretpostavke iz osnovnih projekcija za tu godinu. Odgovarajuća pretpostavka za

⁶ Razlika se izračunava kao razlika između nominalne efektivne kamatne stope na dug i stope rasta nominalnog BDP-a.

⁷ Vidi kombinaciju četiriju modela opisanu u članku *Forecasting the price of oil*, Ekonomski bilten, br. 4, ESB, 2015.

nominalni efektivni tečaj eura odražava povijesne pravilnosti, dok promjene u tečaju USD/EUR odgovaraju promjenama efektivnog tečaja s elastičnošću tek nešto većom od 50 %. U tom scenariju prosjek rezultata više makroekonomskih modela stručnjaka upućuje na to da bi rast realnog BDP-a u 2019. mogao biti niži za 0,5 postotnih bodova, a u 2020. za 0,3 postotna boda. Inflacija mjerena HIPC-om u 2019. kao i u 2020. bila bi za 0,5 postotnih bodova niža.

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 Eurosustava jer nisu završene u isto vrijeme. Osim toga, služe se različitim (dijelom navedenim) metodama kako bi došle do pretpostavki o fiskalnim, financijskim i vanjskim varijablama, uključujući cijene nafte i drugih sirovina. Naposljetku, različite prognoze razlikuju se i po metodi kalendarske prilagodbe (vidi tablicu).

Kao što je prikazano u tablici, trenutačno dostupne projekcije drugih institucija koje se odnose na rast realnog BDP-a i inflacije mjerene HIPC-om unutar su 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		
		2018.	2019.	2020.	2018.	2019.	2020.
Projekcije stručnjaka Eurosustava	lipanj 2018.	2,1 [1,8 – 2,4]	1,9 [0,9 – 2,9]	1,7 [0,6 – 2,8]	1,7 [1,6 – 1,8]	1,7 [1,0 – 2,4]	1,7 [0,9 – 2,5]
Europska komisija	svibanj 2018.	2,3	2,0	–	1,5	1,6	–
OECD	svibanj 2018.	2,2	2,1	–	1,6	1,8	–
Euro Zone Barometer	svibanj 2018.	2,3	1,9	1,6	1,5	1,5	1,8
prognoze organizacije Consensus Economics	svibanj 2018.	2,3	1,9	1,4	1,5	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	travanj 2018.	2,4	2,0	1,6	1,5	1,6	1,7
MMF	travanj 2018.	2,4	2,0	1,7	1,5	1,6	1,8

Izvori: Gospodarske prognoze Europske komisije, proljeće 2018.; IMF World Economic Outlook, travanj 2018.; OECD Economic Outlook, svibanj 2018.; prognoze organizacije Consensus Economics, svibanj 2018.; podatak za 2020. za Consensus Economics uzet je iz ankete o dugoročnim prognozama iz travnja 2018.; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, svibanj 2018. te istraživanje ESB-a Survey of Professional Forecasters, travanj 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 2529-4717 (pdf)

Kataloški broj EU-a QB-CF-18-001-HR-N (pdf)