



prosinao 2018. Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje¹

Rast realnog BDP-a neočekivano je oslabio u trećem tromjesečju 2018., djelomično zbog privremenih proizvodnih uskih grla u automobilskoj industriji. Premda najnoviji podatci upućuju na dinamiku koja je slabija od očekivane, proizvodnja automobila oporavila se posljednjih mjeseci i temeljni čimbenici koji podupiru gospodarski rast u europodručju i dalje su uglavnom nepromijenjeni. Prema tome, očekuje se oporavak rasta u kratkoročnom razdoblju. Takvi izgledi za rast posljedica su utjecaja vrlo prilagodljive monetarne politike, sve boljih uvjeta na tržištu rada, snažnijih bilanci i određenog fiskalnog popuštanja. Rast realnog BDP-a postat će umjereniji i smanjiti se sa 1,9 % u 2018. na 1,5 % u 2021., što se uglavnom može objasniti sve većim manjkom ponude radne snage u nekim državama i malo manje povoljnim financijskim uvjetima tijekom projekcijskog razdoblja. Očekuje se da je inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) bila najviša u trećem tromjesečju 2018., kada je iznosila 2,1 %, te da će biti najniža i iznositi 1,4 % krajem 2019. prije nego što počne ponovno rasti i dosegne 1,8 % u 2021. Takvo kretanje rezultat je naglog pada inflacije cijena energije mjerene HIPC-om sa sadašnje visoke razine tijekom 2019. kako bude slabio učinak prijašnjih snažnih povećanja cijena nafte i istodobnog predviđenog rasta inflacije mjerene HIPC-om bez energije i hrane zbog kontinuiranog gospodarskog rasta i pooštrenih uvjeta na tržištu rada.

1. Realno gospodarstvo

Gospodarski rast oslabio je u trećem tromjesečju u usporedbi s prvom polovicom 2018. Usporavanje rasta realnog BDP-a sa 0,4 % u oba tromjesečja u prvoj polovici 2018. na 0,2 % u trećem tromjesečju djelomično je povezano s kašnjenjima dijela proizvođača automobila pri uvođenju globalnog usklađenog ispitnog postupka za laka vozila (WLTP), zbog čega se njihova proizvodnja znatno smanjila. To se posebno odnosi na Njemačku, u kojoj se proizvodnja automobila

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 21. studenoga 2018. (vidi Okvir 1.). Krajnji datum za uključivanje drugih informacija u projekcije bio je 28. studenoga 2018.

Makroekonomske projekcije obuhvaćaju razdoblje od 2018. do 2021. 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.

znatno smanjila, što je u velikoj mjeri pridonijelo smanjenju njemačkog realnog BDP-a u trećem tromjesečju 2018. Rast realnog BDP-a znatno se smanjio u trećem tromjesečju 2018. i u nekim drugim državama zbog usporavanja domaće potražnje.

Tablica 1.
Makroekonomske projekcije za europodručje¹

(godišnje stope promjene)

	prosinac 2018.				rujan 2018.		
	2018.	2019.	2020.	2021.	2018.	2019.	2020.
Realni BDP	1,9	1,7	1,7	1,5	2,0	1,8	1,7
	[1,8 – 2,0] ²	[1,1 – 2,3] ²	[0,8 – 2,6] ²	[0,5 – 2,5] ²	[1,8 – 2,2] ²	[1,0 – 2,6] ²	[0,6 – 2,8] ²
Osobna potrošnja	1,4	1,7	1,6	1,4	1,5	1,7	1,6
Državna potrošnja	1,1	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
Bruto investicije u fiksni kapital	3,5	3,3	2,6	2,1	4,0	3,2	2,9
Izvoz ³	2,8	3,5	3,8	3,4	3,1	3,8	3,6
Uvoz ³	2,7	4,2	4,2	3,6	3,5	4,5	3,9
Zaposlenost	1,4	0,9	0,8	0,6	1,4	0,9	0,8
Stopa nezaposlenosti (postotak radne snage)	8,2	7,8	7,5	7,1	8,3	7,8	7,4
HIPC	1,8	1,6	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7
	[1,8 – 1,8] ²	[1,1 – 2,1] ²	[0,9 – 2,5] ²	[0,9 – 2,7] ²	[1,6 – 1,8] ²	[1,1 – 2,3] ²	[0,9 – 2,5] ²
HIPC bez energije	1,3	1,5	1,7	1,8	1,3	1,6	1,8
HIPC bez energije i hrane	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
HIPC bez energije, hrane i promjena neizravnih poreza ⁴	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
Jedinični troškovi rada	1,7	1,3	1,6	1,8	1,6	1,3	1,7
Naknada po zaposlenom	2,2	2,1	2,5	2,7	2,2	2,2	2,7
Proizvodnost rada	0,5	0,8	0,9	0,9	0,6	0,9	1,0
Proračunski saldo opće države (postotak BDP-a)	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-0,5
Strukturni proračunski saldo (postotak BDP-a) ⁵	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0
Bruto dug opće države (postotak BDP-a)	84,9	83,0	80,9	79,0	84,8	82,8	80,6
Saldo tekućeg računa (postotak BDP-a)	3,0	2,7	2,6	2,5	3,2	2,8	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 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 projekcijama se pretpostavlja da je slabljenje gospodarskog rasta u trećem tromjesečju 2018. u velikoj mjeri privremeno i da će se on potom oporaviti.

Indeks PMI (engl. *Purchasing Managers Index*) skupne proizvodnje nastavio je padati u listopadu i studenome, a posljednjih mjeseci smanjili su se i pokazatelji pouzdanja Europske komisije, premda su i dalje viši od dugoročnih prosjeka, što upućuje na tek umjeren rast u četvrtom tromjesečju. Istodobno, najnoviji podatci o proizvodnji automobila u Njemačkoj upućuju na privremenost usporavanja i očekuje

se da će se sljedećih mjeseci proizvodnja automobila i dalje oporavljati te rasti prema uobičajenim razinama. Cjelokupno gledano, u projekcijama se pretpostavlja da je slabljenje u trećem tromjesečju ove godine u velikoj mjeri privremeno i da će se rast potom oporaviti. Treba napomenuti da je takvo kretanje uglavnom u skladu s informacijama koje proizlaze iz vodećih pokazatelja, npr. EuroCOIN i indeks LEI organizacije *The Conference Board*.

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, koji je zabilježen u većini država europodručja, nastavlja se potaknut još niskim, premda malo višim kamatnim stopama i povoljnim bankovnim uvjetima kreditiranja stanovništva i nefinancijskih društava. Dinamici osobne potrošnje pridonijet će i manja potreba za razduživanjem u većini sektora. Očekuje se da će fiskalno popuštanje u određenoj mjeri doprinijeti rastu u europodručju u cjelini. Na rast osobne potrošnje i ulaganja u stambene nekretnine trebali bi povoljno utjecati i stabilni uvjeti na tržištu rada te rast realnog neto bogatstva kućanstava. Istodobno će se nastaviti rast poslovnih ulaganja u uvjetima veće dobiti, visoke iskorištenosti kapaciteta i vjerojatnih ulaganja kojima se smanjuje potreba za proizvodnim radom povezanih sa sve većim manjkom radne snage. 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 utjecaja nekih povoljnih čimbenika.

U usporedbi sa stabilnim rastom svjetske trgovine zabilježenim 2017. i početkom 2018., očekuje se da će tijekom projekcijskog razdoblja povoljan utjecaj inozemne potražnje biti slabiji i da će financijski uvjeti biti malo manje povoljni. Očekuje se da će se rast zaposlenosti tijekom projekcijskog razdoblja znatno usporiti, što je uglavnom povezano sa sve snažnijim utjecajem manjka ponude radne snage u nekim državama. Rast poslovnih ulaganja trebao bi oslabjeti u okružju slabijeg rasta ukupne potražnje, pooštavanja financijskih uvjeta, prestanka fiskalnih poticaja i strukturnih promjena, poput nepovoljnih demografskih čimbenika. Na rast stambenih ulaganja nepovoljno će utjecati i demografski čimbenici.

Zbog većih fiskalnih transfera rast realnog raspoloživog dohotka u 2019. bit će snažniji, ali će u razdoblju od 2020. slabjeti.

Doprinos bruto nadnica i plaća rastu nominalnog raspoloživog dohotka trebao bi se u 2019. donekle smanjiti zbog slabijeg rasta zaposlenosti. Očekuje se da će doprinos bruto nadnica i plaća u razdoblju nakon 2019. uglavnom ostati nepromijenjen jer će rast nominalnih plaća uglavnom nadomjestiti dodatno usporavanje rasta zaposlenosti. Rast osobnog dohotka iz drugih izvora osim rada trebao bi umjerenije jačati u 2019. i potom se intenzivirati u ostatku projekcijskog razdoblja u skladu s rastom dobiti. Zbog smanjenja izravnog oporezivanja i rasta transfera kućanstvima doprinos neto fiskalnih transfera, koji je od 2010. bio negativan, trebao bi u 2019. ponovno postati pozitivan u većini velikih država europodručja. Očekuje se da će u 2020. postati uglavnom neutralan, dok će u 2021. u uvjetima manjih transfera kućanstvima i postupnog rasta izravnog

oporezivanja biti blago negativan. Cjelokupno gledano, rast realnog raspoloživog dohotka trebao bi ojačati u 2019. i oslabjeti u 2020. i 2021. istodobno s predviđenim rastom inflacije potrošačkih cijena. Osim toga, očekuje se da će njegov sastav postati nepovoljniji za potrošnju kućanstava jer će doprinos plaća raspoloživom dohotku biti veći od doprinosa zaposlenosti, a potrošnja obično malo snažnije reagira na promjene zaposlenosti.

Zamah rasta osobne potrošnje trebao bi donekle ojačati u kratkoročnom razdoblju. Procjenjuje se da je osobna potrošnja u trećem tromjesečju 2018. oslabljena znatnim uskim grlima u proizvodnji automobila zbog kojih su kasnile isporuke. Još povoljni pokazatelji pouzdanja potrošača, daljnja očekivana poboljšanja na tržištima rada i rast realnih plaća po zaposlenome upućuju na snažniji rast potrošnje u sljedećih nekoliko tromjesečja, istodobno s pozitivnim učinkom fiskalnog popuštanja u određenim državama.

Rastu osobne potrošnje trebali bi pridonijeti povoljni bankovni uvjeti kreditiranja, koje podupiru mjere monetarne politike ESB-a, te napredak postignut u razduživanju. Očekuje se da će tijekom projekcijskog horizonta doći do umjerenog rasta aktivnih kamatnih stopa banaka. Međutim, utjecaj rasta aktivnih kamatnih stopa banaka na plaćanje bruto iznosa kamata trebao bi biti ograničen zbog dugoročnog dospijea duga kućanstava i razmjerno malog udjela duga s promjenjivom kamatnom stopom u bilanci kućanstava. Usprkos povećanju, plaćanja bruto iznosa kamata trebala bi ostati na niskim razinama te i dalje podupirati osobnu potrošnju. Osim toga, očekuje se da će realno neto bogatstvo i dalje rasti, premda malo sporijom dinamikom nego u proteklim godinama. Osim napretka postignutog u razduživanju, potrošnju bi trebalo podupirati i sve veće realno neto bogatstvo, premda je bruto zaduženost kućanstva i dalje na razinama koje su jednake onima iz razdoblja prije globalne financijske krize.

Očekuje se da će stopa štednje kućanstava tijekom projekcijskog razdoblja postupno rasti prema povijesno uobičajenijim razinama. Ta normalizacija proizlazi iz sadašnje faze cikličkog rasta i promjena u sastavu rasta dohotka. Osim toga, očekuje se da će kućanstva na smanjenje izravnih poreza i privremeno povećanje javnih transfera reagirati višom stopom štednje.

Okvir 1.

Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama, tečajevima i cijenama sirovina

U usporedbi s projekcijama iz rujna 2018. tehničke pretpostavke sadržavaju slabiji efektivni tečaj eura, niže cijene nafte u američkim dolarima i malo više dugoročne kamatne stope.

Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama i cijenama sirovina temelje se na tržišnim očekivanjima s krajnjim datumom 21. studenoga 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 2019. biti $-0,3\%$, u 2020. $0,0\%$ te $0,3\%$ u 2021. Tržišna očekivanja povezana s nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice europodručja upućuju na prosječnu

razinu od 1,4 % u 2019., 1,7 % u 2020. i 1,9 % u 2021.² U usporedbi s projekcijama iz rujna 2018. tržišna očekivanja povezana s kratkoročnim kamatnim stopama revidirana su naniže za 4 bazna boda za 2019. i 2020., dok su dugoročne kamatne stope revidirane naviše za 13 baznih bodova za 2019. te za 15 baznih bodova za 2020.

U vezi s cijenama sirovina, na temelju kretanja prosječnih cijena na tržištima ročnica u dvotjednom razdoblju s krajnjim datumom 21. studenoga 2018., pretpostavlja se da će se cijena sirove nafte Brent smanjiti sa 71,8 USD u 2018. na 67,5 USD u 2019. te 65,9 USD u 2021. Pretpostavka takvog kretanja je da će, u usporedbi s projekcijama iz rujna 2018., cijene nafte izražene u američkim dolarima u 2018. biti više za 0,4 %, u 2019. niže za 5,8 % i u 2020. niže za 3,2 %. Pretpostavlja se da će cijene neenergetskih sirovina izražene u američkim dolarima biti malo niže u 2019. nego u 2018. te da će tijekom ostatka projekcijskog razdoblja ponovno rasti.³

Pretpostavlja se da će bilateralni tečajevi tijekom projekcijskog razdoblja ostati nepromijenjeni na prosječnim razinama zabilježenima u dvotjednom razdoblju koje je završilo krajnjim datumom 21. studenoga 2018. To podrazumijeva prosječan tečaj američkog dolara prema euru od 1,18 u 2018. i 1,14 u razdoblju od 2019. do 2021., što je uglavnom u skladu s projekcijama iz rujna 2018. Efektivni tečaj eura (u odnosu na 38 trgovinskih partnera) slabiji je za 0,5 % nego što je pretpostavljeno u projekcijama iz rujna 2018.

Tehničke pretpostavke

	prosinac 2018.				rujan 2018.		
	2018.	2019.	2020.	2021.	2018.	2019.	2020.
Tromjesečni EURIBOR (godišnji postotak)	-0,3	-0,3	0,0	0,3	-0,3	-0,2	0,0
Prinosi na desetogodišnje državne obveznice (godišnji postotak)	1,1	1,4	1,7	1,9	1,1	1,3	1,6
Cijena nafte (u USD za barel)	71,8	67,5	66,8	65,9	71,5	71,7	69,0
Cijene sirovina bez energije, u USD (godišnja stopa promjene)	3,0	-1,4	4,4	4,3	1,9	-2,6	4,2
tečaj USD/EUR	1,18	1,14	1,14	1,14	1,18	1,14	1,14
Nominalni efektivni tečaj eura (EER38) (godišnja stopa promjene)	5,2	0,0	0,0	0,0	5,1	0,6	0,0

Očekuje se da će se rast ulaganja u stambene nekretnine nastaviti, ali umjerenijim tempom. Čini se da je rast ulaganja u stambene nekretnine početkom 2018. dosegnuo vrhunac i u sljedećim tromjesečjima izgubio zamah. To slabljenje u odnosu na intenzivan rast tržišta stambenih nekretnina u 2016. i 2017. uglavnom je posljedica utjecaja sve većih ograničenja na strani ponude, osobito ograničenja

² Pretpostavka o nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice u europodručju temelji se na ponderiranom prosjeku prinosa desetogodišnjih referentnih obveznica država, koji je ponderiran godišnjim podacima o BDP-u i dopunjen budućim kretanjem prinosa izvedenim iz nominalnog prinosa na sve desetogodišnje obveznice u europodručju, koji je ESB izračunao, pri čemu je početna razlika između dviju serija podataka održana tijekom cijelog projekcijskog razdoblja. Pretpostavlja se da će razlike između prinosa na državne obveznice pojedinačnih 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 četvrtog tromjesečja 2019. i da će se potom razvijati u skladu s globalnom gospodarskom aktivnošću.

ponude radne snage, u nekim državama. U projekcijskom razdoblju i nadalje postoje najvažniji uvjeti za daljnje povećanje 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. Ipak, u skladu s očekivanjima o postupnom usporavanju rasta realnog raspoloživog dohotka i blagom pooštavanju uvjeta financiranja, zamah rasta ulaganja trebao bi se smanjiti. Umjereniji rast mogao bi biti prouzročen i sve jačim utjecajem ograničenosti kapaciteta u građevinskom sektoru te nepovoljnim demografskim kretanjima u nekim državama.

Očekuje se daljnji oporavak poslovnih ulaganja tijekom projekcijskog razdoblja, ali sve slabijim tempom od 2019. nadalje. Procjenjuje se da su poslovna ulaganja tijekom 2018. brzo rasla te da se njihov udio u realnom BDP-u europodručja povećao na razine iz razdoblja prije krize. Očekuje se da će, osim općenito povoljnih izgleda za potražnju, poslovna ulaganja i dalje podupirati više čimbenika: pouzdanje poduzeća još je na natprosječnim razinama zahvaljujući povoljnim očekivanjima u vezi s proizvodnjom i velikom broju narudžbi premda je malo oslabjelo u odnosu na početak 2018.; iskorištenost kapaciteta i nadalje znatno premašuje svoj dugoročni prosjek, a velik broj poduzeća u prerađivačkoj industriji navodi manjak opreme kao ograničavajući čimbenik za proizvodnju; uvjeti financiranja trebali bi ostati povoljni, ali će se tijekom projekcijskog razdoblja postupno pooštavati; dobit bi se trebala povećati s obzirom na izdašnost novčanih sredstava u sektoru nefinancijskih društava, a poduzeća bi mogla povećati ulaganja kako bi kompenzirala ograničenja na strani ponude povezana s radnom snagom. Nadalje, zahvaljujući oporavku cijena dionica, daljnjoj akumulaciji imovine i umjerenom rastu financiranja dugom, u sektoru nefinancijskih društava posljednjih godina smanjio se omjer financijske poluge premda je konsolidirana bruto zaduženost još uvijek iznad razina iz razdoblja prije krize. Postupno slabljenje zamaha poslovnih ulaganja tijekom projekcijskog razdoblja upućuje na opće usporavanje domaće i inozemne potražnje kao i na povećanja kamata na kredite sektoru nefinancijskih društava. Osim toga, očekuje se da će na ulaganja poduzeća u srednjoročnom razdoblju nepovoljno utjecati i očekivani prestanak posebnih fiskalnih poticaja te nepovoljni učinci stanovitih strukturnih promjena (kao što su nepovoljni demografski čimbenici).

Okvir 2.

Međunarodno okružje

Premda je globalna gospodarska aktivnost do sada bila otporna, javljaju se znakovi njezina usporavanja. Globalno gospodarstvo u drugom tromjesečju 2018. i dalje se razvijalo postojanim tempom te izgledi za rast u trećem tromjesečju u Sjedinjenim Američkim Državama i Ujedinjenoj Kraljevini, unatoč smanjenju proizvodnje u Japanu koje je uglavnom uzrokovano privremenim čimbenicima povezanim s prirodnim katastrofama, i dalje upućuju na otpornost gospodarske aktivnosti. Od zemalja s tržištima u nastajanju u Kini se gospodarska aktivnost održala, dok stabilizacija raspoloženja i povezana aprecijacija lire upućuju na malo manje izraženo smanjenje gospodarske aktivnosti u Turskoj od prethodno očekivanog.

Očekuje se da će globalnu gospodarsku aktivnost u kratkoročnom razdoblju podupirati ciklički zamah. Razvijenim gospodarstvima još pogoduju prilagodljive monetarne politike i znatan fiskalni poticaj u Sjedinjenim Američkim Državama. Prijašnje povećanje cijena nafte također je pridonijelo stabilizaciji ulaganja u mnogim državama izvoznicama nafte. Ipak, povećala se napetost u trgovinskim odnosima između Sjedinjenih Američkih Država i Kine te je razina neizvjesnosti povezane s budućim trgovinskim odnosima visoka, što nepovoljno utječe na globalnu gospodarsku aktivnost. Zbog zabrinutosti u vezi s globalnom trgovinom, postupne normalizacije monetarnih politika u razvijenim gospodarstvima i neizvjesnosti povezane s politikom financijski su se uvjeti tijekom ljetnih mjeseci pooštrili, osobito u nekim zemljama s tržištima u nastajanju. Premda se čini da su se globalni rizici u posljednje vrijeme stabilizirali, financijski ulagači i dalje su neskloni zemljama s tržištima u nastajanju koje imaju znatne neravnoteže, visoke potrebe za vanjskim financiranjem i ograničen prostor za promjene politika.

Dugoročnije gledano, predviđa se stabilan rast globalnoga gospodarstva. S jedne strane, to je povezano s previđenim cikličkim usporavanjem u svim razvijenim gospodarstvima i slabljenjem tempa rasta u Kini. Negativni proizvodni jazovi u većini razvijenih zemalja već su zatvoreni ili se zatvaraju, a potpora politika postupno će se smanjivati. Osim toga, iako se pretpostavlja da će se sadašnji trgovinski odnos Ujedinjene Kraljevine i Europske unije s 27 država članica održati do kraja 2020., pretpostavke o prijelazu na novi trgovinski odnos od 2021. donekle će umanjiti rast u Ujedinjenoj Kraljevini. S druge strane, globalni izgledi za gospodarsku aktivnost također upućuju na predviđeni oporavak gospodarske aktivnosti u nekoliko zemalja s tržištima u nastajanju u projekcijskom razdoblju, osobito u onima na koje su nepovoljno utjecali poremećaji na financijskim tržištima u posljednje vrijeme. Predviđa se da će rast globalne gospodarske aktivnosti (bez europodručja) u 2018. iznositi 3,8 % te se potom smanjiti na razinu od 3,6 % u 2021.

U usporedbi s projekcijama iz rujna 2018. izgledi za rast globalnog BDP-a revidirani su naniže. Revizije naniže povezane su sa slabijim izgledima za zemlje s tržištima u nastajanju, dok izgledi za gospodarsku aktivnost razvijenih gospodarstava ostaju uglavnom nepromijenjeni.

Međunarodno okružje

(godišnje stope promjene)

	prosinac 2018.				rujan 2018.		
	2018.	2019.	2020.	2021.	2018.	2019.	2020.
Svjetski realni BDP (bez europodručja)	3,8	3,5	3,6	3,6	3,9	3,7	3,7
Globalna trgovina (bez europodručja) ¹	5,1	3,5	3,6	3,6	4,6	3,9	3,8
Inozemna potražnja europodručja ²	4,3	3,1	3,5	3,4	4,1	3,6	3,6

¹ izračunano kao ponderirani prosjek uvoza

² izračunano kao ponderirani prosjek uvoza trgovinskih partnera europodručja

U 2019. se predviđa usporavanje zamaha globalne trgovine kako globalni gospodarski ciklus bude ulazio u zrelu fazu i nove carine počnu nepovoljno utjecati na trgovinu, osobito u Sjedinjenim Američkim Državama i Kini. Trgovinske projekcije tijekom srednjoročnog razdoblja temelje se na mišljenju da će rast globalnog uvoza uglavnom biti u skladu s globalnom gospodarskom aktivnošću. Očekuje se da će inozemna potražnja europodručja u 2018. porasti za 4,3 %, uz usporavanje njezina rasta na 3,4 % do 2021. U usporedbi s projekcijama iz rujna 2018. inozemna potražnja europodručja revidirana je naviše za 2018. zbog snažnijeg zamaha zabilježenog u prvoj polovici 2018. Revizije naniže za 2019. i 2020. dijelom su posljedica

mehaničkog utjecaja viših bilateralnih carina u Sjedinjenim Američkim Državama i Kini te, u manjoj mjeri, malo slabije globalne gospodarske aktivnosti.

Izvoz u države izvan europodručja trebao bi nadmašiti inozemnu potražnju u kratkoročnom razdoblju i nakon toga rasti u skladu s njom. Očekuje se da će izvoz u države izvan europodručja tijekom 2019. rasti malo brže od inozemne potražnje, što upućuje na određena kratkoročna povećanja udjela na tržištu zahvaljujući poboljšanju cjenovne konkurentnosti u državama europodručja (u uvjetima sporijeg rasta izvoznih cijena u odnosu na konkurenciju). U srednjoročnom razdoblju izvoz u države izvan europodručja trebao bi rasti u skladu s inozemnom potražnjom. Očekuje se da će pozitivna kretanja potražnje i snažniji euro u sljedećim tromjesečjima pogodovati uvozu iz država izvan europodručja. Doprinosi neto trgovine gospodarskom rastu, koji je u 2018. bio blago pozitivan, u projekcijskom bi razdoblju trebao biti uglavnom neutralan.

Predviđa se smanjenje rasta zaposlenosti s obzirom na usporavanje gospodarske aktivnosti i sve snažnija ograničenja koja se očekuju zbog manjka radne snage u nekim državama. Nakon tromjesečnih stopa rasta od 0,4 % u prvoj polovici godine rast broja zaposlenih usporio se u trećem tromjesečju 2018. kao posljedica usporavanja gospodarske aktivnosti od početka 2018. Ankete o budućim kretanjima upućuju na daljnji kratkoročni rast zaposlenosti, ali na njega će u 2019. nepovoljno utjecati smanjenja zaposlenosti u javnom sektoru, očekivano uvođenje programa prijevremenog umirovljenja i otpuštanja koja se očekuju nakon povećanja minimalnih plaća u nekim državama. U osnovi se predviđa da će rast zaposlenosti tijekom projekcijskog razdoblja donekle izgubiti zamah, uglavnom u skladu s usporavanjem gospodarske aktivnosti.

U projekcijskom razdoblju predviđa se rast radne snage, ali umjerenijim tempom. To je povezano s predviđenim neto useljavanjem radnika, očekivanom integracijom izbjeglica i kontinuiranim povećanjem stopa udjela radne snage u ukupnom stanovništvu. Međutim, predviđa se da će utjecaj tih čimbenika tijekom projekcijskog razdoblja postupno slabjeti i očekuje se jačanje nepovoljnog utjecaja 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 stopa nezaposlenosti u 2021. smanjiti na 7,1 %. U trećem tromjesečju 2018. stopa nezaposlenosti smanjila se na 8,1 %, što je njezina najniža razina zabilježena od kraja 2008. Predviđa se da će se broj nezaposlenih u sljedećem razdoblju i dalje znatno smanjivati i približiti svojoj najnižoj razini iz razdoblja prije krize.

U skladu s cikličkim kretanjem produktivnosti rada predviđa se njezin oporavak tijekom projekcijskog razdoblja. Nakon snažnog zamaha u 2017. Rast produktivnosti rada ostao je na istim tromjesečnim razinama u prva tri tromjesečja 2018. zbog neočekivanog slabljenja gospodarske aktivnosti. U sljedećem razdoblju spomenuto usporavanje rasta zaposlenosti, sve bolja iskorištenost kapitala u okolnostima smanjenja neiskorištenosti gospodarskih kapaciteta, veći broj odrađenih

sati po osobi i određeni rast ukupne faktorske produktivnosti upućuju na povećanje rasta produktivnosti tijekom projekcijskog razdoblja, premda će njegova stopa biti malo niža od prosječno 1,0 % iz razdoblja prije krize.

U usporedbi s projekcijama iz rujna 2018. rast realnog BDP-a u 2018. i 2019. revidiran je neznatno naniže. To je posljedica slabijih ostvarenja u trećem tromjesečju 2018. i povezanog nižeg prijenosa u 2019. Istodobno se očekuje da će te učinke u 2019. i u 2020., dok na rast gospodarske aktivnosti budu nepovoljno utjecale malo više dugoročne aktivne kamatne stope, niže cijene dionica i slabiji rast inozemne potražnje, uglavnom neutralizirati pozitivan utjecaj nižih cijena nafte, slabiji efektivni tečaj eura i određeno dodatno fiskalno popuštanje.

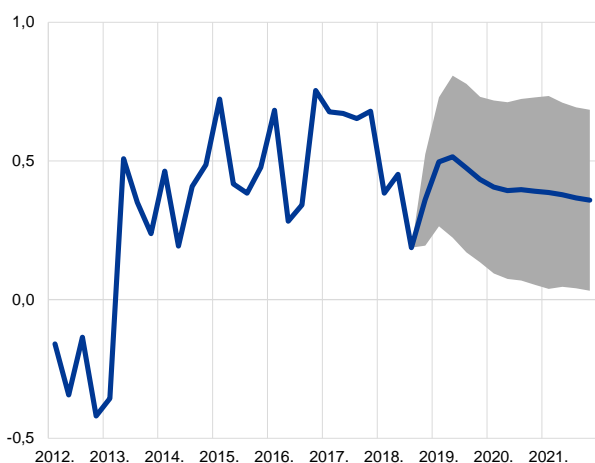
Grafikon 1.

Makroekonomske projekcije¹

(tromjesečni podatci)

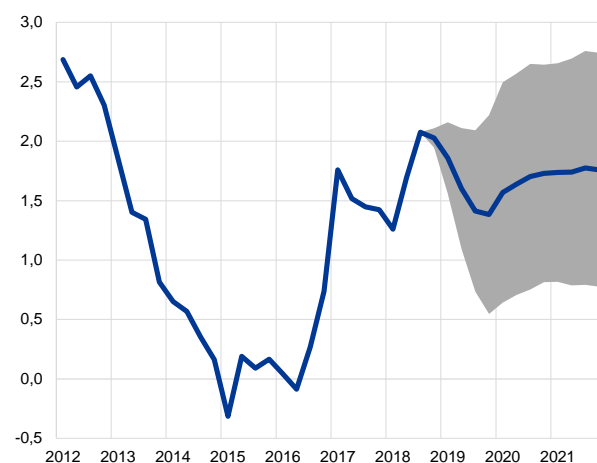
Realni BDP europodručja²

(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 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>

² kalendarski prilagođeni podatci

2. Cijene i troškovi

Očekuje se da će inflacija mjerena HIPC-om u trećem tromjesečju 2018. dosegnuti vrhunac te da će se do kraja 2019. smanjivati prije postupnog jačanja do kraja projekcijskog razdoblja. Trenutačne visoke stope energetske

sastavnice inflacije mjerene HIPC-om, povezane s prijašnjim snažnim povećanjem cijena nafte, tijekom projekcijskog razdoblja trebale bi se znatno smanjiti s obzirom na blago silaznu krivulju cijena nafte predviđenih ročnicama. Predviđa se da će inflacija cijena hrane mjerena HIPC-om u projekcijskom razdoblju biti uglavnom nepromijenjena te iznositi u prosjeku 1,9 %. Temeljni cjenovni pritisci trebali bi postupno jačati u uvjetima poboljšane cikličke pozicije gospodarstva i povezanog povećanja rasta plaća. Osobito se očekuje da će rast plaća potaknuti sve veća ograničenja ponude radne snage u nekim državama. Očekuje se da će dodatni

pritisak na rast temeljne inflacije, među ostalim čimbenicima, prouzročiti i vanjska cjenovna kretanja s obzirom na to da prijašnja povećanja cijena nafte neizravno utječu na inflaciju mjerenu HIPC-om bez energije i hrane. Sveukupno gledajući, očekuje se da će inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane rasti i u 2021. dosegnuti 1,8 %.

Tijekom projekcijskog razdoblja predviđa se znatno povećanje rasta plaća kako se ponuda na tržištima rada bude smanjivala i kako bude slabio utjecaj čimbenika koji su proteklih nekoliko godina negativno utjecali na taj rast u nekim državama. Predviđa se da će se rast naknada po zaposlenom znatnije povećati sa 2,2 % u 2018. na 2,7 % u 2021.⁴ Glavni je pokretač povećanja rasta plaća predviđeno daljnje poboljšanje uvjeta na tržištu rada u europodručju jer će se ponuda na tržištu rada sve više smanjivati, a u nekim će dijelovima europodručja doći i do izrazitih manjkova ponude radne snage. U skladu s cikličkom pozicijom gospodarstva očekuje se da će jačanje rasta naknade po zaposlenom podupirati snažniji rast dogovorenih plaća. Osim cikličkog zamaha, može se očekivati da će i nedavno znatno povećanje ukupne inflacije pridonijeti povećanju rasta plaća u državama europodručja u kojima se u postupku određivanja plaća uzimaju u obzir elementi indeksacije i drugi elementi u vezi s proteklom razdobljima. 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. Osim toga, neke mjere vlada kojima se prethodno ograničavao rast plaća trebale bi postati manje važne te su neke države uvele povećanja minimalnih plaća koje bi se moglo prenijeti na distribuciju plaća.

Predviđa se povoljnije kretanje profitnih marži tijekom projekcijskog razdoblja u odnosu na 2018. Slabiji rast profitnih marži u 2018. posljedica je osobito nedavnog pogoršanja trgovinskih uvjeta, ali i stanovitog slabljenja cikličkog zamaha. Povoljniji izgledi za profitne marže u razdoblju nakon 2018. povezani su s očekivanim pozitivnim kretanjima moći poduzeća da određuju cijene.

Vanjski cjenovni pritisci trebali bi ostati pozitivni, ali bi se trebali blago smanjiti tijekom projekcijskog razdoblja. Predviđa se da će deflator uvoza nakon 2018. rasti po umjerenijoj godišnjoj stopi zbog nepovoljnog djelovanja blagog snižavanja cijena nafte na koje upućuju pretpostavke, dok se pretpostavlja da će cijene sirovina bez nafte i temeljni globalni cjenovni pritisci tijekom projekcijskog razdoblja rasti.

U usporedbi s projekcijama iz rujna 2018. projekcija inflacije mjerene HIPC-om za 2019. revidirana je naniže. Predviđeno kretanje inflacije mjerene HIPC-om bez energije i hrane neznatno je niže zbog malo slabijih izgleda za rast i plaće. Kada je

⁴ Privremeno usporavanje rasta naknade po zaposlenom u 2019. posljedica je provedbe konverzije potraživanja na osnovi poreza (fr. *Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – CICE*), kao fiskalne mjere u Francuskoj, u trajno smanjenje doprinosa poslodavaca za socijalno osiguranje. Budući da je smanjenje rasta naknade po zaposlenom i jediničnih troškova rada uglavnom neutraliziralo odgovarajuće povećanje profitnih marži, očekuje se da će njegov utjecaj na određivanje cijena biti ograničen.

riječ o ukupnoj inflaciji mjerenoj HIPC-om, za 2019. je osim rasta inflacije mjerene HIPC-om bez energije i hrane, naniže revidirana i sastavnica energije. Međutim, revizija naviše sastavnice energije za 2020. neutralizira reviziju naniže rasta inflacije mjerene HIPC-om bez energije i hrane. Revizije sastavnice energije uglavnom prate promjene pretpostavki povezanih s cijenom nafte koje su revidirane naniže u kratkoročnom razdoblju, ali u odnosu na prethodne projekcije imaju blažu silaznu putanju.

3. Fiskalni izgledi

Predviđa se da će fiskalne politike u europodručju u 2018. biti uglavnom neutralne, malo blaže u 2019. i zatim ponovno neutralne u 2021. Stajalište fiskalne politike mjeri se promjenom ciklički prilagođenog primarnog salda bez državne potpore financijskom sektoru. U 2019. glavni će doprinos popuštanju fiskalne politike potjecati od sniženja izravnih poreza i doprinosa za socijalno osiguranje kao i od viših transfera u nekim državama. Popuštanju će u 2020., premda ne u onolikoj mjeri kao u 2019., pridonijeti daljnja sniženja izravnih poreza i doprinosa za socijalno osiguranje te još uvijek snažan rast potrošnje u nekim državama.

Nakon poboljšanja u 2018. predviđa se da će se proračunski saldo europodručja u razdoblju od 2019. do 2021. donekle pogoršati, dok će se omjer duga i BDP-a i dalje smanjivati. Do povećanja manjka proračuna opće države došlo je zbog pogoršanja ciklički prilagođenog primarnog salda. Djelomično ga nadomješta neznan pad kamatnih rashoda, koji proizlazi iz zamjene starog, skupog duga novim dužničkim izdanjima s nižim kamatnim stopama, dok je ciklička sastavnica i dalje uglavnom nepromijenjena. Smanjenje omjera državnog duga i BDP-a podupiru pozitivna primarna salda i povoljna razlika između kamatnih stopa i stopa rasta. U usporedbi s projekcijama iz rujna 2018. izgledi za manjak pogoršali su se zbog nepovoljnijeg primarnog salda, dok je omjer duga i BDP-a revidiran neznatno naviše zahvaljujući nižim primarnim saldima i reviziji naviše povijesnih podataka.

Okvir 3.

Analiza osjetljivosti

Projekcije se uvelike oslanjaju na tehničke pretpostavke povezane s kretanjem određenih ključnih varijabli. Budući da neke od tih varijabli mogu imati velik utjecaj na projekcije za europodručje, ispitivanje osjetljivosti projekcija u odnosu na alternativna kretanja 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

Ova analiza osjetljivosti ima za cilj procijeniti implikacije alternativnog kretanja 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 krajem 2021. iznositi približno 66 USD po barelu. Analiziraju se dvije alternative kretanja cijena nafte. Prvo se kretanje temelji na donjem 25. percentilu distribucije vjerojatnosti cijene nafte izvedene iz gustoća koje su implicirane u opcijama na dan 21. studenoga 2018. Ono podrazumijeva postupno smanjenje cijene nafte na 48,8 USD po barelu u 2021., što je 25,9 % niže od pretpostavke iz osnovne projekcije za tu godinu. Izračunom prosjeka rezultata više makroekonomskih modela stručnjaka takvo bi kretanje donekle pozitivno utjecalo na rast realnog BDP-a, dok bi inflacija mjerena HIPC-om bila za 0,5 postotnih bodova niža u 2019., za 0,4 postotna boda u 2020. i za 0,2 postotna boda u 2021. Drugo se kretanje temelji se na gornjem 75. percentilu iste distribucije vjerojatnosti i podrazumijeva povećanje cijene nafte na oko 83 USD po barelu u 2021., što je za 25,9 % više od pretpostavke iz osnovne projekcije za tu godinu. Takvo kretanje uključivalo bi brži rast inflacije mjerene HIPC-om, koja bi bila viša za 0,5 postotnih bodova u 2019., za 0,4 postotna boda u 2020. i za 0,2 postotna boda u 2021., dok bi rast realnog BDP-a u razdoblju od 2019. do 2021. bio malo niži.

2. Alternativno kretanje tečaja

Ovom analizom osjetljivosti istražuju se učinci jačanja tečaja eura. 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. studenoga 2018., a koja snažno upućuje na aprecijaciju eura. Iz 75. percentila te distribucije proizlazi aprecijacija eura u odnosu na američki dolar na tečaj od 1,34 USD za euro u 2021., što je za 18,5 % 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 malo višom od 50 %. U tom scenariju prosjek rezultata više makroekonomskih modela stručnjaka upućuje na to da bi rast realnog BDP-a mogao biti niži za 0,3 postotna boda u 2019., za 0,6 postotnih bodova u 2020. i u 2021. za 0,2 postotna boda. Inflacija mjerena HIPC-om bila bi za 0,3 postotna boda niža u 2019. te za 0,6 – 0,7 postotnih bodova niža u 2020. i 2021.

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, u njima se upotrebljavaju različite (dijelom navedene) metode kako bi se stvorile pretpostavke o fiskalnim, financijskim i vanjskim varijablama, uključujući cijene nafte i drugih primarnih sirovina. Naposljetku, različite prognoze razlikuju se i po metodi kalendarske prilagodbe (vidi tablicu).

Kao što je prikazano u tablici, trenutačno dostupne projekcije drugih institucija koje se odnose na rast realnog BDP-a i inflacije mjerene HIPC-om uglavnom su unutar raspona projekcija stručnjaka Eurosustava (u tablici u zagradama).

Usporedba prognoza za rast realnog BDP-a i inflaciju mjerenu HIPC-om za europodručje

(godišnje stope promjene)

	Datum objave	Rast BDP-a				Inflacija mjerena HIPC-om			
		2018.	2019.	2020.	2021.	2018.	2019.	2020.	2021.
Projekcije stručnjaka Eurosustava	prosinac 2018.	1,9	1,7	1,7	1,5	1,8	1,6	1,7	1,8
		[1,8 – 2,0]	[1,1 – 2,3]	[0,8 – 2,6]	[0,5 – 2,5]	[1,8 – 1,8]	[1,1 – 2,1]	[0,9 – 2,5]	[0,9 – 2,7]
Europska komisija	studeni 2018.	2,1	1,9	1,7	–	1,8	1,8	1,6	–
OECD	studeni 2018.	1,9	1,8	1,6	–	1,8	1,9	1,9	–
Euro Zone Barometer	studeni 2018.	2,0	1,7	1,6	1,4	1,8	1,7	1,7	1,7
Prognoze organizacije Consensus Economics	studeni 2018.	2,0	1,7	1,4	1,4	1,8	1,7	1,7	1,8
Istraživanje Survey of Professional Forecasters	listopad 2018.	2,0	1,8	1,6	–	1,7	1,7	1,7	–
MMF	listopad 2018.	2,0	1,9	1,7	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9

Izvori: Gospodarske prognoze Europske komisije, jesen 2018.; IMF World Economic Outlook, listopad 2018.; OECD Economic Outlook, studeni 2018.; Consensus Economics Forecasts, studeni 2018.; podatci za 2020. i 2021. za Consensus Economics preuzeti su iz istraživanja o dugoročnim prognozama u listopadu 2018.; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, studeni 2018.; podatci za 2020. i 2021. za Euro Zone Barometer preuzeti su iz istraživanja o dugoročnim prognozama u listopadu 2018.; i istraživanje ESB-a Survey of Professional Forecasters, listopad 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 2529-4717 (pdf)

kataloški broj EU-a QB-CF-18-002-HR-N (pdf)