



# Prosinac 2017. Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje<sup>1</sup>

*Očekuje se da će gospodarski rast u europodručju i dalje biti snažan, snažniji od očekivanog rasta i znatno snažniji od potencijalnog rasta. Rast realnog BDP-a trebao bi se postupno usporiti, s 2,4 % u 2017. na 1,7 % u 2020., kako budu slabjeli učinci više čimbenika koji potiču rast. Inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) trebala bi biti uglavnom stabilna u sljedećim tromjesečjima i porasti na 1,7 % u 2020. poduprta rastom temeljne inflacije zbog jačanja učinka ograničenosti kapaciteta. Inflacija mjerena HIPC-om u kratkoročnom razdoblju revidirana je malo naviše zbog viših cijena nafte i prehrambenih proizvoda.*

## 1. Realno gospodarstvo

**Vrlo povoljni pokazatelji upućuju na nastavak snažnog rasta realnog BDP-a u kratkoročnom razdoblju.** Prema najnovijim podacima Eurostata, realni BDP porastao je za 0,6 % u trećem tromjesečju 2017. zahvaljujući snažnom doprinosu domaće potražnje te posebno investicija u dugotrajnu imovinu. Tijekom posljednjih nekoliko mjeseci poboljšavanje uvjeta na tržištu rada nastavilo se, i to tempom bržim od očekivanoga, a stopa nezaposlenosti pala je na 9,0 % u trećem tromjesečju 2017., što je njezina najniža razina od kraja 2008. Rast realnog BDP-a trebao bi u kratkoročnom razdoblju i dalje biti snažan, u skladu s vrlo visokim razinama poslovnog i potrošačkog raspoloženja.

**U srednjoročnom razdoblju rast će i dalje podupirati povoljni uvjeti financiranja, poboljšanja na tržištima rada i daljnji globalni oporavak.** Gledano dugoročnije, očekuje se da će više povoljnih čimbenika i dalje podupirati osobnu potrošnju i ulaganje. Nastavlja se prijenos učinka prilagodljive monetarne politike ESB-a na gospodarstvo. Rast kreditiranja privatnog sektora i dalje se ubrzava potaknut niskim kamatnim stopama i povoljnim bankovnim uvjetima kreditiranja.

<sup>1</sup> 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. studenoga 2017. (vidi Okvir 1.). Krajnji datum za uključivanje drugih informacija u projekcije bio je 30. studenoga 2017.

Makroekonomske projekcije obuhvaćaju razdoblje od 2017. 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.

Dinamici osobne potrošnje pridonijet će i manje potrebe za razduživanjem. Rastu osobne potrošnje i ulaganja u stambene nekretnine trebala bi pridonijeti i daljnja poboljšanja uvjeta na tržištu rada. Istodobno će se nastaviti oporavak poslovnog ulaganja, među ostalim zbog rasta profitnih marži u uvjetima sve većih pritisaka na strani potražnje. Očekuje se da će izvoz europskog područja i dalje biti stabilan zahvaljujući rastu inozemne potražnje europskog područja povezane s kontinuiranim rastom globalne gospodarske aktivnosti.

**Tablica 1.**  
Makroekonomske projekcije za europsko područje<sup>1</sup>

(godišnje stope promjene)

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

<sup>1</sup> Realni BDP i njegove sastavnice odnose se na kalendarski prilagođene podatke.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> uključujući trgovinu unutar europskog područja

<sup>4</sup> 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.

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

**Ipak se očekuje da će se rast realnog BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja malo usporiti zbog postupnog slabljenja učinka povoljnih čimbenika.** Učinak prošlih mjera monetarne politike trebao bi se tijekom projekcijskog razdoblja postupno smanjivati. Aprecijacija eura od travnja 2017. i usporavanje rasta inozemne potražnje europodručja trebali bi usporiti rast izvoza. Očekuje se i sporiji rast zaposlenosti, među ostalim zbog manjka ponude radne snage u dijelu država.

**Očekuje se da će osobna potrošnja tijekom projekcijskog razdoblja i dalje biti snažna.** Vrlo povoljni pokazatelji pouzdanja potrošača, daljnja poboljšanja na tržištima rada i rast realnih plaća po zaposlenome upućuju na nastavak stabilnog rasta potrošnje u sljedećih nekoliko tromjesečja, uglavnom u skladu s rastom realne kupovne moći. Doprinos bruto nadnica i plaća rastu nominalnog raspoloživog dohotka bit će i dalje relativno stabilan tijekom projekcijskog razdoblja jer se očekuje da će sporiji rast zaposlenosti uglavnom biti nadomješten snažnijim rastom nominalnih plaća. Očekuje se jačanje rasta osobnog dohotka iz drugih izvora zahvaljujući pozitivnim kretanjima dobiti i prihoda od imovine.

**Poboljšanje bankovnih uvjeta kreditiranja, na koje povoljno djeluju mjere monetarne politike ESB-a, i napredak u razduživanju također bi trebali doprinijeti rastu 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 veću graničnu sklonost potrošnji, ta bi preraspodjela trebala poduprijeti agregatnu osobnu potrošnju. Osim toga, potrošnju bi trebao poduprijeti i napredak u razduživanju.

**Očekuje se da će stopa štednje kućanstava tijekom projekcijskog razdoblja postupno rasti s povijesno niskih razina.** Stopa štednje smanjivala se tijekom posljednjih nekoliko tromjesečja, uglavnom zbog poboljšanja ekonomske i financijske situacije kućanstava i utjecaja vrlo niskih kamatnih stopa na njihovu sklonost štednji. Očekuje se da će se stopa štednje tijekom projekcijskog razdoblja oporaviti, uglavnom zbog izgladivanja potrošnje u uvjetima cikličkog rasta. Stopa štednje kućanstava trebala bi porasti i zbog smanjenja izravnih poreza u nekim državama.

## Okvir 1.

Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama, tečajevima i cijenama sirovina

---

**U usporedbi s projekcijama iz rujna 2017., tehničke pretpostavke sadržavaju znatno više cijene nafte izražene u američkim dolarima, dok su tečaj i druge financijske pretpostavke tek neznatno izmijenjeni.** Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama i cijenama sirovina temelje se na tržišnim očekivanjima s krajnjim datumom 22. studenoga 2017. Kratkoročne kamatne stope odnose se na tromjesečni EURIBOR, pri čemu su tržišna očekivanja izvedena iz kamatnih stopa predviđenih ročnicama. Upotrijebljenom metodologijom izračunano je da će prosječna razina tih kratkoročnih kamatnih stopa biti  $-0,3\%$  u 2017. i 2018.,  $-0,1\%$  u 2019. i  $0,1\%$  u 2020. Tržišna očekivanja povezana s nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice europodručja

upućuju na prosječnu razinu od 1,1 % u 2017., 1,4 % u 2019. i 1,7 % u 2020.<sup>2</sup> U usporedbi s projekcijama iz rujna 2017., tržišna očekivanja povezana s kratkoročnim kamatnim stopama revidirana su neznatno naniže, dok su dugoročne kamatne stope revidirane naniže za oko 10 baznih bodova za 2018. odnosno oko 20 baznih bodova za 2019.

Što se tiče cijena sirovina, na temelju kretanja prosječnih cijena na tržištima ročnica u dvotjednom razdoblju s krajnjim datumom 22. studenoga, pretpostavlja se da će cijena sirove nafte Brent porasti s 54,3 USD u 2017. na 61,6 USD u 2018., 58,9 USD u 2019. i 57,3 USD u 2020. Pretpostavka takvog kretanja je da će, u usporedbi s projekcijama iz rujna 2017., cijene nafte izražene u američkim dolarima u 2017. biti više za 4,8 %, u 2018. za 17,2 % i u 2019. za 11,0 %. Pretpostavlja se da će cijene sirovina bez energije izražene u američkim dolarima znatno porasti u 2017. te da će poslije njihov rast biti umjereniji.<sup>3</sup>

Pretpostavlja se da će bilateralni tečajevi tijekom projekcijskog razdoblja biti nepromijenjeni na prosječnim razinama koje su prevladavale u dvotjednom razdoblju koje je završilo zaključnim datumom 22. studenoga. To podrazumijeva prosječan tečaj američkog dolara prema euru od 1,13 u 2017. i 1,17 u razdoblju od 2018. do 2020., dok je u projekcijama iz rujna 2017. predviđen tečaj američkog dolara prema euru od 1,18. Pretpostavlja se da će efektivni tečaj eura (u odnosu na 38 trgovinskih partnera) biti uglavnom nepromijenjen u odnosu na projekcije iz rujna 2017.

#### Tehničke pretpostavke

	prosinac 2017.				rujan 2017.		
	2017.	2018.	2019.	2020.	2017.	2018.	2019.
<b>Tromjesečni EURIBOR (godišnji postotak)</b>	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,1
<b>Prinosi na desetogodišnje državne obveznice (godišnji postotak)</b>	1,1	1,1	1,4	1,7	1,1	1,3	1,6
<b>Cijena nafte (u USD za barel)</b>	54,3	61,6	58,9	57,3	51,8	52,6	53,1
<b>Cijene sirovina bez energije, u USD (godišnja stopa promjene)</b>	7,9	3,3	3,4	4,3	9,0	5,4	4,2
<b>Tečaj USD/EUR</b>	1,13	1,17	1,17	1,17	1,13	1,18	1,18
<b>Nominalni efektivni tečaj eura (EER-38) (godišnja stopa promjene)</b>	2,2	2,8	0,0	0,0	2,3	2,6	0,0

**Očekuje se nastavak oporavka ulaganja u stambene nekretnine.** Tijekom posljednjih nekoliko tromjesečja ulaganja u stambene nekretnine snažno su porasla poduprta povoljnim uvjetima financiranja, preraspodjelama portfelja u korist stambenih nekretnina u okolnostima niskih prinosa na druge mogućnosti dugoročnog ulaganja te snažnijim rastom dohodaka zbog kontinuiranog rasta zaposlenosti.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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 2018. i da će se potom razvijati u skladu s globalnom gospodarskom aktivnošću.

Nadalje, čini se da je cjenovna prilagodba naniže na tržištima stambenih nekretnina u više država okončana. Tijekom projekcijskog razdoblja i dalje postoje ključni uvjeti za daljnji oporavak ulaganja u stambene nekretnine. Ipak se očekuje određeno slabljenje zamaha zbog kasne faze ciklusa na tržištu stambenih nekretnina i slabljenja učinka fiskalnih poticaja u nekim državama te nepovoljnih demografskih trendova.

**Poslovna ulaganja oporavila su se tijekom posljednjih nekoliko tromjesečja, a oporavak bi se trebao nastaviti tijekom projekcijskog razdoblja, premda sve sporijim tempom.** Očekuje se da će poslovno ulaganje poduprijeti više čimbenika: poslovno pouzdanje i dalje je vrlo visoko zahvaljujući vrlo povoljnim proizvodnim očekivanjima i narudžbama; iskorištenost kapaciteta i dalje nadmašuje prosječne razine iz razdoblja prije krize; uvjeti financiranja trebali bi u projekcijskom razdoblju i dalje biti vrlo povoljni; a s obzirom na izdašnost novčanih sredstava u sektoru nefinancijskih društava očekuje se povećanje profitnih marži. Nadalje, zbog snažnog oporavka cijena dionica zabilježenog posljednjih godina i umjerenog rasta financiranja dugom omjer financijske poluge (omjer duga i ukupne imovine) u sektoru nefinancijskih društava došao je na dosad najniže razine. Međutim, očekuje se da će na izgledu za poslovno ulaganje i dalje nepovoljno utjecati očekivani slabiji rast potencijalne proizvodnje i ograničene mogućnosti banaka za financijsko posredovanje u nekim državama. Postupno slabljenje zamaha tijekom projekcijskog razdoblja upućuje i na opće usporavanje domaće i inozemne potražnje.

## Okvir 2.

### Međunarodno okružje

---

**U drugoj polovici 2017. nastavio se postojani rast globalnog gospodarstva, pri čemu su rast gospodarske aktivnosti i trgovine postali rasprostranjeniji.** Pokazatelji koji se temelje na anketama upućuju na postojan globalni rast u trećem tromjesečju godine, pri čemu je indeks PMI (engl. *Purchasing Managers Index*) globalne skupne proizvodnje (bez europodručja) blizak dugoročnim prosječnim vrijednostima. Istodobno postoje znakovi sinkronizacije globalnog oporavka. Pokazatelji raspoloženja na financijskim tržištima razvijenih gospodarstava i dalje su snažni dok cijene dionica rastu, a kolebljivost je sve manja. U zemljama s tržištima u nastajanju smanjile su se kamatne stope, što je pridonijelo umjerenom ublaženju financijskih uvjeta, dok su se kapitalni priljevi vratili na razine koje nisu zabilježene od 2015. Gledajući dugoročnije, rast globalne gospodarske aktivnosti trebao bi ostati uglavnom stabilan i stope rasta trebale bi biti na razinama zabilježenima prije krize, u skladu sa slabijim potencijalnim rastom. Izgledi za razvijena gospodarstva uključuju snažan rast, koji će se usporavati tijekom projekcijskog razdoblja usporedno s napretkom oporavka i postupnom promjenom vrijednosti proizvodnog jaza, koja će postati pozitivna. U zemljama s tržištem u nastajanju jača dinamika rasta poduprta polaganim jačanjem gospodarske aktivnosti u državama izvoznicama sirovina, posebno Brazilu i Rusiji, te stabilnim rastom u Indiji i Kini, premda se u Kini rast i dalje smanjuje. Stopa rasta globalne gospodarske aktivnosti (bez europodručja) trebala bi u projekcijskom razdoblju iznositi između 3,7 % i 3,9 %. U usporedbi s projekcijama iz rujna 2017. rast globalnog BDP-a revidiran je neznatno naviše za 2017. i 2018., pri čemu su naviše revidirane uglavnom vrijednosti za Sjedinjene Američke Države i Kinu.

## Međunarodno okružje

(godišnje stope promjene)

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

<sup>1</sup> izračunano kao ponderirani prosjek uvoza

<sup>2</sup> izračunano kao ponderirani prosjek uvoza trgovinskih partnera europodručja

**Nakon iznimno snažna rasta u prvoj polovici 2017. očekuje se da će globalna trgovina i dalje biti snažna u sljedećim tromjesečjima, u skladu s povoljnim pokazateljima.** Očekuje se da će trgovinski izgledi u srednjoročnom razdoblju više odgovarati globalnoj gospodarskoj aktivnosti (s uporištem u elastičnosti globalne trgovine u odnosu na rast globalnog BDP-a od oko 1). Inozemna potražnja europodručja trebala bi porasti za 5,5 % u 2017., 4,4 % u 2018., 3,8 % u 2019. i 3,5 % u 2020. U usporedbi s projekcijama iz rujna 2017. globalni je gospodarski rast revidiran neznatno naviše, dok je inozemna potražnja europodručja revidirana znatnije naviše. Potonja revizija rezultat je revizija naviše samih podataka te, s obzirom na povoljnije pokazatelje globalne trgovine, pozitivnijeg mišljenja o mogućnosti snažnijeg kretanja inozemne potražnje europodručja u sljedećim tromjesečjima.

### Okvir 3.

Najnovija kretanja i izgledi za izvoz u države izvan europodručja i inozemnu potražnju europodručja

**Rast izvoza u države izvan europodručja kao i inozemna potražnja europodručja u posljednje vrijeme dobivaju zamah nakon vrlo slabih kretanja početkom 2016.** Na godišnjoj razini inozemna potražnja europodručja jača osobito od sredine 2016. te se u drugom tromjesečju 2017. približila najvišoj razini u posljednjih šest godina. Isto tako se od početka 2016. oporavlja i rast izvoza u države izvan europodručja.

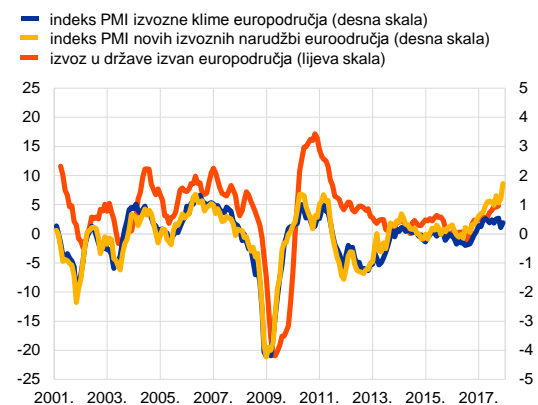
**Najnoviji uzlazni trend inozemne potražnje europodručja u skladu je s kontinuiranim globalnim oporavkom, ali donekle može biti i znak blage procikličnosti elastičnosti trgovine u odnosu na globalnu gospodarsku aktivnost.** Ustrajno precjenjivanje inozemne potražnje europodručja u razdoblju 2011. – 2016. pripisivalo se uglavnom strukturnom padu elastičnosti prihoda globalne trgovine, što nije bilo dostatno obuhvaćeno u prošlim projekcijama te je tako prouzročilo precjenjivanje globalne trgovine u odnosu na rast globalnog BDP-a. Međutim, u uvjetima oporavka globalnoga gospodarstva rast inozemne potražnje europodručja u posljednjih nekoliko tromjesečja snažniji je od predviđenoga u nekoliko prethodnih projekcija. Zato se postavlja pitanje ima li u elastičnosti trgovine trenutačno naznaka blage „procikličnosti”, koja nije bila dostatno obuhvaćena u posljednjih nekoliko projekcija, te stoga i trgovina raste po višim globalnim stopama.<sup>4</sup> Radi rješavanja tih pitanja te s obzirom na najnovije podatke, inozemna potražnja europodručja u ovim je projekcijama revidirana znatno naviše.

<sup>4</sup> Vidi, na primjer, članak autora Borin, A., Di Nino, V., Mancini, M. and Sbracia, M., *The cyclical nature of the income elasticity of trade*, Working Papers, br. 1126., Banca d'Italia, srpanj 2017.

**Reviziju naviše inozemne potražnje europodručja podupiru i snažni pokazatelji globalne trgovine i trgovine europodručja.** Upravo trgovinski pokazatelji upućuju na kontinuirani snažni rast inozemne potražnje europodručja i izvoza u države izvan europodručja. Ankete o trgovini europodručja (kao što su indeksi PMI novih izvoznih narudžbi sektora prerađivačke industrije i indeks izvozne klime) upućuju na ponovno povećanje trgovine (vidi Grafikon A). Osim toga, podatci europodručja o novim izvoznim narudžbama sektora prerađivačke industrije i o industrijskoj proizvodnji unatoč nedavnoj aprecijaciji efektivnog tečaja eura i dalje su snažni. Pokazatelji globalne trgovine, kao što su indeks PMI novih izvoznih narudžbi i vodeći pokazatelj aktivnosti investicijske banke Goldman Sachs, tijekom posljednjih 12 mjeseci također su znatno ojačali (vidi Grafikon B).

**Grafikon A**  
**Pokazatelji trgovine europodručja**

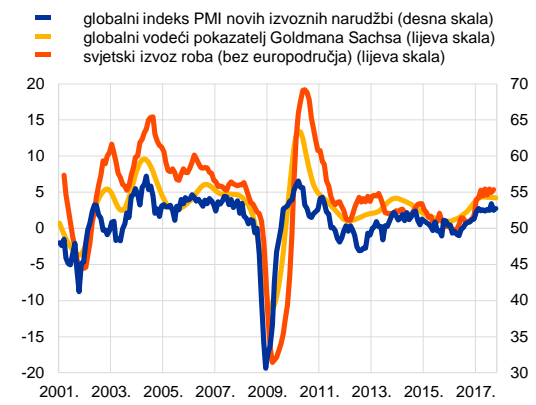
(lijeva skala: tromjesečni pomični prosjek, godišnje stope promjene; desna skala: indeks, standardizirani)



Izvori: Markit, Eurostat i izračun ESB-a  
Napomene: Podatci se odnose na obujam trgovine. Posljednji podatci za izvoz odnose se na rujun 2017., dok se oni za indeks izvozne klime i indeks PMI novih izvoznih narudžbi sektora prerađivačke industrije odnose na studeni 2017.

**Grafikon B**  
**Pokazatelji globalne trgovine**

(lijeva skala: tromjesečni pomični prosjek, godišnje stope promjene; desna skala: indeks, standardizirani)

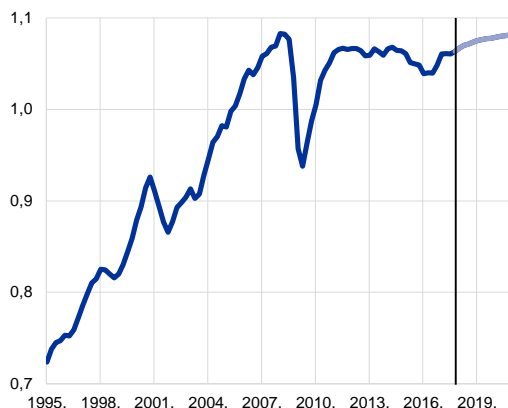


Izvori: Haver Analytics, Goldman Sachs, nizozemski ured za ekonomsku analizu i politiku (Centraal Planbureau, CPB), i izračun ESB-a.  
Napomene: Posljednji podatci CPB-a odnose se na rujun 2017., dok se oni investicijske banke Goldman Sachs i posljednji podatci za indekse PMI odnose na listopad 2017.

**Unatoč kolebljivosti podataka o globalnom uvozu početkom 2017., koju su djelomično potaknuli privremeni čimbenici, temeljni je uzlazni trend inozemne potražnje europodručja uglavnom u skladu s kretanjima pokazatelja iz anketa.** Svjetski uvoz početkom 2017. podupiralo je snažno povećanje uvoza iz zemalja s tržištima u nastajanju u Aziji, ponajviše Indije i Kine, kao i iz Rusije te iz država članica EU-a u srednjoj i istočnoj Europi. Na to su u mnogim slučajevima utjecali privremeni čimbenici. Bez obzira na kolebljivost, očekuje se da će se uzlazni trend rasta inozemne potražnje europodručja s kraja 2017. nastaviti i u 2018.

### Grafikon C Omjer globalnog uvoza i BDP-a

(indeks: 2005. = 1)



### U srednjoročnom razdoblju, međutim, odrednice elastičnosti prihoda trgovine blizu jedinične ostaju uglavnom nepromijenjene.

Rast trgovine po oko dvaput većoj stopi od BDP-a u dva desetljeća koja su prethodila Velikoj recesiji bio je povijesna anomalija, koju su poduprli ponajprije liberalizacija trgovine (osobito u zemljama s tržištem u nastajanju), povećanje globalnih lanaca vrijednosti i promjene geografskog sastava trgovine.<sup>5</sup> Kao što je vidljivo na Grafikonu C, izvoz se od 1995. do 2007. povećavao znatno brže nego globalna gospodarska aktivnost. Ipak, nije vjerojatno da će prethodno spomenuti čimbenici i dalje podupirati elastičnost trgovine. Liberalizacija trgovine uvelike se bliži kraju te, kada je riječ o geografskom sastavu, na elastičnost globalne

trgovine i dalje u znatnoj mjeri utječe niža elastičnost trgovine u zemljama s tržištem u nastajanju. Posljednjih nekoliko godina globalni uvoz i globalna gospodarska aktivnost paralelno su rasli, a takvo se kretanje očekuje i tijekom projekcijskog razdoblja.

**Predviđa se da će izvoz u države izvan europodručja, zahvaljujući vrlo povoljnim trgovinskim pokazateljima, i u sljedećih nekoliko tromjesečja biti snažan unatoč nedavnoj aprecijaciji eura.** Nakon toga se tijekom projekcijskog razdoblja očekuje sporiji rast izvoza u skladu s usporavanjem inozemne potražnje europodručja, što upućuje i na uglavnom nepromijenjene udjele na izvoznim tržištima. Očekuje se da će uvozu iz država izvan europodručja pogodovati pozitivna kretanja domaće potražnje i snažniji euro, premda će njegov rast biti slabiji od rasta izvoza, stoga će i ukupni doprinos neto trgovine gospodarskom rastu biti blago pozitivan.

**Unatoč i dalje snažnim najnovijim podacima predviđa se da će se rast zaposlenosti s vremenom malo usporiti.** Nedavni snažni rast zaposlenosti raširen je po državama, ali ga se može djelomično pripisati povoljnim privremenim čimbenicima (poput mjera fiskalnih poticaja u pojedinim državama). Budući da se očekuje postupno slabljenje učinka tih čimbenika i u nekim se državama predviđa pad zaposlenosti u javnom sektoru, predviđa se da će rast zaposlenosti sljedećih nekoliko tromjesečja donekle izgubiti zamah.

**Predviđa se sve slabiji rast radne snage zbog nedostatka ponude.** Očekuje se da će radna snaga tijekom projekcijskog razdoblja, zahvaljujući neto useljavanju radnika, očekivanoj integraciji izbjeglica i učinku ohrabrenih radnika, i dalje rasti. Bez obzira na to, predviđa se da će učinak sve nepovoljnijih demografskih kretanja

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



postupno umanjiti te pozitivne učinke tijekom projekcijskog razdoblja. To pridonosi i usporavanju rasta zaposlenosti.

**Ipak se očekuje daljnje smanjenje stope nezaposlenosti.** U trećem tromjesečju 2017. stopa nezaposlenosti smanjila se na 9,0 %, a predviđa se i daljnje znatno smanjenje broja nezaposlenih. Očekuje se da će se stopa nezaposlenosti smanjiti na 7,3 % u 2020.

**Predviđa se oporavak rasta produktivnosti u projekcijskom razdoblju.** Početan snažan oporavak rasta produktivnosti ove i sljedeće godine upućuje na slabljenje učinka mjera koje su 2016. privremeno povećale zaposlenost. Kasnije u projekcijskom razdoblju produktivnost rada (po radniku) uglavnom potiču neznatno povećanje temeljne ukupne faktorske produktivnosti kao i kapitalno intenziviranje te dulji radni vijek po radniku. Posljednja dva čimbenika znak su kontinuiranog poboljšanja cikličke pozicije i sve manje ponude radne snage na tržištu rada.

**Očekuje se da će rast realnog BDP-a i dalje biti veći od potencijalnog rasta do 2020.** Procjenjuje se da je rast potencijalne proizvodnje posljednjih godina dobio veći zamah, poduprt povoljnijim doprinosima kapitala, rada i ukupne faktorske produktivnosti. U projekcijskom razdoblju predviđa se daljnje povećanje po nešto nižoj stopi od one prije krize. Doprinos rada trebao bi se smanjiti tijekom projekcijskog razdoblja uglavnom zbog sporijeg rasta radno sposobnog stanovništva. Doprinos kapitala vjerojatno će i dalje biti razmjerno snažan zbog ponovnog povećanja investicija u dugotrajnu imovinu. Procjenjuje se da će i doprinos ukupne faktorske produktivnosti biti prilično snažan po novim standardima, zahvaljujući učinkovitijoj raspodjeli resursa poslije krize, provedenim strukturnim reformama na tržištima proizvoda i rada, poboljšanju ljudskoga kapitala, obnovi temeljnoga kapitala i upotrebi sve suvremenijih tehnologija u gospodarstvu. Međutim, valja napomenuti da se potencijalni rast kao i njegovi pokretači ne mogu pouzdano mjeriti te da u vezi s procjenama postoji znatna razina neizvjesnosti.

**U usporedbi s projekcijama iz rujna 2017., izgledi za rast realnog BDP-a revidirani su znatno naviše.** Revizija naviše za 2017. djelomično je povezana s iznenađujuće visokim vrijednostima novih podataka o BDP-u, uz pozitivne učinke prijenosa i u 2018. Osim toga, vrlo snažno poslovno i potrošačko raspoloženje upućuje na znatno jači zamah rasta nego što se prethodno očekivalo. Viša inozemna potražnja i nešto niže dugoročne kamatne stope također su utjecale na revizije naviše izgleda za rast u 2018. i 2019.

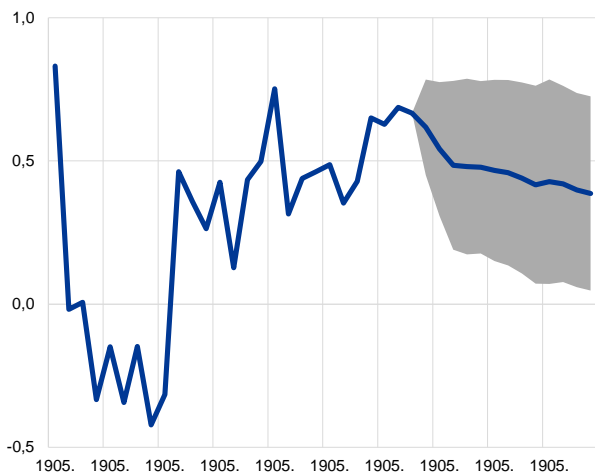
## Grafikon 1.

### Makroekonomske projekcije<sup>1</sup>

(tromjesečni podatci)

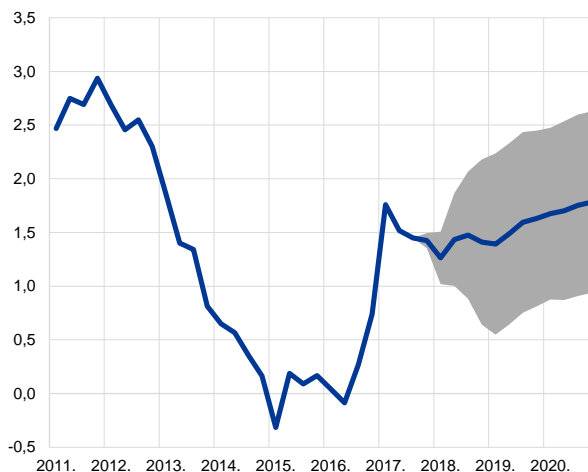
#### Realni BDP europodručja<sup>2</sup>

(stope promjene u odnosu na prethodno tromjesečje)



#### HIPC europodručja

(stope promjene u odnosu na prethodnu godinu)



<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> kalendarski prilagođeni podatci

## 2. Cijene i troškovi

**Premda se zbog negativnih baznih učinaka povezanih s energijom očekuje blago kratkoročno smanjenje inflacije mjerene HIPC-om, nakon toga bi ona trebala rasti i dosegnuti razinu od 1,7 % u 2020.** Zbog negativnih baznih učinaka komponente energije, koji su više nego nadomjestili nedavno povećanje cijena nafte, ukupna inflacija past će na najnižu razinu od 1,3 % u prvom tromjesečju 2018. Očekuje se da će se inflacija cijena energije mjerena HIPC-om u preostalom dijelu projekcijskog razdoblja samo vrlo umjereno povećati, u skladu sa silaznom putanjom krivulje cijena nafte predviđenih ročnicama i pozitivnim učincima poreza na naftu. Nakon vrlo slabih kretanja posljednjih nekoliko godina previđa se umjereno povećanje inflacije cijena prehrambenih proizvoda mjerene HIPC-om, što podupiru pretpostavke o povećanju međunarodnih cijena prehrambenih sirovina i pozitivni učinci povećanja poreza na duhan. Budući da gospodarstvo raste po stopi koja premašuje stopu njegova potencijalnog rasta, očekuje se povećanje temeljnih cjenovnih pritisaka tijekom projekcijskog razdoblja. Osobito se očekuje da će rast plaća zbog sve većeg manjka ponude na tržištu rada, uz znatna ograničenja ponude radne snage u nekim državama, i pozitivni učinci neto neizravnih poreza utjecati na daljnje povećanje temeljne inflacije. S obzirom na neke neizravne učinke nedavnih povećanja cijena nafte i pretpostavljena povećanja cijena sirovina bez energije kao i očekivano jačanje globalnih inflacijskih pritisaka općenito, očekuje se da će povećanju inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda tijekom projekcijskog razdoblja donekle pridonijeti i vanjski pritisci. Cjelokupno gledano,

očekuje se da će ukupna inflacija prosječno iznositi 1,5 % u 2017. 1,4 % u 2018., 1,5 % u 2019. i 1,7 % u 2020.

**Sve nepovoljniji uvjeti na tržištu rada te prestanak mjera koje su negativno utjecale na rast plaća u nekim državama proteklih nekoliko godina glavni su čimbenici ponovnog povećanja troškova rada u projekcijskom razdoblju.**

Predviđa se da će rast naknada po zaposlenom porasti sa 1,7 % u 2017. na 2,7 % u 2020, uz privremeno usporavanje u 2019., kao posljedica konverzije potraživanja na osnovi poreza u Francuskoj u trajno smanjenje doprinosa poslodavaca za socijalno osiguranje<sup>6</sup>. S obzirom na očekivano cikličko poboljšanje rasta produktivnosti, ovaj obrazac kretanja plaća upućuje na jačanje jediničnih troškova rada sa 0,9 % u 2017. na 1,8 % u 2020. Općenito, važnim razlozima za povećanje rasta plaća smatraju se poboljšanja uvjeta na tržištu rada europodručja i sve veći manjak ponude radne snage u nekim njegovim dijelovima. Potreba za obuzdavanjem rasta plaća radi ponovnog postizanja cjenovne konkurentnosti u nekim državama poslije krize i potisnuto ograničenje plaća s obzirom na obvezujuću rigidnost u pogledu smanjenja nominalnih plaća za vrijeme krize trebali bi postupno oslabjeti kako se daljnji gospodarski rast bude širio u svim državama europodručja. Osim toga, može se očekivati da će povećanju rasta plaća doprinijeti znatno povećanje ukupne inflacije u 2017. u odnosu na prethodne tri godine. Naposljetku, i više plaće u javnom sektoru također doprinose ukupnom rastu plaća u projekcijskom razdoblju.

**Predviđa se da će profitne marže u prvom dijelu projekcijskog razdoblja rasti, u prosjeku, nešto bržim tempom od zabilježenog u prethodnoj godini.**

Na profitne marže tijekom posljednjih tromjesečja negativno su se odrazili gubitci povezani s trgovinskim uvjetima koji su posljedica povećanja cijena nafte. Kako ti nepovoljni učinci budu slabjeli, očekuje se da će se profitne marže povećati nešto snažnije nego u posljednje vrijeme, zahvaljujući kontinuiranom gospodarskom oporavku. Međutim, očekuje se da će dinamiku rasta profitnih marži u projekcijskom razdoblju ograničavati očekivana povećanja rasta jediničnih troškova rada kao i neizravnih poreza.

**Nakon povećanja u 2017. očekuje se da će vanjski cjenovni pritisci u projekcijskom razdoblju i dalje biti pozitivni, ali umjereniji od zabilježenih u posljednje vrijeme.**

Prilično snažno povećanje uvoznih cijena ove godine posljedica je zaokreta u cijenama nafte i sirovina bez energije. Nakon 2017. očekuje se usporavanje stopa rasta povezano s pretpostavljenim umjerenijim kretanjem cijena sirovina tijekom projekcijskog razdoblja i nepovoljnim učincima nedavne aprecijacije eura. No, temeljni bi globalni inflacijski pritisci trebali postupno jačati tijekom projekcijskog razdoblja zbog porasta globalnih troškova proizvodnje koji će pratiti smanjenje neiskorištenosti kapaciteta na globalnoj razini.

**U usporedbi s projekcijama iz rujna 2017. izgledi za inflaciju mjerenu HIPC-om za 2018. revidirani su za 0,2 postotna boda naviše i nakon toga ostaju nepromijenjeni.** Revizija naviše ukupne inflacije za 2018. u vezi sa snažnijim

<sup>6</sup> Budući da je smanjenje naknada po zaposlenome i jediničnih troškova rada uglavnom nadomjestilo odgovarajuće povećanje profitnih marži, očekuje se da će njegov utjecaj na određivanje cijena biti ograničen.

kretanjem inflacije cijena energije mjerene HIPC-om i inflacije cijena prehrambenih proizvoda mjerene HIPC-om s obzirom na iznenađujući porast vrijednosti novih podataka o ovim komponentama, na pretpostavke o višim cijenama nafte i pozitivne učinke poreza na energiju i duhan. Inflacija mjerena HIPC-om bez prehrambenih proizvoda i energije revidirana je naniže u kratkoročnom razdoblju, što je djelomično povezano s iznenađujuće niskim vrijednostima novih podataka.

### 3. Fiskalni izgledi

**Očekuje se da će fiskalna politika tijekom projekcijskog razdoblja ostati neutralna.** Karakter fiskalne politike mjeri se promjenom ciklički prilagođenog primarnog salda bez državne potpore financijskom sektoru. Povećanja neizravnih poreza i skromniji rast državne potrošnje u 2017. potpuno je nadomješteno smanjenjem izravnih poreza i višim transferima kućanstvima. Fiskalnu politiku u 2018. oblikuju uglavnom smanjenja izravnih poreza i socijalnih doprinosa te pretpostavka o dinamičnijem rastu državnih ulaganja koje samo djelomično nadomještaju povećanja neizravnih poreza i slab rast transfera kućanstvima. Predviđa se da će fiskalne politike i u razdoblju 2019. – 2020. u prosjeku biti neutralne.

**Očekuje se da će se tijekom projekcijskog razdoblja smanjivati i manjak proračuna opće države i omjer duga.** Fiskalna projekcija uključuje postupno smanjenje manjka proračuna opće države tijekom projekcijskog razdoblja, uglavnom zahvaljujući poboljšanju cikličke komponente i smanjenju plaćanja kamata. Ciklički prilagođeni primarni saldo i dalje će biti stabilan u projekcijskom razdoblju. Očekuje se da će se omjer državnog duga i BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja i dalje smanjivati poduprt povoljnom razlikom između kamatnih stopa i stopa rasta<sup>7</sup> te primarnim saldonom. U usporedbi s projekcijama iz rujna 2017. izgledi za proračunski manjak uglavnom su nepromijenjeni, dok je omjer duga i BDP-a nešto manji, uglavnom zbog povoljnije razlike između kamatnih stopa i stopa rasta u 2019.

#### Okvir 4.

##### Analiza osjetljivosti

---

**Projekcije se uvelike oslanjaju na tehničke pretpostavke povezane s kretanjem određenih ključnih varijabli.** Budući da neke od tih varijabli mogu imati velik učinak na projekcije za europodručje, ispitivanje osjetljivosti projekcija u odnosu na alternativna kretanja tih temeljnih pretpostavki može pomoći pri analizi rizika za projekcije. U ovom se okviru govori o neizvjesnosti povezanoj s nekim ključnim temeljnim pretpostavkama te o osjetljivosti projekcija u odnosu na te varijable.

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

## 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 ročnica, cijene nafte trebale bi pasti, pri čemu će cijena sirove nafte Brent iznositi približno 57 USD po barelu krajem 2020. Takvo je predviđeno kretanje naftnih ročnica u skladu s umjerenim rastom globalne potražnje za naftom, koji bi mogao biti posljedica umjerenog intenziviranja globalne gospodarske aktivnosti. Kada je riječ o faktorima ponude, iako produženje primjene sporazuma između OPEC-a i glavnih država proizvođača izvan OPEC-a 30. studenoga nastupilo nakon krajnjeg datuma (22. studenoga), vjerojatno je bilo uključeno u tržišna očekivanja. Međutim, očekuje se da će smanjenje proizvodnje proizvođača konvencionalne nafte djelomično nadomjestiti rast proizvodnje nafte iz škriljevca u Sjedinjenim Američkim Državama. Kombinacija alternativnih modela kojima se stručnjaci Eurosustava<sup>8</sup> služe za predviđanje cijena nafte tijekom projekcijskog razdoblja upućuje na snažnije povećanje cijena nafte od onih pretpostavljenih u tehničkim pretpostavkama, što je znak bržeg narušavanja ravnoteže između ponude i potražnje od očekivanog. Ostvarenje alternativnog kretanja cijena nafte, koje se temelji na pretpostavci da će do 2020. cijene nafte biti 11 % više od pretpostavljenih u osnovnim projekcijama, imalo bi neznatno nepovoljan utjecaj na rast realnog BDP-a te bi prouzročilo nešto brži rast inflacije mjerene HIPC-om (bila bi za 0,2 postotna boda viša i u 2019. i 2020.).

## 2. Alternativno kretanje tečaja

**Ovom analizom osjetljivosti istražuju se utjecaji daljnjeg jačanja tečaja eura.** Jedan je od mogućih izvora aprecijacijskog rizika jači gospodarski oporavak u europodručju od očekivanog. Scenarij se temelji na 75. percentilu distribucije vjerojatnosti tečaja USD/EUR izvedene iz gustoća neutralnih na rizik koje su implicirane u opcijama na dan 22. studenoga 2017. Takvo kretanje podrazumijeva postupnu aprecijaciju eura u odnosu na američki dolar na tečaj od 1,36 USD za euro u 2020., što je za oko 16 % 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 od otprilike 52 %. U tom scenariju prosjek rezultata više makroekonomskih modela stručnjaka upućuje na to da bi rast realnog BDP-a mogao biti za 0,2 postotna boda niži u 2018., za 0,6 postotnih bodova u 2019. i za 0,2 postotna boda u 2020. Inflacija mjerena HIPC-om bila bi za 0,2 postotna boda niža u 2018., za 0,5 postotnih bodova u 2019. odnosno za 0,6 postotnih bodova u 2020. Treba istaknuti da se ti procijenjeni učinci na rast i inflaciju primjenjuju samo u slučaju potpuno egzogenog šoka tečaja.

---

## 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 ni s makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava jer nisu završene u isto vrijeme. Osim toga, služe se različitim (dijelom navedenim) metodama kako bi došle do

<sup>8</sup> Vidi kombinaciju četiriju modela opisanu u članku *Forecasting the price of oil*, Ekonomski bilten, br. 4, ESB, 2015.

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.
<b>Projekcije stručnjaka Eurosustava</b>	prosinac 2017.	2,3	1,9	1,7	1,4	1,5	1,7
		[1,7 – 2,9]	[0,9 – 2,9]	[0,6 – 2,8]	[0,9 – 1,9]	[0,7 – 2,3]	[0,8 – 2,6]
<b>Europska komisija</b>	studeni 2017.	2,1	1,9	–	1,4	1,6	–
<b>OECD</b>	studeni 2017.	2,1	1,9	–	1,5	1,7	–
<b>Euro Zone Barometer</b>	studeni 2017.	2,0	1,7	1,5	1,4	1,6	1,8
<b>prognoze organizacije Consensus Economics</b>	prosinac 2017.	2,1	1,5	1,3	1,4	1,5	1,7
<b>Survey of Professional Forecasters</b>	listopad 2017.	1,9	1,7	–	1,4	1,6	–
<b>MMF</b>	listopad 2017.	1,9	1,7	1,6	1,4	1,7	1,8

Izvori: Gospodarske prognoze Europske komisije, jesen 2017.; IMF World Economic Outlook, 10. listopada 2017.; OECD Economic Outlook, studeni 2017.; prognoze organizacije Consensus Economics, prosinac 2017.; MJEconomics za Euro Zone Barometer, studeni 2017. i istraživanje ESB-a Survey of Professional Forecasters, listopad 2017.

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, 2017.

Poštanska adresa: 60640 Frankfurt na Majni, Njemačka

Telefon: +49 69 1344 0

Mrežne stranice: [www.ecb.europa.eu](http://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-17-002-HR-N (pdf)