



Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, ožujak 2017.¹

Gospodarski oporavak u europodručju trebao bi se dodatno stabilizirati, i to malo brže nego što se očekivalo. Oporavak bi se trebao održati tijekom projekcijskog razdoblja zahvaljujući očekivanom globalnom oporavku i otpornosti domaće potražnje, poduprtim vrlo prilagodljivom monetarnom politikom, napretku postignutom u razduživanju u svim sektorima i kontinuiranom poboljšanju uvjeta na tržištu rada.

Očekuje se da će prosječna stopa inflacije mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) zbog nedavnog povećanja cijena nafte ove godine iznositi 1,7 %. Međutim, temeljni inflacijski pritisci trebali bi tek postupno rasti tijekom projekcijskog razdoblja.

1. Realno gospodarstvo

Kratkoročni pokazatelji upućuju na kontinuirani snažni rast u kratkoročnom razdoblju. Realni BDP porastao je za 0,4 % u četvrtom tromjesečju 2016. Oporavak se širi, kako po sektorima tako i po državama europodručja. Posljednjih su se mjeseci uvjeti na tržištu rada i dalje poboljšavali, a stope nezaposlenosti smanjile su se malo više nego što se očekivalo. Dok su se pokazatelji neizvjesnosti povezane s ekonomskom politikom povećali, pokazatelji financijske i gospodarske neizvjesnosti i dalje su bili niski (vidi Okvir 1.). Osim toga, nastavio se rast povjerenja, što upućuje na snažan gospodarski rast u prvoj polovici 2017.

Realni BDP bi u projekcijskom razdoblju trebao rasti sljedećim stopama: 1,8 % u 2017., 1,7 % u 2018. i 1,6 % u 2019. Od sredine 2013. godine glavni je oslonac oporavka domaća potražnja, uključujući snažnu osobnu potrošnju i pozitivan doprinos ulaganja. Domaću potražnju bi tijekom projekcijskog razdoblja i dalje trebalo podupirati više povoljnih činitelja poduprtih vrlo prilagodljivom monetarnom politikom ESB-a. Očekuje se da će tijekom projekcijskog razdoblja porasti i izvoz

¹ Upravno vijeće služi se ovim makroekonomskim projekcijama koje su izradili stručnjaci ESB-a pri ocjeni gospodarskih kretanja i rizika za stabilnost cijena. Upravno vijeće ne potvrđuje makroekonomske projekcije koje su izradili stručnjaci ESB-a ili stručnjaci Eurosustava i one nisu nužno odraz stajališta Upravnog vijeća o izgledima za europodručje. Više informacija o upotrijebljenim postupcima i tehnikama možete pronaći u dokumentu *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, ESB, srpanj 2016., koji je dostupan na mrežnim stranicama ESB-a. Krajnji datum za tehničke pretpostavke, na primjer one povezane s cijenama nafte i tečajevima, bio je 14. veljače 2017. (vidi Okvir 2.). Krajnji datum za uključivanje drugih informacija u ove projekcije bio je 20. veljače 2017., no iznimno su uključeni i tromjesečni nacionalni računi za Njemačku objavljeni 23. veljače. Ove makroekonomske projekcije obuhvaćaju razdoblje od 2016. do 2019. godine. Projekcije za tako dugo razdoblje vrlo su neizvjesne, što treba imati na umu pri njihovu tumačenju. Vidi članak „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections” u Mjesečnom biltenu ESB-a iz svibnja 2013.

europodručja, čemu će pridonijeti očekivani oporavak globalne trgovine i prethodno slabljenje tečaja eura.

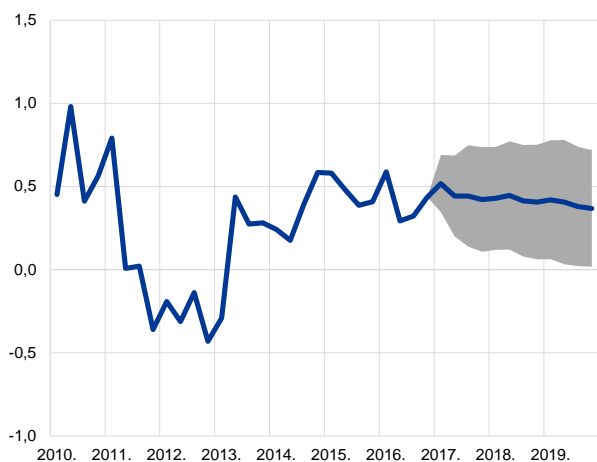
Grafikon 1.

Makroekonomske projekcije¹⁾

(tromjesečni podatci)

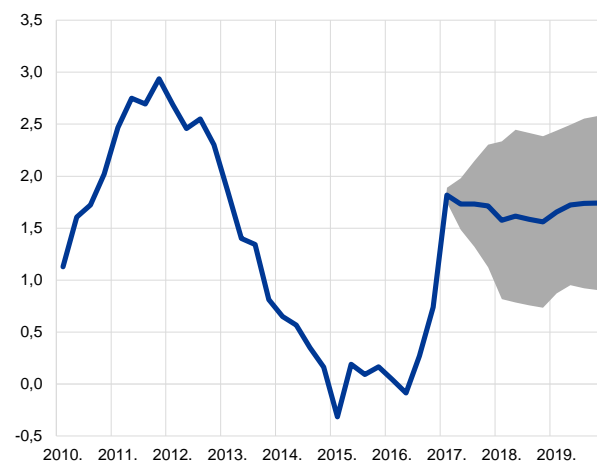
Realni BDP europodručja²⁾

(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

Okvir 1.

Važnost neizvjesnosti povezane s ekonomskom politikom za gospodarske izgleda europodručja

Posljednjih mjeseci naglo je porasla mjera neizvjesnosti povezane s ekonomskom politikom.²

Povećanje je vjerojatno povezano s ishodom referenduma o izlasku iz Europske unije u Ujedinjenoj Kraljevini i ishodom izbora u SAD-u. U ovom trenutku taj bi pokazatelj mogao također biti odraz neizvjesnosti povezane s budućim izborima u nekoliko država europodručja. U Okviru se govori o pokazatelju neizvjesnosti povezane s ekonomskom politikom (engl. *economic policy uncertainty*, EPU). O njemu se govori i u odnosu na druge mjere neizvjesnosti te se zaključuje da je njegova važnost za gospodarske izgleda trenutačno vjerojatno prilično ograničena.

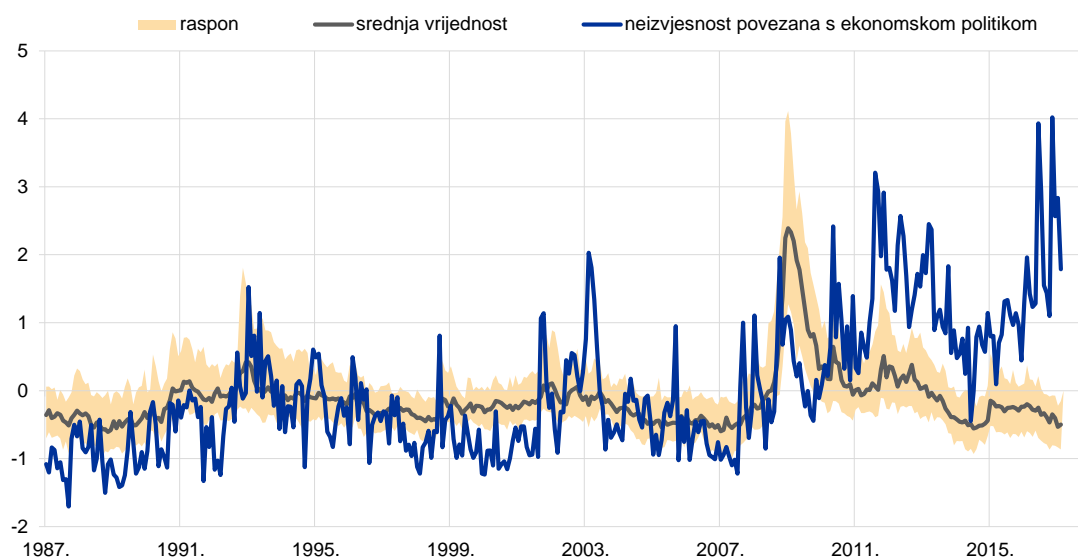
U pravilu bi povećana neizvjesnost povezana s ekonomskom politikom mogla imati nepovoljan utjecaj na gospodarsku aktivnost jer bi mogla navesti poduzeća da odgode ulaganje ili ponište odluke o ulaganju dok se neizvjesnost ne smanji. Slično tomu, neizvjesnost bi mogla nepovoljno utjecati na odluke kućanstava o velikim kupovinama. Nadalje,

² Pokazatelj neizvjesnosti povezane s ekonomskom politikom mjera je učestalosti pojavljivanja članka koji sadržavaju riječi „neizvjestan” ili „neizvjesnost” i „ekonomski” ili „ekonomija” te jedne od više riječi povezanih s politikom, npr. „deficit” ili „propisi” u vodećim novinama. Za više pojedinosti vidi Baker, S., Bloom, N. i Davis, S., „Measuring economic policy uncertainty”, *NBER Working Paper Series*, br. 21633, listopad 2015.

velika bi neizvjesnost mogla navesti kućanstva da povećaju ušteđevinu zbog opreza. Naposljetku, neizvjesnost bi mogla nepovoljno utjecati na gospodarsku aktivnost zbog viših troškova financiranja povezanih s višim premijama za rizik i mogla bi smanjiti poticaj bankama da odobravaju kredite kućanstvima i poduzećima.³

Odabrane mjere neizvjesnosti u europodručju

(standardna devijacija u odnosu na aritmetičku sredinu)



Izvori: Baker/Bloom/Davis; Consensus Economics; Eurostat; Europska komisija; ESB i izračuni ESB-a.

Napomene: sivom bojom označene su recesije u europodručju koje je utvrdio CEPR. Raspon obuhvaća niz od 25. do 75. percentila oko 130 pokazatelja neizvjesnosti (financijska, prognostička, ekonomska neizvjesnost i neizvjesnost povezana s politikom) koji se procjenjuju za europodručje.

Međutim, usprkos nedavnom porastu neizvjesnosti povezane s ekonomskom politikom čini se da su najnovija gospodarska kretanja u europodručju postala robusnija. Gospodarski oporavak u europodručju šire je rasprostranjen u odnosu na prijašnje oporavke⁴, a temelji se prije svega na domaćoj potražnji, zbog čega je manje osjetljiv na inozemne šokove. Osim toga, svi institucionalni sektori trenutačno su snažniji nego što su bili u razdoblju prije krize jer su se omjeri financijske poluge snizili na održivije razine. Povjerenje među kućanstvima i poduzećima i dalje je na vrlo visokim razinama i čini se da u cijene na financijskim tržištima nisu uračunani znatni rizici nastanka izvanrednih događaja (engl. *tail risks*).

Doista, trenutačno postoji znatan jaz između povećane neizvjesnosti povezane s ekonomskom politikom i prilično niskih razina drugih pokazatelja gospodarske i financijske neizvjesnosti. Grafikon prikazuje srednju vrijednost oko 130 mjera neizvjesnosti procijenjenih za europodručje, niz od 25. do 75. percentila tih mjera i mjere neizvjesnosti povezane s ekonomskom politikom.⁵ Srednja vrijednost svih mjera bolje od pojedinačnih mjera neizvjesnosti prikazuje različite dimenzije neizvjesnosti, dok niz od 25. do 75. percentila prikazuje neizvjesnost povezanu s tim

³ Za raspravu o različitim transmisijskim kanalima neizvjesnosti vidi Bloom, N., „Fluctuations in uncertainty”, *Journal of Economic Perspectives*, sv. 28, br. 2, 2014., str. 153–176.

⁴ Vidi Okvir 1. pod naslovom „Economic growth in the euro area is broadening”, *Ekonomski bilten*, br. 1, ESB, 2017.

⁵ Za pregled vidi članak „The impact of uncertainty on activity in the euro area”, *Ekonomski bilten*, br. 8, ESB, 2016. Vidi također Haddow, A., Hare, C., Hooley, J. i Shakir, T., „Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?”, *Quarterly Bulletin*, drugo tromjesečje, Bank of England, 2013.

mjerama neizvjesnosti i isključuje netipične vrijednosti. Vidi se da srednja vrijednost i niz od 25. do 75. percentila mjera neizvjesnosti za europodručje trenutačno upućuju na nisku neizvjesnost. Za razliku od toga, mjera neizvjesnosti povezane s ekonomskom politikom trenutačno je netipična vrijednost, i to u najvećoj mjeri u posljednjih šest godina.

Moguće je da pokazatelj neizvjesnosti povezane s ekonomskom politikom nije pouzdan signal povećane trenutačne neizvjesnosti. Prvo, iz pokazatelja neizvjesnosti povezane s ekonomskom politikom ne vidi se razlika između neizvjesnosti povezane s domaćim politikama i one povezane s inozemnim politikama. Prema tome, u mjeri u kojoj poduzeća i potrošači razlikuju domaće od inozemnih izvora neizvjesnosti i usredotočeni su uglavnom na domaće izvore neizvjesnosti, moguće je objasniti relativno slabu korelaciju pokazatelja neizvjesnosti povezane s ekonomskom politikom i drugih mjera neizvjesnosti, kao i njegovu ograničenu empirijsku važnost za predviđanje gospodarskih trendova u europodručju. Drugo, pokazatelj neizvjesnosti povezane s ekonomskom politikom temelji se na člancima iz samo dviju vodećih novina po državi i moguće je da tako mali uzorak nije reprezentativan za percepcije šire javnosti. Treće, pokazatelj neizvjesnosti povezane s ekonomskom politikom mnogo je kolebljiviji pokazatelj neizvjesnosti od drugih mjera i često ima najviše vrijednosti u razdobljima u kojima su drugi pokazatelji i dalje umjereni ili u kojima se čini da nema utjecaja na gospodarsku aktivnost. Stoga je uputno oprezno primjenjivati taj pokazatelj u projiciranju gospodarskih kretanja.⁶

Očekuje se da će rast osobne potrošnje i dalje biti robustan tijekom projekcijskog razdoblja. Posljednjih je mjeseci pouzdanje potrošača i dalje bilo na visokim razinama u uvjetima boljih općih gospodarskih očekivanja i povoljnijih individualnih financijskih očekivanja. Uzimajući također u obzir sve bolje uvjete na tržištu rada, osobna potrošnja kratkoročno bi i dalje trebala rasti.

Rast nominalnog raspoloživog dohotka i dalje je robustan. Predviđa se da će se tijekom projekcijskog razdoblja doprinos bruto nadnica i plaća nominalnom raspoloživom dohotku povećavati.

Povoljni bankovni uvjeti kreditiranja, na koje povoljno djeluju mjere monetarne politike ESB-a, trebali bi poduprijeti rast osobne potrošnje. Premda niske kamatne stope utječu i na zaradu od kamata i na plaćanje kamata kućanstava, sredstva se od neto štediša uglavnom preraspodjeljuju neto dužnicima. S obzirom na to da neto dužnici obično imaju višu graničnu sklonost potrošnji, ta bi preraspodjela trebala dodatno poduprijeti agregatnu osobnu potrošnju. Osim toga, potrošnju bi trebali poduprijeti i napredak postignut u razduživanju i predviđeni rast neto vrijednosti kućanstava zbog daljnjeg povećanja cijena stambenih nekretnina.

Međutim, više cijene nafte nepovoljno utječu na realni raspoloživi dohodak, premda se očekuje da će izgladivanje potrošnje djelomično neutralizirati utjecaj na potrošnju. Stopa štednje rasla je od sredine 2015. do sredine 2016. jer su kućanstva uštedjela dio stečenog izvanrednog dohotka povezanoga s cijenama

⁶ Vidi također Forbes, K., „Uncertainty about uncertainty”, govor održan na konferenciji u organizaciji banke J.P. Morgan Cazenove *Best of British*, London, 23. studenoga 2016., koji sadržava slične zaključke za Ujedinjenu Kraljevinu.

nafta. Procjenjuje se da je slabljenje tog prolaznog učinka počelo u drugoj polovici 2016. i očekuje se da će se nastaviti tijekom 2017., ubrzano nedavnim povećanjem cijena nafte. Stopa štednje bi nakon toga trebala stagnirati do kraja projekcijskog razdoblja jer će pritiske na njezino smanjenje prouzročene sve manjom nezaposlenošću, poboljšanjem uvjeta kreditiranja i niskim kamatnim stopama neutralizirati pritisci na njezino povećanje prouzročeni kontinuiranom potrebom za razduživanjem i izgladivanjem procikličke potrošnje.

Okvir 2.

Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama, tečajevima i cijenama sirovina

U usporedbi s projekcijama iz prosinca 2016., tehničke pretpostavke obuhvaćaju neznatno više dugoročne kamatne stope, znatno više cijene nafte izražene u američkim dolarima i malu deprecijaciju efektivnog tečaja eura. Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama i cijenama sirovina temelje se na tržišnim očekivanjima s krajnjim datumom 14. veljače 2017. Kratkoročne kamatne stope odnose se na tromjesečni EURIBOR, pri čemu su tržišna očekivanja izvedena iz kamatnih stopa predviđenih ročnicama. Korištenom metodologijom izračunano je da će prosječna razina tih kratkoročnih kamatnih stopa biti –0,3 % u 2017., –0,2 % u 2018. i 0,0 % u 2019. godini. Tržišna očekivanja povezana s nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice europodručja upućuju na prosječnu razinu od 1,3 % u 2017., 1,6 % u 2018. i 1,9 % u 2019.⁷ U usporedbi s projekcijama iz prosinca 2016. tržišna očekivanja povezana s kratkoročnim kamatnim stopama i dalje su nepromijenjena dok su očekivanja povezana s dugoročnim kamatnim stopama revidirana naviše za između 10 i 20 baznih bodova. Očekuje se da će kompozitne aktivne kamatne stope banaka na kredite nefinancijskom privatnom sektoru europodručja, prateći kamatne stope na terminskom tržištu i postupni prijenos promjena tržišnih kamatnih stopa na aktivne kamatne stope, biti uglavnom nepromijenjene u 2017. te potom malo porasti u 2018. i 2019.

Što se tiče cijena sirovina, na temelju kretanja prosječnih cijena na tržištima ročnicama u dvotjednom razdoblju s krajnjim datumom 14. veljače, pretpostavlja se da će cijena sirove nafte Brent porasti s 44,0 USD u 2016. na 56,4 USD u 2017. i 56,5 USD u 2018. te da će se potom se smanjiti na 55,9 USD u 2019. Pretpostavka takvog kretanja je da će, u usporedbi s projekcijama iz prosinca 2016., cijene nafte izražene u američkim dolarima u 2017. biti više za 14,3 %, u 2018. za 7,3 % i u 2019. za 2,5 %. Pretpostavlja se da će cijene sirovina bez energije izražene u američkim dolarima znatno porasti u 2017. te da će poslije umjereno rasti.⁸

Predviđa se da će bilateralni tečajevi tijekom projekcijskog razdoblja ostati nepromijenjeni na prosječnim razinama iz dvotjednog razdoblja s krajnjim datumom 14. veljače. To podrazumijeva prosječan tečaj američkog dolara prema euru od 1,07 u razdoblju 2017. – 2019., u usporedbi s tečajem od 1,09 koji je predviđen u projekcijama iz prosinca 2016. U razdoblju 2017. – 2019.

⁷ Pretpostavka o nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice u europodručju temelji se na ponderiranom prosjeku prinosa desetogodišnjih referentnih obveznica država, koji je ponderiran godišnjim podatcima 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. Razlike između prinosa na državne obveznice pojedinačnih država i odgovarajućeg prosjeka za europodručje trebale bi biti nepromijenjene tijekom projekcijskog razdoblja.

⁸ Pretpostavke o cijenama nafte i prehrambenih sirovina temelje se na cijenama predviđenim ročnicama do kraja projekcijskog razdoblja. Pretpostavlja se da će cijene drugih tvrdih sirovina bez energije slijediti cijene predviđene ročnicama do prvog tromjesečja 2018. i da će se potom kretati u skladu s globalnom gospodarskom aktivnošću.

efektivni tečaj eura (u odnosu na 38 trgovinskih partnera) niži je za 1,3 % nego što je pretpostavljeno u projekcijama iz prosinca 2016.

Tehničke pretpostavke

	ožujak 2017.				prosinac 2016.			
	2016.	2017.	2018.	2019.	2016.	2017.	2018.	2019.
Tromjesečni EURIBOR (godišnji postotak)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Prinosi na desetogodišnje državne obveznice (godišnji postotak)	0,8	1,3	1,6	1,9	0,8	1,2	1,5	1,7
Cijena nafte (u USD za barel)	44,0	56,4	56,5	55,9	43,1	49,3	52,6	54,6
Cijene sirovina bez energije, u USD (godišnja stopa promjene)	-3,9	13,2	3,5	4,6	-4,0	6,6	3,8	4,5
Tečaj USD/EUR	1,11	1,07	1,07	1,07	1,11	1,09	1,09	1,09
Nominalni efektivni tečaj eura (EER38) (godišnja stopa promjene)	3,7	-1,0	0,0	0,0	3,8	0,1	0,0	0,0

Očekuje se da će se oporavak ulaganja u stambene nekretnine u europodručju nastaviti.

Ulaganje u stambene nekretnine znatno se oporavilo u 2016. poduprto snažnim rastom raspoloživog dohotka i povoljnim uvjetima financiranja. U sljedećem razdoblju bi predviđeno povećanje nominalnog raspoloživog dohotka, vrlo niske kamatne stope na hipotekarne kredite i ograničene mogućnosti ostalih ulaganja trebali poduprijeti daljnji oporavak ulaganja u stambene nekretnine. Na povoljne izgleda za ulaganje u stambene nekretnine upućuje i porast broja građevinskih dozvola i sve veća potražnja za stambenim kreditima u okolnostima poboljšanja bankovnih uvjeta kreditiranja. Nadalje, čini se da je prilagodba na tržištima stambenih nekretnina u nekim državama europodručja okončana i da su cijene nekretnina u nekoliko država počele rasti. Bez obzira na to, očekuje se da će visoka nezaposlenost i potreba za daljnjim razduživanjem u nekim državama i dalje kočiti ulaganje u stambene nekretnine. U drugim državama na zamah ulaganja u stambene nekretnine trebale bi loše utjecati već postojeće visoke razine ulaganja u stambene nekretnine u odnosu na raspoloživ dohodak te nepovoljna demografska kretanja.

Očekuje se oporavak poslovnog ulaganja.

Kretanja poslovnog ulaganja trebalo bi poduprijeti nekoliko činitelja: poslovno pouzdanje i dalje se poboljšava u uvjetima povoljnih proizvodnih očekivanja, rasta narudžbi i preokreta očekivanja o prodajnim cijenama; iskorištenost kapaciteta viša je od prosječne razine u razdoblju prije krize; uvjeti financiranja i dalje su vrlo poticajni; očekuje se da domaća potražnja i dalje bude otporna, uz jačanje vanjske potražnje; nakon nekoliko godina slabijeg ulaganja postoji potreba za modernizacijom osnovnog kapitala, a očekuje se i povećanje profitnih marži s obzirom na izdašnost novčanih sredstava u sektoru nefinancijskih društava. Nadalje, zbog snažnog oporavka cijena dionica zabilježenog posljednjih nekoliko godina i umjerenog rasta financiranja dugom prosječni omjer duga i ukupne imovine u sektoru nefinancijskih društava pao je na dosad najniže razine. Međutim, oporavak poslovnog ulaganja kočit će rigidnosti na tržištima proizvoda, očekivanja da će potencijalna proizvodnja rasti slabije nego u prethodnom razdoblju te potreba za daljnjim razduživanjem u nekim državama europodručja. Nadalje, niska

profitabilnost banaka i još visoka razina neprihodonosnih kredita u bilancama banaka u više država i dalje nepovoljno utječu na sposobnost posredovanja nekih bankarskih sektora.

Okvir 3.

Međunarodno okružje

Oporavak rasta globalne gospodarske aktivnosti trebao bi se nastaviti. Najnoviji objavljeni podaci potvrđuju očekivano poboljšanje globalne aktivnosti u drugoj polovini 2016. i upućuju na nastavak rasta u kratkoročnom razdoblju. Međutim, izgledi su i dalje donekle neujednačeni, i među razvijenim gospodarstvima i među zemljama s tržištima u nastajanju. Kada je riječ o razvijenim gospodarstvima, očekuje se da će povoljni uvjeti financiranja, poboljšanja na tržištima rada i fiskalni poticaji i dalje podupirati gospodarsku aktivnost u Sjedinjenim Američkim Državama, da će povećana neizvjesnost nepovoljno djelovati na srednjoročne izgleda za gospodarski rast u Ujedinjenoj Kraljevini te da će dinamika rasta u Japanu i dalje biti umjerena. Kada je riječ o zemljama s tržištima u nastajanju, stabilan rast u nekim velikim gospodarstvima i postupno slabljenje duboke recesije u nekim većim izvoznicama sirovina najvažniji su činitelji koji pridonose globalnom rastu, dok na njega i dalje nepovoljno utječe postupno usporavanje rasta kineskog gospodarstva. Povećanje cijena nafte trebalo bi imati tek ograničen ukupni utjecaj na globalnu aktivnost: premda u određenoj mjeri pridonosi aktivnosti kada je riječ o državama proizvođačicama nafte, u tim državama još su potrebne znatne prilagodbe (uključujući fiskalnu konsolidaciju) s obzirom na znatan pad cijena nafte od 2014. Istodobno bi potrošači u državama uvoznicama sirovina trebali apsorbirati dio šoka nižim stopama štednje. Rast globalne aktivnosti (bez europodručja) blago je revidiran naviše u usporedbi s prethodnim projekcijama i predviđa se da će se povećati s 3,1 % u 2016. na 3,5 % u 2017. te na 3,8 % u 2018. i 2019.

Međunarodno okružje

(godišnje stope promjene)

	ožujak 2017.				prosinac 2016.			
	2016.	2017.	2018.	2019.	2016.	2017.	2018.	2019.
Svjetski realni BDP (bez europodručja)	3,1	3,5	3,8	3,8	3,0	3,5	3,7	3,8
Svjetska trgovina (bez europodručja)¹⁾	1,2	3,4	3,7	3,8	0,9	2,8	3,7	3,8
Inozemna potražnja europodručja²⁾	1,6	2,8	3,4	3,5	1,5	2,4	3,4	3,6

1) Izračunano kao ponderirani prosjek uvoza.

2) Izračunano kao ponderirani prosjek uvoza trgovinskih partnera europodručja.

Globalna trgovina poboljšala se u drugoj polovini 2016. i očekuje se da će se njezin zamah održati tijekom projekcijskog razdoblja. Očekuje se da će u srednjoročnom razdoblju svjetska trgovina rasti u skladu s oporavkom globalne aktivnosti (vidi tablicu). U usporedbi s projekcijama iz prosinca 2016. inozemna potražnja europodručja revidirana je naviše za 0,4 postotna boda za 2017. i uglavnom nije promijenjena za razdoblje koje slijedi.

Izvoz u države izvan europodručja trebali bi poduprijeti oporavak globalne potražnje i neznatno slabiji tečaj eura. Zamah inozemne potražnje europodručja zabilježen u posljednje vrijeme trebao bi se održati tijekom cijelog projekcijskog razdoblja jer se uvozna potražnja povećava i u razvijenim gospodarstvima i u

zemljama s tržištima u nastajanju, uključujući Rusiju i Brazil. No očekuje se i da će smanjen rast uvoza u Ujedinjenoj Kraljevini nepovoljno utjecati na zamah inozemne potražnje europodručja. Cjelokupno gledano, predviđene stope rasta inozemne potražnje i dalje će biti znatno ispod razina prije krize. Rast izvoza u države izvan europodručja trebao bi, poduprt slabijim tečajem eura, nadmašiti zamah inozemne potražnje, posebno u 2017. Uvoz iz država izvan europodručja trebao bi porasti brže od izvoza u države izvan europodručja u skladu s njegovom povijesnom elastičnošću prema ukupnoj potražnji. Višak na tekućem računu trebao bi u projekcijskom razdoblju biti uglavnom stabilan na približno između 3,1 i 3,3 % BDP-a.

Negativni proizvodni jaz trebao bi se tijekom projekcijskog razdoblja kontinuirano smanjivati zbog umjerenog potencijalnog rasta. Očekuje se da će rast potencijalne proizvodnje biti malo viši od 1 % u projekcijskom razdoblju, odnosno da će i dalje biti znatno niži od predviđenog stvarnog rasta realnog BDP-a od približno 1,7 %. Zamah potencijalne proizvodnje slab je prije svega zbog prilično niskog doprinosa kapitala nakon duljeg razdoblja rekordno niskih ulaganja. Doprinos rada trebao bi se povećati, što je odraz sve većeg broja radno sposobnih osoba u uvjetima priljeva migranata i povećane participacije radne snage zahvaljujući strukturnim reformama. Zbog starenja stanovništva doprinos rada ipak će i dalje biti nešto niži od svojeg prosjeka prije krize. Doprinos ukupne faktorske produktivnosti trebao bi biti tek neznatno niži od razine zabilježene prije krize.

Tijekom projekcijskog razdoblja uvjeti na tržištu rada u europodručju trebali bi se i dalje poboljšavati. Predviđa se da će zaposlenost nastaviti rasti tijekom projekcijskog razdoblja, no taj će se rast postupno usporavati. To je u kratkom roku uglavnom posljedica slabljenja određenih povoljnih privremenih činitelja koji utječu na rast zaposlenosti. Tijekom preostalog razdoblja pretpostavlja se da će ponuda kvalificirane radne snage biti sve više ograničena u nekim državama zbog čega će se smanjiti rast zaposlenosti i povećati broj odrađenih sati po zaposleniku. Takva kretanja zaposlenosti upućuju na povećanje rasta proizvodnosti rada s 0,4 % u 2016. na 0,8 % u 2019., u skladu s procikličkim obrascem povećane iskorištenosti kapitala i rada. Očekuje se da će se stopa nezaposlenosti smanjivati, iako sporije nego u posljednjem razdoblju jer se rast zaposlenosti usporava snažnije od rasta radne snage.

U usporedbi s projekcijama iz prosinca 2016., izgledi za rast realnog BDP-a u 2017. i 2018. malo su revidirani naviše. Procjenjuje se da će blago snažnija inozemna potražnja u kratkoročnom razdoblju, slabiji tečaj eura i povoljnije ekonomsko raspoloženje više nego nadomjestiti nepovoljan učinak viših cijena nafte na gospodarsku aktivnost.

2. Cijene i troškovi

Kratkoročni izgledi za ukupnu inflaciju revidirani su znatno naviše nakon nedavnog povećanja cijena nafte i sada se očekuje da će inflacija u prosjeku iznositi 1,7 % tijekom razdoblja 2017. – 2019. Međutim, inflacija cijena energije i kretanja inflacije cijena bez energije imaju suprotnu dinamiku. Očekuje se da će

između 2016. i 2017. udio cijena energije u povećanju inflacije mjerene HIPC-om iznositi 1,2 postotna boda. Pozitivni bazni učinci, zajedno s nedavnim znatnim povećanjem cijena nafte, zaslužni su za snažan preokret od izrazito negativnih do zamjetno pozitivnih stopa inflacije cijena energije. Pretežno ravna krivulja cijena nafte predviđenih ročnicama tijekom projekcijskog razdoblja upućuje da će komponenta energije dati manji pozitivan doprinos ukupnoj inflaciji u 2018. i 2019.

Za razliku od inflacije cijena energije očekuje se da će rast inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda biti polaganiji tijekom projekcijskog razdoblja. Predviđa se da će stopa inflacije mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda u 2017. iznositi prosječno 1,1 % te da će porasti na 1,5 % u 2018. odnosno na 1,8 % u 2019. Glavni činitelj tog postupnog rasta očekivano je povećanje jediničnih troškova rada kako oporavak bude napredovao i jačao. Očekuje se da će smanjenje neiskorištenosti kapaciteta na tržištu rada i postupno slabljenje činitelja povezanih s krizom koji su obuzdavali rast plaća tijekom nekoliko posljednjih godina dovesti do ponovnog rasta naknada po zaposlenome, kao i jediničnih troškova rada zbog predviđenog skromnijeg oporavka proizvodnosti. Osim toga, ponovni rast cijena nafte trebao bi neizravno pridonijeti tim pritiscima na povećanje troškova zbog većih troškova proizvodnje i utjecaja na nominalne plaće. Profitne marže trebale bi se postojano povećavati, nakon što su donekle bile oslabljene zbog rasta troškova rada i nedavnih gubitaka proizašlih iz promjena uvjeta trgovanja.

Rast cijena nafte i cijena sirovina bez energije glavni su činitelji preokreta u vanjskim pritiscima na rast cijena. Nakon četverogodišnjeg razdoblja smanjivanja uvoznih cijena, koje je prije svega povezano s prethodnim snažnim padom cijena sirovina, očekuje se da će godišnja stopa rasta uvoznih cijena postati pozitivna u 2017. Ponovni rast cijena nafte i cijena sirovina bez energije ključni su činitelji u tom preokretu u uvoznim cijenama. Tijekom vremena postupno bi povećanje globalnih inflacijskih pritisaka također trebalo pridonijeti takvim kretanjima. Smatra se da smanjenje neiskorištenosti kapaciteta na svjetskoj razini polagano utječe na rast globalnih troškova proizvodnje i nadilazi učinak cijena sirovina. Unatoč tomu, predviđa se da će globalni cjenovni pritisci i dalje biti umjereni s obzirom na još znatne globalne rezervne kapacitete i visoki stupanj tržišnog natjecanja s državama s nižim troškovima.

Očekuje se da će poboljšanje uvjeta na tržištu rada sve više utjecati na rast troškova rada tijekom projekcijskog razdoblja. Rast naknada po zaposlenom trebao bi porasti i iznositi 1,3 % u 2016. odnosno 2,4 % u 2019. Glavni je razlog za to zamjetno povećanje predviđeno poboljšanje uvjeta na tržištu rada uz rast manjkova u ponudi radne snage u nekim dijelovima europodručja. Osim toga, najnoviji znatni porast inflacije, koji upućuje na snažno smanjenje rasta realnih plaća, kratkoročno smanjuje rizik negativnih učinaka u drugom krugu. U nekim državama viša inflacija može s vremenom također imati pozitivan učinak na kretanja nominalnih plaća u slučajevima kad se pregovaranja o plaćama u velikoj mjeri temelje na kretanjima iz prošlog razdoblja. Međutim, u 2017. mogućnost pozitivnih učinaka više inflacije na dogovorene plaće ograničena je zbog činjenice da je u nekoliko država većina dogovorenih plaća za 2017. već fiksirana za ovu godinu.

Nadalje, treba primijetiti da je u nekim državama stupanj indeksacije plaća u odnosu na inflaciju u posljednje vrijeme znatno smanjen. Osim toga, u nekim državama europodručja preostali sustavi indeksacije plaća temelje se na inflaciji bez uvoznih cijena energije, koja do sada nije zamjetno porasla. Ako se isključi učinak inflacije, tijekom projekcijskog razdoblja trebala bi se postupno smanjiti potreba za obuzdavanjem rasta plaća radi ponovnog postizanja cjenovne konkurentnosti u nekim državama kao i potisnuto ograničenje plaća, što bi doprinijelo rastu plaća. Nepovoljni utjecaji reformi na tržištu rada koje su provedene tijekom krize u nekim državama europodručja mogli bi oslabjeti kako ciklički oporavak bude napredovao i širio se. Slično tomu, nepovoljan utjecaj kompozicijskih učinaka na rast plaća trebao bi slabjeti s napretkom gospodarskog oporavka jer se očekuje da će se rast zaposlenosti širiti po sektorima te da će biti manje koncentriran u sektorima s niskom proizvodnošću i, stoga, niskim plaćama, kao što je to bilo posljednjih godina.

Predviđa se da će se u projekcijskom razdoblju nastaviti rast profitnih marži sličnim ili neznatno sporijim tempom od onog koji je zabilježen u posljednje vrijeme. Na profitne marže trebao bi u projekcijskom razdoblju povoljno utjecati nastavak gospodarskog oporavka. Međutim, u kratkoročnom bi razdoblju nedavna povećanja cijena nafte mogla nepovoljno utjecati na profitne marže jer poduzeća možda neće u potpunosti prenijeti povećane troškove, posebno zbog toga što se čini da je na profitne marže povoljno utjecao i prošli pad cijena nafte. Nadalje, rast profitnih marži smanjit će se u projekcijskom razdoblju zbog očekivanog većeg rasta jediničnih troškova rada.

U usporedbi s projekcijama iz prosinca 2016., izgledi za inflaciju mjerenu HIPC-om revidirani su znatno naviše za 2017. i blago naviše u 2018. Znatna revizija naviše inflacije cijena energije mjerene HIPC-om za 2017. povezana je s višim cijenama nafte od onih koje su predviđene u projekcijama iz prosinca 2016. Stoga mnogo ravnija krivulja cijena nafte predviđenih ročnicama u usporedbi s onom iz projekcija iz prosinca 2016. upućuje na određene manje revizije naniže komponente energije od 2018. nadalje. Nasuprot tome, inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda blago je revidirana naviše za 2018. i 2019. zbog nekih neizravnih učinaka i drugog kruga učinaka povećanja cijena nafte, kao i zbog određenih pozitivnih učinaka nižeg tečaja eura. Očekuje se da će ti pozitivni učinci biti malo veći od učinaka revizije naniže inflacije cijena energije mjerene HIPC-om za 2018. te da će u velikoj mjeri nedomjestiti revizije naniže komponente energije za 2019.

3. Fiskalni izgledi

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

Očekuje se da će se manjak proračuna opće države i omjeri duga tijekom projekcijskog razdoblja smanjivati. Daljnje smanjenje plaćanja kamata te poboljšanje cikličke komponente u razdoblju 2017. – 2019. povlače za sobom daljnje smanjenje proračunskog manjka. Ciklički prilagođeni primarni saldo trebao bi biti uglavnom nepromijenjen. Postupno smanjenje državnog duga u projekcijskom razdoblju uglavnom podupire povoljna razlika između kamatnih stopa i stope gospodarskog rasta. Predviđeni primarni višak također povoljno utječe na predviđeno kretanje duga.

U usporedbi s projekcijama objavljenim u prosincu 2016., izgledi za omjer manjka i BDP-a povoljniji su, a omjer duga i BDP-a revidiran je naniže. U razdoblju 2017. – 2019. poboljšani izgledi za manjak dijelom su posljedica pozitivnog prijenosa učinaka iz 2016., a dijelom nižih očekivanih primarnih rashoda. Revizija naniže omjera duga i BDP-a odraz je spomenutih poboljšanih proračunskih izgleda i većeg doprinosa razlike između kamatnih stopa i stope gospodarskog rasta smanjenju duga, uglavnom u 2017., koji proizlazi iz boljih izgleda za nominalni BDP europodručja.

Tablica 1.
Makroekonomske projekcije za europodručje¹

(godišnje postotne promjene)

	ožujak 2017.				prosinac 2016.			
	2016.	2017.	2018.	2019.	2016.	2017.	2018.	2019.
Realni BDP¹	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6
		[1,5 – 2,1] ²	[0,7 – 2,7] ²	[0,5 – 2,7] ²	[1,6 – 1,8] ²	[1,1 – 2,3] ²	[0,6 – 2,6] ²	[0,4 – 2,8] ²
Osobna potrošnja	1,9	1,4	1,4	1,4	1,7	1,5	1,5	1,4
Državna potrošnja	2,0	1,1	1,0	1,1	2,0	1,3	1,1	1,1
Bruto investicije u dugotrajnu imovinu	2,5	2,8	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1	2,7
Izvoz³	2,9	4,3	4,1	4,0	2,7	3,7	3,9	4,0
Uvoz³	3,5	4,6	4,4	4,2	3,3	4,1	4,3	4,1
Zaposlenost	1,3	1,0	1,0	0,8	1,4	1,1	0,8	0,8
Stopa nezaposlenosti (postotak radne snage)	10,0	9,4	8,9	8,4	10,0	9,5	9,1	8,7
HIPC	0,2	1,7	1,6	1,7	0,2	1,3	1,5	1,7
		[1,4 – 2,0] ²	[0,9 – 2,3] ²	[0,8 – 2,6] ²	[0,2 – 0,2] ²	[0,8 – 1,8] ²	[0,7 – 2,3] ²	[0,9 – 2,5] ²
HIPC bez energije	0,9	1,2	1,6	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
HIPC bez energije i prehrambenih proizvoda	0,9	1,1	1,5	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
HIPC bez energije, prehrambenih proizvoda i promjena neizravnih poreza⁴	0,8	1,1	1,5	1,8	0,8	1,1	1,4	1,7
Jedinični troškovi rada	0,9	1,1	1,4	1,6	0,8	1,0	1,3	1,5
Naknada po zaposlenom	1,3	1,8	2,1	2,4	1,2	1,7	2,1	2,4
Proizvodnost rada	0,4	0,7	0,7	0,8	0,3	0,6	0,8	0,9
Proračunski saldo opće države (postotak BDP-a)	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2
Strukturni proračunski saldo (postotak BDP-a)⁵	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4
Bruto dug opće države (postotak BDP-a)	89,3	88,0	86,4	84,5	89,4	88,5	87,3	85,7
Saldo tekućeg računa (postotak BDP-a)	3,4	3,1	3,2	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1

¹ kalendarski prilagođeni podatci

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.

Okvir 4.

Analiza osjetljivosti i analiza scenarija

Projekcije se uvelike oslanjaju na tehničke pretpostavke povezane s kretanjem određenih ključnih varijabli. Budući da neke od tih varijabli mogu imati velik utjecaj na projekcije za europodručje, ispitivanje osjetljivosti projekcija u odnosu na 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. Osim toga, razmatraju se učinci koje bi moguće politike nove vlade SAD-a mogle imati na izgled SAD-a, svijeta i europodručja.

1. Alternativno kretanje cijena nafte

Alternativni modeli predviđanja cijena nafte upućuju na postojanje rizika za brži rast cijena nafte tijekom projekcijskog razdoblja u odnosu na predviđanja na temelju ročnica. Prema tehničkim pretpostavkama o kretanju cijena nafte iz osnovnih projekcija, koje se temelje na tržištima ročnica, cijene nafte trebale bi ostati uglavnom nepromijenjene, pri čemu će se cijena sirove nafte Brent kretati na razini od oko 56 USD po barelu do kraja 2019. Takvo je kretanje u skladu s umjerenim oporavkom svjetske potražnje za naftom, koji bi mogao biti posljedica intenziviranja svjetske gospodarske aktivnosti. Ipak se čini da sporazum članica OPEC-a nije prouzročio dugoročan uzlazni trend cijena nafte predviđenih ročnicama, vjerojatno zbog stanja zaliha, koje su blizu najvišim zabilježenim razinama, i mogućeg povećanja proizvodnje nafte iz škriljevca. Kombinacija alternativnih modela kojima se stručnjaci ESB-a služe⁹ za predviđanje cijena nafte tijekom projekcijskog razdoblja trenutačno upućuje na cijene nafte u projekcijskom razdoblju koje su više od onih pretpostavljenih u tehničkim pretpostavkama. Ostvarenje alternativnog kretanja cijena, koje se temelji na pretpostavci da će do 2019. cijene nafte biti 12,4 % više od onih pretpostavljenih u osnovnim projekcijama, neznatno bi oslabilo rast realnog BDP-a te bi prouzročilo brži rast inflacije mjerene HIPC-om (bila bi viša za 0,1 postotni bod u 2017. i 0,2 postotna boda u 2018. i 2019.).

2. Alternativno kretanje tečaja

Ovom analizom osjetljivosti istražuje se utjecaj alternativnog kretanja tečaja eura nižeg od onog u osnovnim projekcijama. Rizici od deprecijacije tečaja eura uglavnom proizlaze iz razlika u stajalištima monetarne politike na različitim stranama Atlantika, koje su veće no što se trenutačno očekuje. Nagliji rast ključne kamatne stope u SAD-u od očekivanog mogao bi vršiti dodatan pritisak na slabljenje eura. On bi osobito mogao biti odraz povećanih inflacijskih očekivanja u Sjedinjenim Državama, u okružju ekspanzivnih fiskalnih politika i manje ponude radne snage na tržištu rada. Alternativno kretanje tečaja eura temelji se na 25. percentilu distribucije vjerojatnosti tečaja USD/EUR izvedene iz gustoća neutralnih na rizik koje su implicirane u opcijama na dan 14. veljače 2017. Takvo kretanje podrazumijeva postupnu deprecijaciju eura u odnosu na američki dolar na tečaj od 0,98 USD/EUR u 2019., što je za 7,6 % niže od pretpostavke iz osnovnih projekcija za tu godinu. Odgovarajuće pretpostavke za nominalni efektivni tečaj eura odražavaju povijesne pravilnosti, dok promjene u tečaju USD/EUR odražavaju promjene efektivnog tečaja s elastičnošću od otprilike 52 %. Na temelju te pretpostavke postupno se povećava negativna razlika efektivnog tečaja eura u odnosu na osnovnu projekciju, tako da bi on 2019. bio 4 % niži od osnovne projekcije. U tom scenariju prosjek rezultata više makroekonomskih modela stručnjaka upućuje na veći rast

⁹ Vidi kombinaciju četiriju modela opisanu u članku „Forecasting the price of oil”, Ekonomski bilten, br. 4., ESB, 2015.

realnog BDP-a (za od 0,1 do 0,3 postotna boda godišnje) i veću stopu inflacije mjerenu HIPC-om (za 0,1 postotni bod u 2017. te od 0,3 do 0,4 postotna boda u 2018. i 2019.).

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

Prihvatanje prijedloga Republikanske stranke SAD-a o uvođenju prekogranično prilagođenog poreza na novčani tok koji se temelji na odredištu (eng. *destination-based border-adjusted cash flow tax, DBCFT*) prouzročilo bi velike promjene u sustavu oporezivanja poduzeća u SAD-u, što bi moglo imati znatne posljedice po izgled SAD-a i izazvati prelijevanje učinaka na globalnoj razini i u europodručju.¹⁰ U ovom se scenariju razmatra mogući učinak predložene porezne reforme na gospodarstvo SAD-a, svijeta i europodručja.

Prijedlog politike sadržava četiri glavna elementa: (i) prekograničnu prilagodbu poreza, što znači da bi se primitci od izvoza odbijali od oporezivih prihoda, ali troškovi uvoza više ne bi; (ii) prijelaz sa sustava koji se temelji na podrijetlu (u kojem se poduzeća oporezuju na temelju svojeg podrijetla, odnosno držanja imovine u SAD-u) na sustav koji se temelji na odredištu (u kojem se poduzećima oporezuje samo dobit od prodaje u SAD-u), što podrazumijeva da se dobit od prodaje izvan SAD-a više ne bi oporezivala, bez obzira na to gdje se nalazi imovina poduzeća; tom bi se promjenom destimuliralo prebacivanje dobiti u „porezne oaze” i stimulirala poduzeća da drže inozemne oporezive prihode u SAD; (iii) smanjenje stope poreza na dobit s 35 % na 20 %; i (iv) porezne poticaje za nova ulaganja u SAD, čime bi se omogućilo odbijanje ukupnih troškova ulaganja i ukinulo odbijanje iznosa plaćenih kamata od osnovice poreza na dobit.

Subvencije za izvoznike i porezi za uvoznike doveli bi do znatnog povećanja konkurentnosti i pada uvozne potražnje SAD-a, što bi moglo pridonijeti rastu BDP-a u SAD-u. Taj bi se učinak, međutim, vjerojatno djelomično neutralizirao aprecijacijom američkog dolara. Inflacija u SAD-u istodobno bi porasla, jer bi uvoznici prenijeli dio dodatnih troškova proizašlih iz viših poreza na domaće cijene i jer bi zbog snažnije gospodarske aktivnosti i veće zaposlenosti znatno porasle domaće plaće. Viša bi inflacija, s druge strane, mogla prouzročiti smanjenje realne osobne potrošnje. Cjelokupno gledano, porezna reforma mogla bi pridonijeti uravnoteženju gospodarstva SAD-a, pri čemu bi manjak robne razmjene SAD-a pao, a blagostanje potrošača u SAD-u moglo bi se smanjiti zbog manje potrošnje kućanstava.

Preljevanje učinaka na ostatak svijeta bilo bi negativno zbog prekogranično prilagođenog poreza. U tom bi slučaju djelovala dva suprotna učinka, što bi utjecalo na inozemnu potražnju SAD-a. S jedne strane, zahvaljujući fiskalnim poticajima koji proizlaze iz niže porezne stope povećala bi se potražnja, a time i uvoz, SAD-a. S druge strane, zbog novog poreza na uvoz u SAD-u, roba i usluge proizvedeni u inozemstvu bili bi manje konkurentni u Sjedinjenim Državama. Cjelokupno gledano, negativan učinak prekogranično prilagođenog poreza na trgovinsku razmjenu, ako ga u potpunosti ne neutraliziraju tečajna kretanja, vrlo bi vjerojatno nadmašio pozitivan učinak fiskalnog poticaja na uvoz SAD-a

U scenariju koordiniranog odgovora na prekogranično prilagođeni porez SAD-a došlo bi do znatno jačeg pada svjetske trgovine, a pozitivan učinak na gospodarstvo SAD-a bi se

¹⁰ Vidi dokument „A better way – our vision for a confident America”, 24. lipnja 2016.: https://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf

smanjio. S obzirom na vrlo nepovoljan učinak koji bi uvođenje prekograničnog poreza imalo na svjetsko gospodarstvo, druge bi države mogle odgovoriti mjerama protiv SAD-a. Kada bi se takvo što dogodilo, na primjer u vidu uvođenja carinskih tarifa na robu iz SAD-a u ostatku svijeta, to bi zbog gubitka cjenovne konkurentnosti nepovoljno utjecalo na rast BDP-a u SAD-u. Međutim, povoljni učinak smanjenja domaće stope poreza na gospodarske aktivnosti u SAD-u mogao bi nadomjestiti nepovoljne učinke trgovinskog odgovora. Ipak, u tom bi scenariju došlo do još znatnijeg smanjenja svjetske trgovine.

Što se tiče prelijevanja učinaka na europodručje, konačni ekonomski učinci ovisili bi o jačini transmissijskih kanala šoka prouzročenog politikom SAD-a, o prelijevanju učinka tog šoka na globalnu razinu i o reakcijama politike izvan Sjedinjenih Država. Kada bi odgovor izostao, učinak na BDP europodručja nedvojbeno bi bio nepovoljan. Uvjeti trgovanja za sve trgovinske partnere SAD-a, uključujući europodručje, pogoršali bi se. Općenito bi se smanjila inozemna potražnja za robom i uslugama iz europodručja kao i konkurentne cijene, zbog čega bi se pogoršala izvozna potražnja europodručja.

Kada bi došlo do odgovora mjerama protiv Sjedinjenih Država, nepovoljni utjecaj na BDP europodručja bio bi manji. Učinak izvoznih subvencija na konkurentnost gospodarstva SAD-a mogao bi se do neke mjere neutralizirati bilateralnim uvoznim tarifama koje bi uvele druge države. No bez obzira na to, izravni nepovoljni učinci proizašli iz smanjene uvozne potražnje SAD-a, u spoju s nepovoljnim učincima na rast u ostatku svijeta, vjerojatno bi imali za posljedicu smanjenje inozemne potražnje europodručja kao i BDP-a europodručja.

Prelijevanje učinaka na svjetskoj razini pojačalo bi se kada bi snažna kretanja američkog dolara i stroži financijski uvjeti izazvali ozbiljan financijski stres u zemljama s tržištima u nastajanju. U opisanim scenarijima pretpostavlja se ograničeno jačanje američkog dolara i izostanak daljnjih financijskih prelijevanja na zemlje s tržištima u nastajanju. No kada bi jačanje američkog dolara izazvalo ozbiljan financijski stres u tim zemljama, globalni utjecaj mogao bi biti znatno nepovoljniji.

Okvir 5.

Prognoze drugih institucija

Postoji više prognoza za europodručje koje su sastavile međunarodne organizacije i organizacije privatnog sektora. Međutim, te prognoze ne mogu se, strogo uzevši, uspoređivati jedna s drugom ili s makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a jer nisu završene u isto vrijeme. Osim toga, služe se različitim (dijelom navedenim) metodama kako bi došle do pretpostavki o fiskalnim, financijskim i vanjskim varijablama, uključujući cijene nafte i drugih 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 općenito su unutar 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		
		2017.	2018.	2019.	2017.	2018.	2019.
Projekcije stručnjaka ESB-a	ožujak 2017.	1,8 [1,5 – 2,1]	1,7 [0,7 – 2,7]	1,6 [0,5 – 2,7]	1,7 [1,4 – 2,0]	1,6 [0,9 – 2,3]	1,7 [0,8 – 2,6]
Europska komisija	veljača 2017.	1,6	1,8	–	1,7	1,4	–
OECD	ožujak 2017. / studen 2016.	1,6	1,6	–	1,2	1,4	–
Euro Zone Barometer	veljača 2017.	1,5	1,6	1,4	1,5	1,5	1,6
prognoze organizacije Consensus Economics	veljača 2017.	1,6	1,5	1,3	1,6	1,4	1,6
Survey of Professional Forecasters	siječanj 2017.	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,6
MMF	siječanj 2017. / listopad 2016.	1,6	1,6	–	1,1	1,3	1,5

Izvori: Gospodarske prognoze Europske komisije, zima 2017.; IMF World Economic Outlook, posuvremenjena verzija iz siječnja 2017. (realni BDP); IMF World Economic Outlook, listopad 2016. (HIPC); OECD Interim Economic Outlook, ožujak 2017. (realni BDP); OECD Economic Outlook, studeni 2016. (HIPC); prognoze organizacije Consensus Economics, veljača 2017.; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, veljača 2017. i istraživanje ESB-a Survey of Professional Forecasters, siječanj 2017.

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

© Europska središnja banka, 2017.

Poštanska adresa: 60640 Frankfurt na Majni, Njemačka

Telefon: +49 69 1344 0

Mrežne stranice: www.ecb.europa.eu

Sva prava pridržana. Dopušta se reprodukcija u obrazovne i nekomercijalne svrhe uz navođenje izvora.

ISSN 2529-4490 (PDF)

Kataloški broj EU-a QB-CE-17-001-HR-N (PDF)