



MAKROEKONOMSKE PROJEKCIJE STRUČNJAKA ESB-a ZA EUROPODRUČJE, RUJAN 2014.¹

Najnoviji pokazatelji upućuju na slabije kratkoročne izglede u uvjetima usporenenih trgovinskih kretanja, geopolitičkih napetosti i neizvjesnosti u pogledu procesa reforma u nekim zemljama europodručja. Ipak, u osnovnoj projekciji, i dalje postoje temeljne silnice za kontinuiran oporavak. Na domaću potražnju povoljno će utjecati akomodativna monetarna politika, ojačana standardnim i nestandardnim mjerama poduzetim u lipnju 2014., i povoljniji uvjeti ponude kredita. Osnovne projekcije podrazumijevaju uglavnom neutralnu fiskalnu politiku nakon godina znatne fiskalne restrikcije. Pored toga, osobna potrošnja bit će poduprta utjecajem niskih cijena primarnih sirovina i rasta dohodaka kako se stanje na tržištu rada bude poboljšavalo; a na ulaganja će povoljno utjecati smanjena potreba za bilančnim prilagodbama i proces dostizanja nakon godina slabe aktivnosti, iako će ih isprva obuzdavati veliki višak kapaciteta. Na izvoz će povoljno utjecati postupan oporavak svjetskoga gospodarstva ojačan utjecajima slabijeg efektivnog tečaja eura. Realni BDP trebao bi se povećati 2014. za 0,9 %, 2015. za 1,6 % te 2016. za 1,9 %. Kako su te stope iznad procijenjene stope potencijalnog rasta, one pridonose postupnom smanjenju proizvodnog jaza.

Inflacija u europodručju mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) trebala bi kratkoročno ostati niska i 2014. prosječno iznositi 0.6 %. Nakon toga predviđa se sporo povećanje na 1.1 % 2015. i na 1.4 % 2016. godine. Predviđeni porast ukupne inflacije odražava očekivano poboljšanje gospodarske aktivnosti, što će dovesti do sve većeg rasta plaća i dobiti. Pored toga, pretpostavljeni rast cijena neenergetskih sirovina i općenito uvoznih cijena u europodručju, što je također povezano sa slabijim tečajem eura, trebao bi povećati pritisak na rast cijena. Međutim, postojeća neiskorištenost kapaciteta i pretpostavljeni pad cijena nafte, kao odraz silazne putanje krivulje terminskih cijena nafte, negativno utječu na inflacijske izglede.

U usporedbi s projekcijama objavljenim u Mjesečnom biltenu iz lipnja 2014., projekcija rasta realnog BDP-a za 2014. korigirana je naniže za 0,2 postotna boda kao odraz rezultata u drugom tromjesečju koji su bili slabiji od očekivanih i nižeg izvoza u drugoj polovini godine. Projekcija za 2015. također je korigirana naniže, uglavnom zbog manje povoljnog učinka prijenosa. Nasuprot tomu, projekcija za 2016. korigirana je naviše, i to za 0,1 postotni bod, uglavnom zbog povoljnog učinka poboljšanih uvjeta financiranja za privatna ulaganja. Inflacija mjerena HIPC-om korigirana je naniže za 0,2 postotna boda za 2014., što je odraz vrijednosti inflacije posljednjih nekoliko mjeseci koje su bile niže od očekivanih. Projekcije za 2015. i 2016. su nepromijenjene jer je temeljna dinamika inflacije mjerene HIPC-om bez energije, koja je niža od očekivane, uglavnom kompenzirana nešto snažnijim povećanjima inflacije mjerene cijenama energije u HIPC-u, s obzirom na očekivanja viših cijena nafte i nižeg tečaja.

Najnovije mjere politike ESB-a uključene su u osnovnu projekciju samo preko njihova utjecaja na tehničke financijske pretpostavke (tržišne kamatne stope i cijene vlasničkih vrijednosnih papira, uključujući tečaj). Stoga će osnovna projekcija vjerojatno podcijeniti utjecaj paketa mjera jer dodatni kanali nisu uključeni (vidi Okvir 2.).

Članak daje kratak pregled makroekonomskih projekcija za europodručje za razdoblje 2014. – 2016. Projekcije za tako dugo razdoblje podložne su vrlo visokoj neizvjesnosti.² To treba imati na umu prilikom njihova tumačenja.

Projekcije za europodručje po prvi put uključuju Litvu.

1 Upravno vijeće služi se makroekonomskim procjenama stručnjaka ESB-a pri ocjeni gospodarskih kretanja i rizika za stabilnost cijena. Više informacija o korištenim postupcima i tehnikama možete pronaći u dokumentu *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ESB, lipanj 2001., koji je dostupan na mrežnim stranicama ESB-a. Zaključni je datum za uključivanje najnovijih informacija u ove projekcije 21. kolovoza 2014.

2 Vidi članak *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections* u Mjesečnom biltenu iz svibnja 2013.

MEĐUNARODNO OKRUŽJE

Očekuje se da će stopa rasta svjetskog realnog BDP-a (bez europodručja) tijekom projekcijskog horizonta rasti s 3,7 % u 2014. na 4,2 % u 2015. i na 4,3 % u 2016. godini. Unatoč kratkoročnoj volatilnosti, jača rast u razvijenijim gospodarstvima izvan europodručja. Aktivnost na tržištima u nastajanju također se oporavila, vođena snažnim ubrzanjem u Kini. Globalni pokazatelji potvrđuju jačanje rasta u kratkoročnom razdoblju. Gledano dugoročnije, očekuje se jačanje svjetske gospodarske aktivnosti. Vrlo akomodativne monetarne politike u razvijenijim gospodarstvima nastavljaju podupirati financijska tržišta i oporavak svjetskoga gospodarstva. Razvijenija gospodarstva također bi sve više trebala imati koristi od sve slabijih nepovoljnih čimbenika zbog smanjenja razduživanja privatnog sektora, smanjene potrebe za fiskalnom konsolidacijom i sve boljih uvjeta na tržištima rada. Za razliku od toga, u nekoliko gospodarstava u nastajanju infrastrukturna uska grla, ograničenost kapaciteta i makroekonomske neravnoteže vjerojatno će ograničavati potencijal rasta, dok se druga gospodarstva u nastajanju prilagođavaju pooštrenim financijskim uvjetima i očekivanoj normalizaciji monetarne politike u Sjedinjenim Američkim Državama.

Zamah svjetske trgovine oslabio je od kraja prošle godine. U predstojećem razdoblju rast ulaganja u razvijenijim gospodarstvima izvan europodručja trebao bi potaknuti postupan oporavak svjetske trgovine. Međutim, smatra se da strukturni čimbenici, uključujući sve sporiji tempo integracije kroz globalne opskrbne lance, također igraju određenu ulogu. Kao posljedica toga, a u skladu s prethodnim prognozama, projekcija pretpostavlja manju elastičnost svjetske trgovine u odnosu na gospodarsku aktivnost od one zabilježene prije svjetske financijske krize. Svjetska trgovina (bez europodručja) trebala bi ojačati za 3,9 % u 2014., 5,5 % u 2015. i 5,9 % u 2016. Očekuje se da će rast uvozne potražnje glavnih trgovinskih partnera europodručja biti sporiji od potražnje ostatka svijeta, zbog čega bi rast inozemne potražnje europodručja trebao biti malo slabiji od rasta svjetske trgovine (vidi Tablicu 1.).

Tablica 1. Međunarodno okružje

(godišnje promjene u postocima)

	Rujan 2014.				Lipanj 2014.			Korekcije od lipnja 2014.		
	2013.	2014.	2015.	2016.	2014.	2015.	2016.	2014.	2015.	2016.
Svjetski realni BDP (bez europodručja)	3,7	3,7	4,2	4,3	3,6	4,0	4,1	0,1	0,2	0,2
Svjetska trgovina (bez europodručja) ¹⁾	3,4	3,9	5,5	5,9	4,3	5,7	5,9	-0,3	-0,2	0,0
Inozemna potražnja europodručja ²⁾	2,9	3,5	5,0	5,6	3,7	5,2	5,6	-0,3	-0,3	-0,1

Napomena: Korekcije su izračunane na temelju nezaokruženih podataka.

1) Izračunan kao ponderirani prosjek uvoza.

2) Izračunan kao ponderirani prosjek uvoza trgovinskih partnera europodručja.

U usporedbi s makroekonomskim projekcijama objavljenim u Mjesečnom biltenu iz lipnja 2014., prognoza svjetskog rasta korigirana je naviše za 0,1 postotni bod u 2014. i za 0,2 postotna boda i u 2015. i u 2016. Međutim, te su korekcije tehničke naravi i u cijelosti odražavaju ažurirane pondere BDP-a na temelju pariteta kupovne moći kojim se izrađuju agregati svjetske gospodarske aktivnosti, koji pridaju veću važnost brže rastućim gospodarstvima u nastajanju i koji ne odražavaju promjenu ocjena za pojedinačne države.³ Ne uključujući utjecaj promijenjenih pondera, stopa rasta svjetskog BDP-a u suštini nije korigirana. Inozemna potražnja europodručja korigirana je naniže za 0,3 postotna boda za 2014. i 2015. te za 0,1 postotni bod za 2016. Te korekcije naniže odražavaju procjenu da će svjetska trgovina vjerojatno biti slabija nego što se očekivalo, kao i pesimističniju prognozu u pogledu trgovine s Rusijom i Ukrajinom (vidi Okvir 4.).

3 Nakon objave istraživanja o novim referentnim mjerilima pariteta kupovne moći, koje je 2011. proveo međunarodni poredbeni program (*International Comparison Program*), MMF je u svojoj publikaciji *World Economic Outlook* ažurirao procjene BDP-a na temelju pariteta kupovne moći (vidi okvir u MMF-ovoj publikaciji iz srpnja 2014.).

Okvir 1.**TEHNIČKE PRETPOSTAVKE U VEZI S KAMATNIM STOPAMA, TEČAJEVIMA, CIJENAMA PRIMARNIH SIROVINA I FISKALNIM POLITIKAMA**

Tehničke pretpostavke u vezi s kamatnim stopama i cijenama sirovina temelje se na tržišnim očekivanjima, sa zaključnim datumom 13. kolovoza 2014. 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 0,2 % u 2014. i 2015. te 0,3 % u 2016. godini. Tržišna očekivanja u vezi s nominalnim prinosisima na desetogodišnje državne obveznice europodručja upućuju na prosječnu razinu od 2,3 % u 2014., 2,2 % u 2015. i 2,5 % u 2016.¹ Očekuje se da će ukupne aktivne kamatne stope banaka na kredite nefinancijskom privatnom sektoru europodručja, prateći kamatne stope na terminkom tržištu i postupni prijenos promjena tržišnih kamatnih stopa na aktivne kamatne stope, ostati uglavnom stabilne 2014. i 2015., nakon čega će tijekom 2016. skromno rasti.

Što se tiče cijena sirovina, na temelju kretanja cijena na terminkim tržištima u dvotjednom razdoblju koje je završilo zaključnim datumom, pretpostavlja se da će cijena barela sirove nafte Brent pasti s 109,8 USD u drugom tromjesečju 2014. na 102,7 USD 2016. godine. Pretpostavlja se da će se cijene neenergetskih sirovina u američkim dolarima znatno smanjiti 2014., nakon čega će blago porasti 2015., a 2016. njihov će se rast donekle ubrzati.²

Pretpostavlja se da će bilateralni tečajevi tijekom projekcijskog horizonta ostati nepromijenjeni na prosječnim razinama koje su prevladavale u dvotjednom razdoblju koje je završilo zaključnim datumom 13. kolovoza 2014. To podrazumijeva tečaj američkog dolara prema euru od 1,36 u 2014. i 1,34 u 2015. i 2016.

Tehničke pretpostavke

	Rujan 2014.				Lipanj 2014.			Korekcije od lipnja 2014. ¹⁾		
	2013.	2014.	2015.	2016.	2014.	2015.	2016.	2014.	2015.	2016.
Tromjesečni EURIBOR (godišnji postotak)	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,2
Prinosi na desetogodišnje državne obveznice (godišnji postotak)	2,9	2,3	2,2	2,5	2,4	2,6	3,0	-0,1	-0,4	-0,5
Cijena nafte (u američkim dolarima, po barelu)	108,8	107,4	105,3	102,7	107,2	102,2	98,2	0,2	3,0	4,5
Cijene neenergetskih sirovina, u američkim dolarima (godišnje promjene u postotcima)	-5,0	-4,8	0,1	4,4	0,3	1,7	4,6	-5,1	-1,6	-0,2
Tečaj USD/EUR	1,33	1,36	1,34	1,34	1,38	1,38	1,38	-1,8	-3,3	-3,3
Nominalni efektivni tečaj eura (EER20) (godišnje promjene u postotcima)	3,8	1,4	-0,8	0,0	2,6	0,1	0,0	-1,2	-0,9	0,0

Napomena: Korekcije su izračunane na temelju nezaokruženih podataka.

1) Korekcije su prikazane kao postotci za razine, kao razlike za stope rasta i kao postotni bodovi za kamatne stope i prinose na obveznice.

Fiskalne pretpostavke odražavaju prihvaćene proračunske zakone i dodatne proračune zemalja europodručja, njihove srednjoročne proračunske planove i razrađene fiskalne mjere iz dopuna programa stabilnosti koji su dostupni od 21. kolovoza 2014. One uključuju sve mjere fiskalne politike koje su nacionalni parlamenti već odobrili, koje su vlade dovoljno detaljno razradile i koje će vjerojatno biti prihvaćene u zakonodavnom postupku. Ukupno gledajući, ove pretpostavke podrazumijevaju prosječno tek malen stupanj fiskalne konsolidacije tijekom projekcijskog horizonta na temelju proračunskih planova

za 2014. i samo ograničenih podataka za 2015. i 2016. Pretpostavljena fiskalna konsolidacija tijekom projekcijskog horizonta znatno je niža nego posljednjih godina.

U odnosu na Mjesečni bilten iz lipnja 2014., glavne promjene u tehničkim pretpostavkama uključuju niže kratkoročne i dugoročne kamatne stope u europodručju kao i slabiji efektivni tečaj eura. Iako su cijene nafte izražene u američkim dolarima nešto više nego u lipanjskim projekcijama, cijene neenergetskih sirovina su niže.

- 1 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 dvije serije podataka održana tijekom cijeloga projekcijskog horizonta. Pretpostavlja se da će razlike između prinosa na državne obveznice pojedinačnih država i odgovarajućeg prosjeka za europodručje ostati nepromijenjene tijekom projekcijskog horizonta.
- 2 Pretpostavke u vezi s cijenama nafte i prehrambenih sirovina temelje se na terminskim cijenama do kraja projekcijskog horizonta. Pretpostavlja se da će cijene drugih neenergetskih sirovina slijediti terminske cijene do trećeg tromjesečja 2015. i da će se potom razvijati u skladu sa svjetskom gospodarskom aktivnošću. Cijene na poljoprivrednom gospodarstvu u EU-u (u eurima), koje se koriste za prognoziranje potrošačkih cijena prehrambenih proizvoda, projicirane su pomoću ekonometrijskog modela koji uzima u obzir kretanja međunarodnih cijena prehrambenih sirovina.

PROJEKCIJE RASTA REALNOG BDP-a

Gospodarski oporavak u europodručju stagnirao je u drugom tromjesečju 2014. nakon četiri tromjesečja skromnog rasta. Čini se da je slabost gospodarske aktivnosti u drugom tromjesečju djelomice odraz negativnog utjecaja nekoliko jednokratnih čimbenika. Prvo, na gospodarsku aktivnost u prvom tromjesečju neobično povoljno utjecao je mali broj praznika (budući da su uskrсни školski praznici u cijelosti pali u drugo tromjesečje) i topla zima koja je potaknula građevinsku aktivnost. Nijedan od ovih povoljnih učinaka u prvom tromjesečju nije bio dovoljno obuhvaćen sezonskom ili kalendarskom prilagodbom. Kako su ti učinci oslabjeli u drugom tromjesečju, to je usporilo rast. Drugo, negativni kalendarski učinci koji se odnose na veći broj dana oko državnih praznika pogodnih za spajanje od uobičajenog u mnogim zemljama europodručja možda su smanjili broj efektivnih radnih dana u svibnju, što nije obuhvaćeno kalendarskom prilagodbom.

Što se tiče druge polovine 2014., iako su pokazatelji pouzdanja i dalje blizu svojih dugoročnih prosječnih razina, njihovo nedavno slabljenje upućuje na prilično skroman rast gospodarske aktivnosti u kratkoročnom razdoblju. Slabljenje anketnih podataka događa se u kontekstu nedavna daljnjeg povećanja geopolitičkih napetosti (vidi Okvir 4.) te neizvjesnosti oko procesa gospodarskih reformi u nekim zemljama europodručja. Sve u svemu, projekcija predviđa prilično umjereno povećanje aktivnosti u drugoj polovini 2014., slabije od očekivanoga.

Gledajući dugoročnije, pod pretpostavkom da neće doći do daljnjeg zaoštavanja napetosti na svjetskoj razini, predviđa se postupno ubrzavanje rasta realnog BDP-a tijekom projekcijskog horizonta. Očekuje se da će se rast realnog BDP-a ubrzati 2015. i 2016., s time da bi se razlike u rastu između pojedinih zemalja trebale smanjiti, zahvaljujući napretku u prevladavanju rascjepkanosti financijskih tržišta, manjim razlikama u krivuljama njihovih fiskalnih politika i pozitivnom učinku prethodnih strukturnih reformi u nekoliko zemalja na gospodarsku aktivnost. Predviđeni rast aktivnosti uglavnom će poduprijeti jačanje domaće potražnje, zbog akomodativne monetarne politike koja je pak dodatno ojačana nedavnim standardnim i nestandardnim mjerama, uglavnom neutralna fiskalna politika nakon godina znatne fiskalne restrikcije te povratak na neutralne uvjete ponude kredita. Pored toga, na osobnu potrošnju povoljno bi trebalo utjecati povećanje realnog raspoloživog dohotka koje proizlazi iz povoljnog utjecaja niske inflacije cijena sirovina i sve većeg rasta plaća. Privatnim ulaganjima u stambene nekretnine i nestambenim ulaganjima također bi trebali ići u prilog sve slabiji nepovoljni utjecaji bilančnih prilagodba i dostizanje nakon godina slabijeg ulaganja. Nadalje, aktivnost će sve više podupirati postupno jačanje vanjske potražnje, koja je pojačana nedavnom deprecijacijom efektivnog tečaja eura i prethodnim povećanjem konkurentnosti. Unatoč tomu, više čimbenika i dalje usporava napredak prema bržem rastu. Očekuje se da će nepovoljan učinak visokih stopa nezaposlenosti u nekim zemljama na izgleda za osobnu potrošnju tek postupno slabjeti tijekom projekcijskog horizonta, dok će veliki višak kapaciteta u nekim zemljama i, eventualno, ograničenja ponude radne snage u drugim zemljama i dalje ograničavati

investicijsku potrošnju. Nadalje, trenutačne geopolitičke napetosti negativno utječu na kratkoročne izgleda za ulaganja i izvoz. Gledajući godišnji prosjek, realni BDP trebao bi se u 2014. povećati za 0,9 %, u 2015. za 1,6 % te u 2016. za 1,9 %. Takav obrazac rasta odraz je stalnorastućeg doprinosa domaće potražnje zajedno s malenim, ali pozitivnim doprinosom neto izvoza.

Ako se sastavnice potražnje pomnije razmotre, očekuje se da će se izvoz u države izvan europodručja intenzivirati krajem 2014. i tijekom 2015. kao odraz postupnog jačanja inozemne potražnje europodručja i povoljnog učinka nedavne deprecijacije eura. Nedavne napetosti između EU-a i Rusije općenito imaju ograničene posljedice na inozemnu potražnju i izvoz europodručja, no neke zemlje s relativno snažnim trgovinskim vezama s Rusijom mogle bi biti znatnije pogođene. Predviđa se neznatno smanjenje tržišnih udjela izvoza europodručja tijekom projekcijskog horizonta, iako s prilično heterogenim kretanjima u zemljama europodručja, što je odraz neujednačene konkurentnosti i različitih obrazaca trgovine. Izvoz unutar europodručja trebao bi rasti nešto sporije od izvoza u države izvan europodručja zbog i dalje prilično slabe domaće potražnje u europodručju.

Predviđa se da će se tijekom projekcijskog horizonta ulaganja poduzeća postupno intenzivirati, poduprta jačanjem domaće i inozemne potražnje u uvjetima akumuliranih potreba za zamjenskim ulaganjima, vrlo niskom razinom kamatnih stopa i očekivanim poboljšanim prijenosom na aktivne kamatne stope u nekim zemljama, rastom dobiti i određenim poboljšanjem učinaka kreditne ponude. Međutim, procjenjuje se da će nepovoljan učinak trenda nižeg rasta i daljnje restrukturiranje bilanca poduzeća u nekim zemljama europodručja kočiti snažniji oporavak ulaganja poduzeća. Na kraju projekcijskog horizonta, razina ulaganja poduzeća trebala bi još uvijek biti 6 % niža od njihove najviše razine prije krize, sa znatnim razlikama među zemljama europodručja.

Predviđa se da će se ulaganja u stambene nekretnine postupno intenzivirati u drugoj polovini 2014. prije nego što se njihov rast dodatno ubrza 2015. kako se gospodarska aktivnost bude oporavljala u uvjetima niskih kamata na hipotekarne kredite i poboljšanih uvjeta kreditne ponude, a potrebe za prilagodbom budu postupno nestajale. Međutim, u nekim zemljama prilagodba na tržištima stambenih nekretnina i/ili još uvijek slab rast realnoga raspoloživog dohotka i dalje usporavaju stanogradnju. Državna bi ulaganja tijekom cijeloga projekcijskog horizonta trebala ostati slaba zbog daljnjeg ograničavanja rashoda u nekoliko zemalja europodručja koje nadilazi ekspanzivnije javne investicije u drugim zemljama.

Zaposlenost, mjerena brojem ljudi, skromno je porasla u prvoj polovini 2014. Međutim, predviđa se da će rast zaposlenosti u drugoj polovini 2014. ostati slab te će se skromno ubrzati 2015. i 2016. Očekivani oporavak zaposlenosti odraz je povećanja gospodarske aktivnosti, povoljnog učinka prethodnog obuzdavanja rasta plaća i pozitivnog učinka reformi na tržištu rada, koji su povećali fleksibilnost i poduprli otvaranje novih radnih mjesta u privatnom sektoru, posebice u nekim zemljama s poteškoćama. Međutim, daljnje smanjivanje broja zaposlenih u javnom sektoru u nekim zemljama nepovoljno će utjecati na sveukupni rast zaposlenosti. Očekuje se da će tijekom projekcijskog horizonta doći do umjerenog rasta radne snage zbog useljavanja te da će postupno sve bolji uvjeti na tržištu rada poticati sudjelovanje određenih segmenata stanovništva. Stopa nezaposlenosti blago se smanjila tijekom posljednjih mjeseci, uglavnom odražavajući preokret u zapošljavanju. Očekuje se da će se tijekom projekcijskog horizonta dodatno smanjiti, iako će ostati na znatno višim razinama nego prije krize. Predviđa se poboljšanje proizvodnosti rada (mjerene proizvodnjom po zaposlenome) kao odraz očekivanog ubrzanja rasta realnog BDP-a i zaostajanja zaposlenosti u odnosu na kretanja gospodarske aktivnosti.

Tablica 2. Makroekonomske projekcije za europodručje¹⁾

(godišnje promjene u postotcima)

	Rujan 2014.				Lipanj 2014.			Korekcije od lipnja 2014. ²⁾		
	2013.	2014.	2015.	2016.	2014.	2015.	2016.	2014.	2015.	2016.
Realni BDP ³⁾	-0,4	0,9	1,6	1,9	1,0	1,7	1,8	-0,2	-0,1	0,1
		[0,7 – 1,1] ⁴⁾	[0,6 – 2,6] ⁴⁾	[0,6 – 3,2] ⁴⁾	[0,6 – 1,4] ⁴⁾	[0,6 – 2,8] ⁴⁾	[0,5 – 3,1] ⁴⁾			
Osobna potrošnja	-0,6	0,7	1,4	1,6	0,7	1,5	1,6	0,0	-0,1	0,0
Državna potrošnja	0,2	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0
Bruto investicije u fiksni kapital	-2,6	1,1	3,1	3,9	1,7	3,1	3,5	-0,6	0,0	0,4
Izvoz ⁵⁾	1,7	3,1	4,5	5,3	3,6	4,8	5,3	-0,5	-0,3	0,0
Uvoz ⁵⁾	0,7	3,5	4,5	5,3	3,6	4,8	5,5	-0,1	-0,4	-0,2
Zaposlenost	-0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	0,5	0,7	0,0	0,1	0,0
Stopa nezaposlenosti (postotak radne snage)	11,9	11,6	11,2	10,8	11,8	11,5	11,0	-0,2	-0,2	-0,3
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HIPC)	1,4	0,6	1,1	1,4	0,7	1,1	1,4	-0,2	0,0	0,0
		[0,5 – 0,7] ⁴⁾	[0,5 – 1,7] ⁴⁾	[0,7 – 2,1] ⁴⁾	[0,6 – 0,8] ⁴⁾	[0,5 – 1,7] ⁴⁾	[0,6 – 2,2] ⁴⁾			
HIPC bez energije	1,4	0,8	1,3	1,6	1,0	1,3	1,6	-0,2	-0,1	0,0
HIPC bez energije i prehrambenih proizvoda	1,1	0,9	1,2	1,5	1,0	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
HIPC bez energije, prehrambenih proizvoda i promjena neizravnih poreza ⁶⁾	1,0	0,8	1,2	1,5	0,9	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
Jedinični troškovi rada	1,2	1,0	0,8	1,1	0,9	0,7	1,1	0,1	0,0	0,0
Naknada po zaposlenome	1,6	1,6	1,8	2,2	1,6	1,9	2,2	0,0	-0,1	0,1
Proizvodnost rada	0,4	0,6	1,0	1,1	0,7	1,1	1,0	-0,1	-0,1	0,1
Saldo proračuna opće države (postotak BDP-a)	-3,0	-2,6	-2,4	-1,9	-2,5	-2,3	-1,9	-0,1	0,0	0,0
Strukturni proračunski saldo (postotak BDP-a) ⁷⁾	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9	0,0	0,0	0,0
Bruto dug opće države (postotak BDP-a)	92,7	93,9	93,1	91,5	93,4	92,6	91,1	0,5	0,5	0,4
Saldo tekućeg računa (postotak BDP-a)	2,4	2,3	2,3	2,4	2,6	2,6	2,8	-0,3	-0,3	-0,4

1) U projekcije za 2015. uključena je Litva. Prosječne godišnje promjene u postotcima za 2015. temelje se na sastavu europodručja 2014. u koji je već uključena Litva. Projekcija varijabla nacionalnih računa temelji se na standardu ESA 95.

2) Korekcije su izračunane na temelju nezaokruženih vrijednosti.

3) Kalendarski prilagođeni podatci.

4) Rasponi projekcija temelje se na razlikama između stvarnih rezultata i prošlih projekcija, koje se rade već niz godina. Širina raspona dvaput je veća od prosječne apsolutne vrijednosti tih razlika. Metoda kojom su ti rasponi izračunani, a koja uključuje korekciju 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.

5) Uključujući trgovinu unutar europodručja.

6) 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.

7) Izračunan kao državni saldo bez prolaznih učinaka gospodarskog ciklusa i privremenih mjera vlada. Pri izračunu su primijenjeni ESSB-ov pristup ciklički prilagođenim proračunskim saldima (v. Bouthevillain, C. i drugi *Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach*, Working Paper Series, br. 77, ESB, rujan 2001.) i ESSB-ova definicija privremenih mjera (v. Kremer, J. i drugi, *A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances*, 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. Za raspravu, koja se također odnosi na metodologiju Europske komisije, vidi okvir pod naslovom *Cyclical adjustment of the government budget balance* u Mjesečnom biltenu iz ožujka 2012. i okvir pod naslovom *The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position* u ovom Mjesečnom biltenu.

Očekuje se da će se rast osobne potrošnje ubrzati tijekom projekcijskog horizonta, blisko prateći rast realnoga raspoloživog dohotka. Predviđa se da će rast realnoga raspoloživog dohotka poduprijeti viši dohodak od rada kao odraz sve veće zaposlenosti i većeg rasta plaća, manje nepovoljan učinak fiskalne konsolidacije, sve veći doprinos drugih osobnih dohodaka (uglavnom vezano za dobit) i niske cijene

primarnih sirovina. Stopa štednje trebala bi ostati stabilna. To odražava suprotne učinke: s jedne strane, učinak smanjenja štednje zbog sve nižih kamatnih stopa i postupnog pada nezaposlenosti, što podrazumijeva manju potrebu za štednjom iz opreza, a s druge strane, učinak povećanja štednje zbog manjega prinudnog smanjenja štednje u nekim zemljama jer sve veći raspoloživi dohodak omogućuje potrošnju. Pretpostavlja se da će tijekom projekcijskog horizonta doći do umjerenog povećanja državne potrošnje.

Uvoz iz država izvan europodručja trebao bi umjereno rasti tijekom projekcijskog horizonta. Uvoz ostaje ograničen slabim rastom ukupne potražnje europodručja i učinkom nedavne deprecijacije eura koja je djelovala na smanjenje uvoza. Očekuje se da će neto trgovina umjereno doprinijeti rastu realnog BDP-a tijekom projekcijskog horizonta. Višak na tekućem računu trebao bi ostati uglavnom stabilan na 2,4 % BDP-a 2016.

U usporedbi s makroekonomskim projekcijama objavljenim u Mjesečnom biltenu iz lipnja 2014., projekcija rasta realnog BDP-a za 2014. korigirana je naniže za 0,2 postotna boda, prvenstveno kao odraz rezultata u drugom tromjesečju koji su bili slabiji od očekivanih. Pored toga, u uvjetima povećanih geopolitičkih napetosti, učinak niže svjetske potražnje na izvoz i u manjoj mjeri slabija ulaganja podrazumijevaju korekciju rasta gospodarske aktivnosti u drugoj polovini 2014 naniže. Projekcija za 2015. korigirana je naniže za 0,1 postotni bod, uglavnom kao odraz nižeg učinka prijenosa. Projekcija za 2016. korigirana je naviše za 0,1 postotni bod, uglavnom kao odraz pozitivnog učinka povoljnijih uvjeta financiranja, poduprtih ciljanim operacijama dugoročnijeg refinanciranja, na privatna ulaganja.

PROJEKCIJE CIJENA I TROŠKOVA

Prema brznoj procjeni Eurostata, ukupna stopa inflacije mjerene HIPC-om u kolovozu 2014. iznosila je 0,3 %. Niska trenutačna stopa inflacije odraz je smanjenja cijena energije i prehrambenih proizvoda kao i slabog rasta cijena neenergetskih industrijskih proizvoda i usluga

Nakon stope od 0,6 % u drugom tromjesečju 2014., predviđa se da će se ukupna inflacija mjerena HIPC-om još malo smanjiti na 0,4 % u trećem tromjesečju, nakon čega će porasti na 0,7 % u posljednjem tromjesečju 2014. Očekuje se da će inflacija mjerena HIPC-om tijekom projekcijskog horizonta postupno jačati do stope od 1,5 % u četvrtom tromjesečju 2016. Smanjivanje negativnoga proizvodnog jaza u uvjetima sve stabilnijeg oporavka, što će dovesti do sve većeg rasta plaća i dobiti, trebalo bi imati određenog utjecaja na rast inflacije. Pored toga, očekuje se da će rast cijena neenergetskih sirovina i uvoznih cijena u europodručju, ojačan nižim tečajem eura, poduprijeti povećanja potrošačkih cijena u europodručju. Ipak, predviđa se da će inflacija do 2016. biti ograničena postojećom neiskorištenošću kapaciteta u gospodarstvu jer se očekuje da će se negativni proizvodni jaz tek djelomice smanjiti do 2016., što podrazumijeva vrlo umjerenu dinamiku plaća i profitnih marža, i pretpostavljenim smanjenjem cijena nafte kao odraz kretanja na terminskim tržištima.

Konkretnije, očekuje se da će inflacija cijena energije zadržati negativne vrijednosti u trećem tromjesečju 2014., dok će se u ostatku projekcijskog razdoblja kretati oko nule. Utjecaj blago silazne putanje krivulje terminskih cijena sirove nafte na potrošačke cijene energije tijekom projekcijskog horizonta djelomice je neutraliziran učinkom činitelja kao što su deprecijacija eura i kretanja cijena drugih energenata, koji su utjecali na rast potrošačkih cijena energije. Ukupno gledajući, predviđa se da će doprinos cijena energije inflaciji mjerenoj HIPC-om tijekom projekcijskog horizonta biti na razini nule, što je znatno niže od prosječnog doprinosa od 0,5 postotnih bodova tijekom razdoblja od 1999. do 2013. Kretanja te sastavnice HIPC-a u velikoj mjeri objašnjavaju umjerenija buduća inflacijska kretanja tijekom projekcijskog horizonta u usporedbi s kretanjima tijekom prvih 15 godina monetarne unije.

Predviđa se da će inflacija cijena prehrambenih proizvoda u trećem tromjesečju ove godine ostati blizu nule, ali da će snažno porasti u sljedećim tromjesečjima do sredine 2015. kad bi veliki utjecaj na pad cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda zbog nepovoljnih vremenskih uvjeta i negativni bazni učinci trebali jenjavati. Nakon toga, inflacija cijena prehrambenih proizvoda trebala bi nastaviti rasti, iako postupno, i krajem projekcijskog horizonta dosegnuti stope od 2,0 %. Daljnje povećanje inflacije cijena prehrambenih proizvoda odraz je pretpostavljenog rasta cijena na poljoprivrednom gospodarstvu u EU-u

u skladu s postupnim jačanjem gospodarskog oporavka. Ukupno gledajući, predviđa se da će doprinos cijena prehrambenih proizvoda inflaciji mjerenoj HIPC-om tijekom projekcijskog horizonta iznositi 0,2 postotna boda, što je niže od prosječnog doprinosa od 0,5 postotnih bodova tijekom razdoblja od 1999. do 2013., pa je to još jedan razlog razmjerno skromnih inflacijskih kretanja u budućem razdoblju.

Pretpostavlja se da se inflacija mjerena HIPC-om bez prehrambenih proizvoda i energije spustila na najnižu razinu, iznoseći 0,8 % od posljednjeg tromjesečja 2013. do trećeg tromjesečja 2014. Predviđa se da će tijekom projekcijskog horizonta postupno rasti, uz intenziviranje oporavka, smanjivanje proizvodnog jaza i jačanje rasta plaća i dobiti. Očekuje se da će ovo mjerilo temeljne inflacije dosegnuti stopu od 1,5 % u posljednjem tromjesečju 2016. Doprinos ove sastavnice HIPC-a ukupnoj inflaciji mjerenoj HIPC-om također je bio manji od prosjeka, iznoseći 0,8 postotnih bodova tijekom projekcijskog horizonta, u odnosu na dugoročni prosjek od 1,1 postotnog boda.

Očekuje se da će povećanja neizravnih poreza u sklopu planova fiskalne konsolidacije neznatno doprinijeti povećanju inflacije mjerene HIPC-om 2014., za oko 0,1 postotni bod. Zbog nedostatka informacija o odobrenim fiskalnim mjerama tijekom preostalog projekcijskog horizonta, trenutačno se očekuje da će doprinosi izravnih poreza 2015. i 2016. biti zanemarivi (u usporedbi s povijesnim prosjekom od 0,2 %).

Vanjski cjenovni činitelji imali su znatan utjecaj na nedavno smanjenje inflacije mjerene HIPC-om. Godišnji rast uvoznog deflatora znatno se smanjio, s 2,4 % u 2012. na -2,0 % u prvom tromjesečju 2014. Taj je pad odraz niskih cijena na svjetskom tržištu zbog usporenog svjetskog rasta, prošle aprecijacije eura i smanjenja cijena nafte i drugih sirovina. Očekuje se da će značajni vanjski pritisci na sniženje cijena okončati u drugoj polovini 2014., što bi trebalo dovesti do preokreta godišnjeg rasta uvoznog deflatora. Tijekom projekcijskog horizonta očekuje se povećanje godišnje stope promjene uvoznog deflatora do početka 2015., nakon čega bi tijekom preostalog projekcijskog horizonta trebao uslijediti uglavnom stabilan rast od otprilike 1,4 %, što je blizu njegova dugoročnog prosjeka. Povećanje stope rasta uvoznog deflatora odraz je pretpostavljenog rasta svjetskih cijena s obzirom na jačanje svjetskoga gospodarstva, očekivani rast cijena neenergetskih sirovina i niži tečaj eura.

Što se tiče domaćih cjenovnih pritisaka, predviđa se da će postupno poboljšanje uvjeta na tržištu rada u europodručju dovesti do povećanja naknada po zaposlenome. Očekuje se da će tijekom prve dvije godine projekcijskog horizonta doći do smanjenja rasta jediničnih troškova rada, na 1,0 % u 2014. i dalje na 0,8 % u 2015., nakon čega će uslijediti blago povećanje na 1,1 % u 2016. Smanjenje rasta jediničnih troškova rada u prve dvije godine projekcijskog horizonta odraz je umjerene dinamike rasta naknada po zaposlenome, uz jačanje rasta proizvodnosti rada. Očekuje se da će 2016. doći do blagog oporavka rasta jediničnih troškova rada zbog povećanja rasta naknada po zaposlenome praćenog uglavnom stagnirajućim rastom produktivnosti. Takav je obrazac odraz zakasnele reakcije rasta plaća i zaposlenosti na gospodarski oporavak, s obzirom na znatnu neiskorištenost kapaciteta na tržištima rada europodručja koja se tek polako smanjuje.

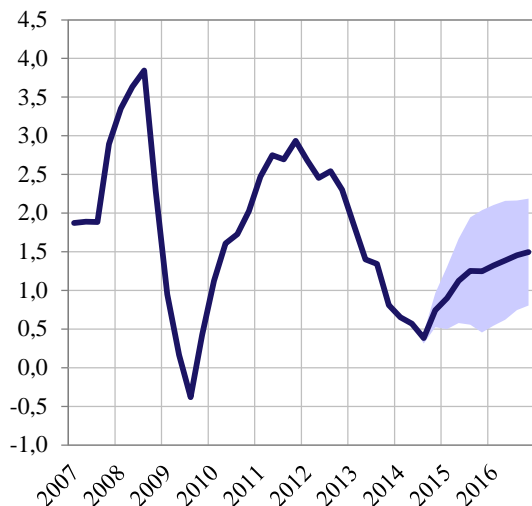
Profitne marže (izmjerene kao razlika između deflatora BDP-a izraženog u faktorskim troškovima i rasta jediničnih troškova rada) trebale bi se malo smanjiti u 2014. Nakon toga predviđa se njihovo postupno jačanje poduprto cikličkim oporavkom gospodarstva.

Tablica 1. Makroekonomske projekcije¹⁾

(tromjesečni podatci)

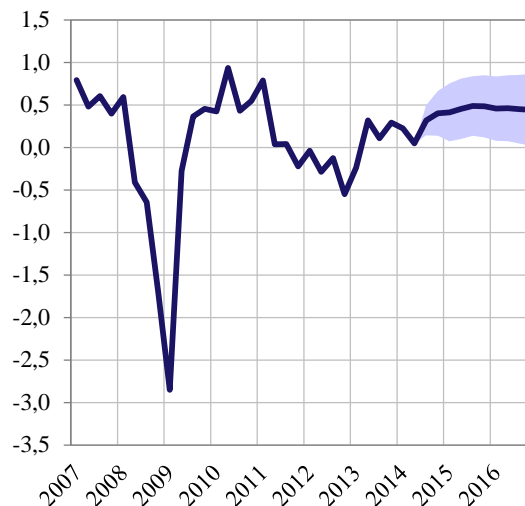
HIPC europa područja

(promjene u postocima u odnosu na prethodnu godinu)



Realni BDP europa područja²⁾

(promjene u postocima u odnosu na prethodno tromjesečje)



1) Rasponi prikazani oko središnjih projekcija temelje se na razlikama između stvarnih rezultata i prošlih projekcija, koje se rade već niz godina. Širina raspona dvaput je veća od prosječne apsolutne vrijednosti tih razlika. Metoda kojom su ti rasponi izračunani, a koja uključuje korekciju 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.

U usporedbi s makroekonomskim projekcijama objavljenim u Mjesečnom biltenu iz lipnja 2014., projekcija ukupne inflacije mjerene HIPC-om korigirana je naniže za 0,2 postotna boda za 2014., uglavnom zbog vrijednosti inflacije mjerene HIPC-om koje su tijekom nekoliko prethodnih mjeseci bile niže od predviđenih. Prognoza inflacije mjerene HIPC-om za 2015. i 2016. nije korigirana. To je odraz korekcija naniže u HIPC-u bez energije i korekcija naviše u energetske sastavnice HIPC-a, koje su približno jednake. Što se tiče ovog prvoga, nedavne vrijednosti inflacije koje su slabije od očekivanih trebale bi podrazumijevati ustrajnije nižu temeljnu dinamiku inflacije mjerenu HIPC-om bez energije nego što se predviđalo. Istodobno pretpostavke o višim cijenama nafte i nižem tečaju obuhvaćaju korekciju energetske sastavnice HIPC-a naviše.

FISKALNI IZGLEDI

Na temelju pretpostavka prikazanih u Okviru 1., predviđa se da će se manjak opće države za europa područje postupno smanjiti s 3,0 % BDP-a u 2013. na 1,9 % u 2016. To je smanjenje uglavnom odraz poboljšanja cikličke pozicije. Predviđa se da će se strukturni saldo blago poboljšavati tijekom cijeloga projekcijskog razdoblja zbog mjera fiskalne konsolidacije u nekim zemljama europa područja i očekivanog smanjenja državne pomoći financijskom sektoru. Očekuje se da će daljnji umjeren rast državnih rashoda više nego neutralizirati smanjenja izravnih poreza u nekoliko zemalja. Prema sadašnjim pretpostavkama o fiskalnim politikama, strukturna poboljšanja nastavit će se znatno sporijim tempom nego prethodnih godina. Omjer bruto duga opće države i BDP-a za europa područje trebao bi dosegnuti najvišu vrijednost od 93,9 % u 2014., nakon čega bi se smanjio na 91,5 % u 2016.

Okvir 2.

KAKO SE S PAKETOM MJERA MONETARNE POLITIKE ESB-a IZ LIPNJA 2014. POSTUPA U PROJEKCIJAMA

Paket mjera monetarne politike objavljen 5. lipnja 2014. sadržava široku paletu mjera, s time da je provedba nekih od njih započela odmah (smanjenja ključnih kamatnih stopa ESB-a i nastavak provođenja raspodjela punog iznosa likvidnosti na aukcijama s nepromjenjivom kamatnom stopom), neke stupaju na snagu u rujnu 2014. (ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja), a neke još nisu bile utvrđene i donesene prije zaključnog datuma ovih projekcija (izravna kupnja vrijednosnih papira osiguranih imovinom).

U tom kontekstu, u ovim projekcijama odabran je pristup kojim se dopušta tim mjerama politike da utječu na osnovnu projekciju u onoj mjeri u kojoj one utječu na tržišno temeljene tehničke financijske pretpostavke (točnije, tržišne kamatne stope i cijene dionica, uključujući i tečaj). Očekuje se da će prijenos promjena u tim pretpostavkama biti u skladu s povijesnim pravilnostima. Drugim riječima, nisu izvršene nikakve prilagodbe u standardnom okviru modela za izvođenje pretpostavka o aktivnim kamatnim stopama i učincima kreditne ponude, ili bilo kojem drugom aspektu izvođenja osnovne projekcije koje bi se temeljile na prosudbi.

Mnogi drugi potencijalni kanali nisu obuhvaćeni osnovnom projekcijom. Među njima su, primjerice, prijenos olakšica bankama za troškove financiranja na njihove aktivne kamatne stope, povoljni uvjeti ponude kredita te upotreba, od strane banaka, sredstava iz ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja za kupnju imovine. Ukupno gledajući, osnovna projekcija vjerojatno će podcijeniti učinak paketa mjera politike, što predstavlja jasan rizik da bi gospodarski rast i inflacija mogli biti viši od onih iz osnovne projekcije.

Okvir 3.

ANALIZE OSJETLJIVOSTI

Projekcije se uvelike oslanjaju na tehničke pretpostavke u vezi s razvojem određenih ključnih varijabla. Budući da neke od tih varijabla mogu imati velik utjecaj na projekcije europodručja, osjetljivost tih projekcija u odnosu na drukčija kretanja temeljnih pretpostavka može pomoći pri analiziranju rizika za te projekcije. U ovom se okviru govori o neizvjesnosti u vezi s trima ključnim temeljnim pretpostavkama i osjetljivosti projekcija u odnosu na te pretpostavke.¹

1) Alternativno kretanje cijena nafte

Pretpostavke o cijenama nafte u ovim projekcijama stručnjaka ESB-a polaze od tržišnih očekivanja mjerenih terminskim cijenama nafte, koja predviđaju pad cijena nafte tijekom projekcijskog horizonta (vidi Okvir 1.). Međutim, u vezi s tim još uvijek ima neizvjesnosti.

Očekivani pad cijena nafte može biti odraz viđenja tržišta da će se nedavno smanjenje proizvodnje nafte u nekoliko zemalja OPEC-a zbog političke nastabilnosti ili geopolitičkih napetosti djelomice promijeniti odnosno da će ga nadoknaditi povećanje svjetske proizvodnje nafte iz škriljevca. Međutim, do povećanja cijena nafte moglo bi doći u slučaju neočekivanih geopolitičkih događaja u vodećim zemljama proizvođačicama nafte (npr. Rusiji) u kratkom roku ili snažnijeg svjetskog oporavka u srednjem roku.

Ukupno gledano, u kontekstu svjetskog oporavka, čini se da je moguća i viša cijena nafte od one pretpostavljene u osnovnoj projekciji. Stoga se u ovoj analizi osjetljivosti² razmatra rastuća korekcija naviše kretanja terminskih cijena nafte. Alternativna krivulja temelji se na pretpostavci da bi cijene nafte mogle biti više od terminskih cijena: 2014. za 3 %, 2015. za 6 % i 2016. za 10 %. Prema makroekonomskim modelima stručnjaka ESB-a, viša cijena nafte dovela bi do toga da inflacija mjerena HIPC-om u 2015. i 2016. bude 0,1 do 0,2 postotna boda viša od one iz osnovne projekcije. Istodobno bi više cijene nafte mogle smanjiti rast realnog BDP-a, koji bi 2015. i 2016. bio 0,1 postotni bod niži.

2) Alternativno kretanje tečaja

Osnovna projekcija predviđa nepromijenjen efektivni tečaj eura do kraja horizonta. Međutim, moglo bi doći do slabljenja eura zbog smanjenja rasta i inflacijskih očekivanja u europodručju u odnosu na gospodarstvo SAD-a kao i zbog očekivanja različitih monetarnih politika tih dvaju gospodarstava, što podrazumijeva da tržišta očekuju dulje razdoblje niskih kamatnih stopa u europodručju i bržu normalizaciju u SAD-u. Alternativno kretanje eura, koje upućuje na snažniju deprecijaciju, proizlazi iz 25. percentila distribucije svih mogućih projekcija tečaja eura i američkog dolara, koje su implicirane u opcijama i neutralne s obzirom na rizik, na dan 13. kolovoza 2014. Takvo kretanje podrazumijeva postupnu deprecijaciju eura prema američkom dolaru na tečaj od 1,24 u 2016., što je 7,4 % niže od pretpostavke iz osnovne projekcije. Odgovarajuće pretpostavke za nominalni efektivni tečaj eura odražavaju povijesne pravilnosti, dok promjene u tečaju EUR/USD odražavaju promjene u efektivnom tečaju s elastičnošću od oko 52 %. To dovodi do postupnog odstupanja efektivnog tečaja eura od osnovne projekcije, tako da bi 2016. bio 3,9 % niži od osnovne projekcije.

Rezultati makroekonomskih modela stručnjaka ESB-a upućuju na veći rast realnog BDP-a (0,1 – 0,3 postotna boda 2015. i 2016.) i u tom slučaju višu inflaciju mjerenu HIPC-om 2015. i 2016. (0,2 – 0,3 postotna boda).

3) Dodatna fiskalna konsolidacija

Kao što je rečeno u Okviru 1., pretpostavke u vezi s fiskalnom politikom uključuju sve mjere koje su nacionalni parlamenti već odobrili, koje su vlade u dovoljnoj mjeri razradile i koje će vjerojatno biti prihvaćene u zakonodavnom postupku. Za većinu država mjere fiskalne konsolidacije uključene u osnovnu projekciju ne dosežu razmjere na koje ih obvezuju korektivni i preventivni dio Pakta o stabilnosti i rastu. Opredijeljenost za poštivanje tih zahtjeva načelno je izražena u programima stabilnosti za 2014. i dokumentima zajedničkog programa EU-a i MMF-a. Međutim, temeljnih mjera za postizanje tih ciljeva često nema ili nisu dovoljno razrađene. Prema tomu, nisu uzete u obzir u osnovnoj projekciji, posebno za razdoblje 2015. - 2016., koje u većini država nije pokriveno tekućim proračunima. Stoga nije samo nužno već i vjerojatno da će do 2016. više vlada donijeti dodatne mjere konsolidacije u odnosu na one obuhvaćene osnovnom projekcijom.

Temeljne pretpostavke analize fiskalne osjetljivosti

Analiza fiskalne osjetljivosti polazi od „fiskalnog jaza“ između proračunskih ciljeva država i osnovnih proračunskih projekcija. Na temelju informacija o pojedinačnim državama, a koje se tiču uvjeta te veličine i sastava mjera, ocjenjuje se vjerojatna daljnja fiskalna konsolidacija. Naime, informacije o pojedinačnim državama koriste se kako bi se utvrdili neizvjesnost u pogledu fiskalnih ciljeva, vjerojatnost da će biti provedene dodatne mjere fiskalne konsolidacije koje će utjecati na agregatnu potražnju za razliku od drugih čimbenika kojima se smanjuje deficit te s time povezani povratni makroekonomski učinci.

Tim pristupom ocijenjeno je da će dodatna konsolidacija u europodručju biti vrlo ograničena 2014. (manja od 0,1 % BDP-a), dok će 2015. vjerojatno biti potrebne daljnje dodatne mjere (oko 0,3 % BDP-a) i u nešto manjem opsegu 2016. (oko 0,1 % BDP-a), što znači da će kumulativni iznos dodatne konsolidacije do kraja 2016. iznositi oko 0,4 % BDP-a. U pogledu sastava fiskalnih mjera, u analizi osjetljivosti nastoji se uzeti u obzir i vrste najvjerojatnijih dodatnih konsolidacijskih mjera u određenoj državi i razdoblju. U ovoj fiskalnoj analizi, na agregatnoj razini za europodručje ocjenjuje se da su u fiskalnoj konsolidaciji zastupljenije mjere na rashodnoj strani proračuna, ali ona uključuje i povećanja neizravnih poreza, dok će 2016. vjerojatno biti potrebne poticajne mjere kroz smanjenja izravnih poreza i socijalnih doprinosa.

Makroekonomski učinci dodatne fiskalne konsolidacije

Rezultati simulacije, koja na temelju analize fiskalne osjetljivosti pokazuje učinak na realni rast BDP-a i inflaciju mjerenu HIPC-om u europodručju pomoću ESB-ovog novog modela za cijelo europodručje³, sažeti su u donjoj tablici.

Učinak dodatne fiskalne konsolidacije na realni rast BDP-a 2014. je ograničen, ali se procjenjuje da će biti oko -0,2 postotna boda i 2015. i 2016. Učinak na inflaciju mjerenu HIPC-om procjenjuje se na oko 0,1 postotni bod 2015.

Ova analiza, dakle, upućuje na određene rizike da bi realni rast BDP-a mogao biti niži od onoga iz osnovne projekcije, posebno 2015. i 2016., jer sve predviđene mjere fiskalne konsolidacije još nisu uključene u osnovnu projekciju. Istodobno postoje mali rizici s pozitivnim predznakom za inflaciju jer se ocjenjuje da će dio dodatne konsolidacije biti ostvaren povećanjem neizravnih poreza.

Treba istaknuti da je ova analiza fiskalne osjetljivosti usredotočena isključivo na moguće kratkoročne učinke vjerojatne dodatne fiskalne konsolidacije. Premda često čak i dobro osmišljene mjere fiskalne konsolidacije imaju negativan kratkoročni učinak na realni rast BDP-a, one imaju pozitivan dugoročniji učinak na aktivnost koji nije vidljiv u horizontu ove analize.⁴ Stoga rezultate ove analize ne treba tumačiti u smislu da se njima dovodi u pitanje potreba za daljnjim mjerama na području fiskalne konsolidacije tijekom projekcijskog horizonta. Naprotiv, daljnje konsolidacijske mjere potrebne su radi ponovne uspostave zdravih javnih financija u europodručju. Ako takve konsolidacije ne bude, postoji rizik od nepovoljnog utjecaja na cijene državnog duga. Nadalje, učinak na pouzdanje mogao bi biti negativan, što bi kočilo gospodarski oporavak.

Procjena makroekonomskog učinka dodatne fiskalne konsolidacije na rast BDP-a i inflaciju mjerenu HIPC-om u europodručju

(postotak BDP-a)

	2014.	2015.	2016.
Proračunski ciljevi ¹⁾	-2,4	-1,8	-1,1
Osnovne fiskalne projekcije	-2,6	-2,4	-1,9
Dodatna fiskalna konsolidacija (kumulativno) ²⁾	0,0	0,3	0,4
Učinci dodatne fiskalne konsolidacije (u postotnim bodovima) ³⁾			
Rast realnog BDP-a	0	-0,2	-0,2
Inflacija mjerena HIPC-om	0	0,1	0

1) Nominalni ciljevi, koji su navedeni u najnovijim dokumentima zajedničkog programa EU-a i MMF-a za uključene države i ažuriranim programima stabilnosti za 2014. za ostale države.

2) Analiza osjetljivosti koja se temelji na ocjenama stručnjaka ESB-a.

3) Odstupanja od osnovnog scenarija u postotnim bodovima za realni rast BDP-a i inflaciju mjerenu HIPC-om (oboje na godišnjoj razini). Makroekonomski učinak simuliran je korištenjem ESB-ovog novog modela za cijelo europodručje.

1 Sve su simulacije provedene pod pretpostavkom da nema promjene politike ni bilo kojih drugih varijabla koje se tiču tehničkih pretpostavka i međunarodnog okružja europodručja.

2 Za detaljan opis modela koji je korišten za izvođenje te korekcije naviše, v. Pagano, P. i Pisani, M., *Risk-adjusted forecasts of oil prices*, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, god. 9, broj 1, čl. 24., 2009.

3 Za opis novog modela za cijelo europodručje (New Area-Wide Model), v. Christoffel K., Coenen G. i Warne A., *The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis*, *Working Paper Series*, br. 944, ESB, listopad 2008.

4 Za detaljniju analizu makroekonomskih posljedica fiskalne konsolidacije, v. članak pod naslovom *Fiscal multipliers and the timing of consolidation*, *Mjesečni bilten*, ESB, travanj 2014.

Okvir 4.

UTJECAJ NAPETOSTI IZMEĐU EU-a I RUSIJE NA TRGOVINSKE IZGLEDE EUROPODRUČJA

Zaoštavanje geopolitičkih napetosti i s njime povezano smanjenje pouzdanja možda je u posljednje vrijeme negativno utjecalo na gospodarsku aktivnost europodručja. Međutim, pretpostavka je u osnovnoj projekciji da su posljedice najnovijih napetosti između EU-a i Rusije za trgovinu europodručja tek vrlo male. Očekuje se da će inozemna potražnja i izvoz europodručja biti pogođeni prvenstveno kroz dva kanala.

Prvo, izgledi za rusko gospodarstvo su se pogoršali, što je dovelo do smanjenja ruske domaće potražnje i uvoza tijekom projekcijskog horizonta u odnosu na projekcije objavljene u Mjesečnom biltenu iz lipnja, s nepovoljnim utjecajem na inozemnu potražnju i izvoz europa područja. Zbog sve veće napetosti u Ukrajini, EU i SAD uveli su dodatne, prvenstveno financijske, sankcije protiv Rusije. Nakon smanjenja ruskog BDP-a za 0,3 % u prvom tromjesečju 2014. u odnosu na prethodno tromjesečje, očekuje se da će gospodarska aktivnost u idućim tromjesečjima ostati anemična kao odraz slabih ulaganja djelomice zbog toga što je ruska središnja banka povisila kamatne stope, znatno restriktivnijeg domaćeg i vanjskog financijskog okruženja, odljeva kapitala i povećane neizvjesnosti. Nadalje, očekuje se da će osobna potrošnja biti ograničena neizvjesnim gospodarskim izgledima i nižim realnim raspoloživim dohotkom zbog više inflacije, što je također posljedica deprecijacije rublja. Takvo smanjenje ruske domaće potražnje opterećuje rast ruskog BDP-a i uvoza u projekcijskom horizontu, što podrazumijeva korekciju ruskog uvoza naniže u odnosu na prethodnu projekciju. Budući da je udio Rusije u inozemnoj potražnji europa područja oko 4,5 %, pad ruskog uvoza neznatno će smanjiti inozemnu potražnju europa područja, za oko 0,1 postotni bod do kraja 2016., u usporedbi s prethodnom projekcijom.

Drugo, Rusija je uvela zabranu uvoza određenih prehrambenih proizvoda koji potječu iz zemalja koje su sankcionirale pravne i fizičke osobe iz Rusije, uključujući uvoz hrane iz europa područja. Sam embargo koji je uvela Rusija utječe na oko 2 % ukupnog ruskog uvoza robe i usluga te dodatno opterećuje rast njezina uvoza tijekom projekcijskog horizonta. Uzimajući u obzir učinke tih uvoznih ograničenja, pretpostavlja se da otprilike jednu trećinu uvoza koji je pod embargom odmah mogu nadomjestiti drugi dobavljači iz inozemstva. Preostali dio trebao bi dovesti do malog smanjenja rasta ruskog uvoza krajem 2014. i početkom 2015. To znači smanjenje inozemne potražnje europa područja za manje od 0,1 postotni bod do početka 2015. u odnosu na prethodnu projekciju.

Premda će te nepovoljne posljedice za inozemnu potražnju europa područja vjerojatno biti male, učinak na neke pojedinačne zemlje europa područja bit će veći, ovisno o njihovim trgovinskim vezama s Rusijom. Pored toga, čini se da su najnovije napetosti dovele do smanjenja pouzdanja poduzeća u europa području.

U pogledu tih procjena treba uzeti u obzir određene uvjete. Utjecaj ruskog embarga na izvoz europa područja mogao bi biti nepovoljniji nego što to pokazuje korekcija inozemne potražnje naniže zbog toga što su mjere zabrane izričito usmjerene na europa područje i neke druge zemlje OECD-a, a što nije obuhvaćeno udjelima trgovine koji su fiksni. Stoga je vjerojatnije da bi izvoz europa područja mogao biti niži od gore predviđenoga. S druge strane, zemlje europa područja možda uspiju naći druga izvozna tržišta, što bi ublažilo utjecaj embarga.

Naposljetku, kako je razmotreno u Mjesečnom biltenu iz lipnja 2014. (vidi okvir pod naslovom „Izloženost europa područja krizi u Ukrajini”), daljnje zaoštavanje napetosti u regiji moglo bi izazvati dodatne sankcije protiv Rusije i ruske protumjere protiv EU-a. U tom slučaju utjecaj na gospodarsku aktivnost i inflaciju u europa području vjerojatno bi bio znatno veći.

Okvir 5.

PROGNOZE DRUGIH INSTITUCIJA

Postoji više prognoza za europa područje koje su sastavile međunarodne organizacije i institucije 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 donju tablicu).

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

(godišnje promjene u postotcima)

	Datum objavljivanja	Rast BDP-a			Inflacija mjerena HIPC-om		
		2014.	2015.	2016.	2014.	2015.	2016.
Projekcije stručnjaka ESBa	Rujan 2014.	0,9	1,6	1,9	0,6	1,1	1,4
		[0.7 – 1.1]	[0.6 – 2.6]	[0.6 – 3.2]	[0.5 – 0.7]	[0.5 – 1.7]	[0.7 – 2.1]
Europska komisija	Svibanj 2014.	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OECD	Svibanj 2014.	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Euro Zone Barometer	Kolovoz 2014.	1,0	1,5	1,7	0,6	1,1	1,5
Prognoze organizacije Consensus Economics	Kolovoz 2014.	1,0	1,5	1,6	0,6	1,1	1,5
Survey of Professional Forecasters	Kolovoz 2014.	1,0	1,5	1,7	0,7	1,2	1,5
MMF	Srpanj 2014.	1,1	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Izvori: Gospodarske prognoze Europske komisije, proljeće 2014.; IMF World Economic Outlook Update, srpanj 2014. (BDP); IMF World Economic Outlook, travanj 2014.; OECD Economic Outlook, svibanj 2014.; prognoze organizacije Consensus Economics; MJEconomics i istraživanje ESB-a Survey of Professional Forecasters.

Bilješke: Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a i prognoze OECD-a sadrže godišnje stope rasta koje su kalendarski prilagođene, dok Europska komisija i MMF izvještavaju o godišnjim stopama rasta koje nisu kalendarski prilagođene. U drugim prognozama ne navodi se jesu li podatci u njima kalendarski prilagođeni.

Prema trenutačno dostupnim prognozama drugih institucija, očekuje se da će realni rast BDP-a europodručja 2014. biti malo viši nego što je predviđeno u projekcijama stručnjaka ESB-a. Projekcije realnog rasta BDP-a za 2015. i 2016. slične su ili malo niže od projekcija stručnjaka ESB-a. Što se tiče inflacije, prognoze većine drugih institucija za 2014. i 2015. upućuju na prosječnu godišnju inflaciju mjerenu HIPC-om blizu ili malo višu od projekcija stručnjaka ESB-a. Prema drugim dostupnim projekcijama, očekuje se da će inflacija mjerena HIPC-om 2016. prosječno iznositi između 1,3 % i 1,5 %, u usporedbi s 1,4 % iz projekcije stručnjaka ESB-a. Trenutačno su sve dostupne prognoze za 2015. i 2016. unutar raspona projekcija ESB-a koji su navedeni u tablici.

© Europska središnja banka, 2014.

Adresa: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt na Majni, Njemačka

Poštanska adresa: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt na Majni, Njemačka

Telefon: +49 69 1344 0

Faks: +49 69 1344 6000

Mrežne stranice: <http://www.ecb.europa.eu>

Sva prava pridržana.

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