



EUROPEAN CENTRAL BANK

EUROSYSTEM

MAKROEKONOMSKE PROJEKCIJE STRUČNJAKA ESB-a ZA EUROPODRUČJE, OŽUJAK 2014.¹

Predviđa se da će rast realnog BDP-a u 2014. ostati umjeren i da će se od 2015. početi ubrzavati. Glavni činitelj očekivanog jačanja gospodarske aktivnosti trebao bi biti postupan oporavak domaće i inozemne potražnje. Inozemnoj će potražnji pogodovati postupno jačanje globalnoga gospodarskog oporavka. Očekuje se da će na domaću potražnju povoljno utjecati sve veće povjerenje u uvjetima sve manje neizvjesnosti, sama akomodativna monetarna politika te pad cijena nafte, što bi trebalo poduprijeti realni raspoloživi dohodak. Na domaću bi potražnju trebala povoljno utjecati i manje restriktivna fiskalna politika te postupno poboljšanje uvjeta ponude kredita. Istodobno se u projekcijskom horizontu očekuje postupno smanjenje nepovoljnog učinka na izgled za rast, koji proizlazi iz potrebe daljnje bilančne prilagodbe u privatnom sektoru i visoke nezaposlenosti. Realni BDP trebao bi se u 2014. povećati za 1,2%, u 2015. za 1,5% te u 2016. za 1,8%.

Očekuje se da će postupno jačanje potražnje i daljnji pad viškova kapaciteta u kontekstu čvrsto usidrenih inflacijskih očekivanja dovesti do povećanja inflacije mjerene HIPC-om tijekom projekcijskog horizonta. Inflacija u europodručju mjerena HIPC-om trebala bi iznositi 1,0% u 2014., 1,3% u 2015. i 1,5% u 2016. Ta umjerena buduća inflacijska kretanja očekuju se uglavnom zbog smanjenja terminskih cijena nafte i postojeće neiskorištenosti kapaciteta u gospodarstvu. S obzirom na rastuće, ali još uvijek umjerene domaće troškovne pritiske u uvjetima očekivanoga postupnog rasta gospodarske aktivnosti, inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda trebala bi se povećati s 1,1% u 2014. na 1,7% u 2016.

U odnosu na makroekonomske projekcije objavljene u Mjesečnom biltenu iz prosinca 2013., očekivani rast realnog BDP-a u 2014. revidiran je neznatno naviše. Prognoza ukupne inflacije mjerene HIPC-om za 2014. revidirana je za 0,1 postotni bod naniže, što je odraz najnovijih podataka, dok za 2015. ostaje nepromijenjena.

U članku se daje sažetak makroekonomskih projekcija za europodručje ne samo za razdoblje 2014. i 2015., nego prvi puta i za 2016. godinu. Međutim, projekcije za razdoblje koje pokriva tako dug horizont podložne su vrlo visokoj razini neizvjesnosti.² To treba imati na umu prilikom tumačenja makroekonomskih projekcija.

MEĐUNARODNO OKRUŽJE

Očekuje se da će stopa rasta svjetskoga realnog BDP-a (bez europodručja) tijekom projekcijskog horizonta postupno rasti s 3,4% u 2013. na 4,1% u 2016. godinu. Premda se rast u razvijenijim gospodarstvima u drugoj polovini 2013. donekle intenzivirao, rast na tržištima u nastajanju usporio se zbog slabije domaće potražnje, ograničena manevarskog prostora za uvođenje novih poticajnih domaćih politika i napetosti na financijskim tržištima. Svjetski pokazatelji gospodarske klime ukazuju na poboljšanje uvjeta poslovanja u kratkoročnom razdoblju, što je u skladu s postupnim jačanjem svjetske gospodarske aktivnosti. Unatoč financijskim napetostima koje su se nedavno pojavile u nekim gospodarstvima s tržištima u nastajanju, uvjeti na svjetskim financijskim tržištima ostali su uglavnom stabilni nakon što je Fedov odbor za operacije na otvorenom tržištu donio odluku o početku smanjenja opsega kupnje financijske imovine, za razliku od komešanja sredinom 2013., kad je središnja banka SAD-a prvi put najavila mogućnost tog smanjenja. Predviđa se daljnje postupno jačanje globalnoga gospodarskog oporavka. U razvijenim bi gospodarstvima smanjenje razduživanja privatnog sektora i slabija fiskalna konsolidacija trebali ojačati povjerenje i podržati domaću potražnju, premda se očekuje tek polagano poboljšanje stanja na tržištima rada. Snažniji rast razvijenijih gospodarstava trebao bi poduprijeti gospodarstva s tržištima u nastajanju.

¹ Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a sadrže podatke kojima se, među ostalim, Upravno vijeće dvaput godišnje služi pri ocjeni gospodarskih kretanja i rizika za stabilnost cijena. Informacije 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 20. veljače 2014.

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

Svjetska trgovina nedavno se intenzivirala u skladu s blagim oporavkom gospodarske aktivnosti. Najnoviji podaci ukazuju na poboljšanje u srednjoročnom razdoblju. U vezi s predstojećim razdobljem, očekuje se da će rast svjetske trgovine postupno jačati, ali njezina elastičnost na aktivnost krajem projekcijskog horizonta i dalje neće dosegnuti onu zabilježenu prije izbijanja krize. Rast svjetske trgovine (bez europodručja) trebao bi se ubrzati i povećati s 3,8% u 2013. na 6,2% u 2016. Budući da potražnja glavnih trgovinskih partnera europodručja raste sporije od potražnje ostatka svijeta, inozemna potražnja europodručja trebala bi biti donekle slabija.

Tablica 1. Međunarodno okružje

(godišnje promjene u postocima)

	Ožujak 2014.				Revidirano u odnosu na prosinac 2013.		
	2013.	2014.	2015.	2016.	2013.	2014.	2015.
Svjetski realni BDP (bez europodručja)	3,4	3,9	4,0	4,1	0,1	0,0	-0,1
Svjetska trgovina (bez europodručja) ¹	3,8	5,1	6,2	6,2	-0,2	-0,5	-0,2
Inozemna potražnja europodručja ²⁾	3,0	4,5	5,6	5,8	0,0	-0,5	-0,1

1) Izračunan kao ponderirani prosjek uvoza.

2) Izračunan kao ponderirani prosjek uvoza trgovinskih partnera europodručja.

U odnosu na makroekonomske projekcije objavljene u Mjesečnom biltenu iz prosinca 2013., prognoza svjetskog rasta gotovo uopće nije revidirana. Izgledi za inozemnu potražnju europodručja za 2014. revidirani su naniže, ali za 2015. ostaju uglavnom nepromijenjeni. Korekcije za 2014. odraz su negativnog učinka prijenosa u odnosu na prethodne projekcije trgovinskih kretanja u drugoj polovini 2013., koja bi se u kratkoročnom razdoblju trebala nastaviti.

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 12. veljače 2014. Pretpostavka u vezi s kratkoročnim kamatnim stopama isključivo je tehničke prirode. Kratkoročne kamatne stope mjere se tromjesečnim EURIBOR-om, pri čemu su tržišna očekivanja izvedena iz kamatnih stopa predviđenih ročnicama. Korištenom metodologijom izračunano je da će prosječna razina tih kratkoročnih kamatnih stopa biti 0,3% u 2014., 0,4% u 2015. i 0,8% u 2016. godini. Tržišna očekivanja u vezi s nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice europodručja upućuju na prosječnu razinu od 2,8% u 2014., 3,2% za 2015. i 3,6% u 2016.¹ Ukupne aktivne kamatne stope banaka na kredite za nefinancijski javni sektor europodručja trebale bi, prateći kamatne stope na terminskom tržištu i postupni prijenos promjena tržišnih kamatnih stopa na aktivne kamatne stope, pasti na najnižu razinu početkom 2014. te nakon toga postupno rasti. Što se tiče cijena sirovina, na temelju kretanja cijena na terminskim tržištima u dvotjednom razdoblju koje je završilo zaključnim datumom, pretpostavlja se da će cijena barela sirove nafte Brent s 108,8 USD u 2013. pasti na 96,9 USD u 2016. Pretpostavlja se da će se cijene neenergetskih sirovina u američkim dolarima 2014. godine smanjiti prije nego što se 2015. i 2016. povećaju.²

Bilateralni će tečajevi, prema pretpostavkama, tijekom projekcijskog horizonta ostati nepromijenjeni na prosječnim razinama iz dvotjednog razdoblja koje je završilo zaključnim datumom 12. veljače 2014. To upućuje na tečaj američkog dolara prema euru (EUR/USD) na razini 1,36 od 2014. do 2016., što je za 2,1% više nego u 2013. Pretpostavlja se da će efektivni tečaj eura biti u prosjeku 1,6% jači nego u 2013.

	Ožujak 2014.				Revidirano u odnosu na prosinac 2013. ¹⁾		
	2013.	2014.	2015.	2016.	2013.	2014.	2015.
Tromjesečni EURIBOR (u postocima, godišnje)	0,2	0,3	0,4	0,8	0,0	0,0	-0,1
Prinosi na desetogodišnje državne obveznice (u postocima, godišnje)	2,9	2,8	3,2	3,6	0,0	-0,3	-0,3
Cijena nafte (u američkim dolarima, po barelu)	108,8	105,8	101,1	96,9	0,6	1,8	1,9
Cijene neenergetskih sirovina, u američkim dolarima (godišnje promjene u postocima)	-5,2	-2,5	3,1	4,8	0,2	0,1	-0,7
Tečaj EUR/USD	1,33	1,36	1,36	1,36	0,2	0,9	0,8
Nominalni efektivni tečaj eura (godišnje promjene u postocima)	3,8	1,6	0,0	0,0	0,1	0,8	0,0

1) Korekcije su prikazane kao postoci za razine, kao razlike za stope rasta i kao postotni bodovi za kamatne stope i prinose na obveznice. Korekcije su izračunane na temelju nezaokruženih vrijednosti.

Pretpostavke o fiskalnoj politici temelje se na planovima proračuna pojedinačnih država europodručja dostupnim 20. veljače 2014. One uključuju sve mjere fiskalne politike koje su nacionalni parlamenti već odobrili, koje su vlade dovoljno detaljno razradile i koje će vjerojatno proći zakonodavni postupak.

U odnosu na Mjesečni bilten iz prosinca 2013., tehničke pretpostavke su se razmjerno malo promijenile. Te promjene uključuju nešto niže dugoročne kamatne stope u europodručju, nešto više cijene nafte izražene u američkim dolarima i manju aprecijaciju tečaja eura.

- 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 prvog 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

Realni BDP nastavio se umjereno oporavljati u četvrtom tromjesečju 2013. povećanjem za 0,3% u odnosu na prethodno tromjesečje, nakon stopa rasta od 0,3% u drugom i 0,1% u trećem tromjesečju 2013. (v. tablicu). Čini se da su se novi anketni podaci stabilizirali iznad svojih dugoročnih prosječnih razina, upućujući na daljnje povećanje aktivnosti u prvom tromjesečju 2014. Vrlo blagi zimski vremenski uvjeti u nekim zemljama vjerojatno su podržali gospodarsku aktivnost u prvom tromjesečju. Temeljni bi rast trebao ostati umjeren tijekom 2014., a nakon toga se donekle povećati. Očekuje se da će glavni činitelji oporavka aktivnosti tijekom projekcijskog horizonta biti postupan oporavak domaće potražnje zahvaljujući poboljšanju povjerenja u uvjetima sve manje neizvjesnosti, sama akomodativna monetarna politika i niže cijene nafte (koje podupiru realni raspoloživi dohodak). Na domaću bi potražnju trebala povoljno utjecati i manje restriktivna fiskalna politika te postupno poboljšanje uvjeta ponude kredita. Osim toga, ukupnu gospodarsku aktivnost će tijekom projekcijskog horizonta sve više podržavati povoljan učinak postupna jačanja inozemne potražnje na izvoz, iako će on isprva biti djelomično ublažen utjecajem prošle aprecijacije efektivnog tečaja eura. Očekuje se da će nepovoljan učinak na izgled za rast, koji proizlazi iz potrebe za daljnjim bilančnim prilagodbama u privatnom i javnom sektoru, visoke

nezaposlenosti i još uvijek donekle povećane neizvjesnosti, postupno slabjeti tijekom projekcijskog horizonta.

Ukupno promatrano, očekuje se da će oporavak, u usporedbi s prijašnjim vrijednostima i dalje biti slab te bi realni BDP europodručja trebao dosegnuti razine zabilježene prije izbijanja krize (tj. u prvom tromjesečju 2008.) tek od kraja 2015. nadalje. Ako se gleda godišnji prosjek, realni BDP trebao bi se u 2014. povećati za 1,2%, u 2015. za 1,5% te u 2016. za 1,8%. Takav obrazac rasta odraz je stalnorastućeg doprinosa domaće potražnje zajedno s malenim, ali pozitivnim doprinosom neto izvoza. Budući da bi gospodarski rast trebao premašiti potencijal, količina neiskorištenih kapaciteta smanjuje se tijekom horizonta.

Ako se sastavnice rasta pomnije razmotre, očekuje se da će se izvoz u države izvan europodručja intenzivirati tijekom 2014. i 2015. kao odraz jačanja inozemne potražnje europodručja i postupno slabljenje nepovoljnog učinka prošle aprecijacije eura. Predviđa se blago smanjenje tržišnih udjela izvoza europodručja tijekom projekcijskog horizonta, što je odraz nedavnih gubitaka konkurentnosti. Izvoz unutar europodručja trebao bi rasti znatno sporije od izvoza u države izvan europodručja zbog relativno slabe domaće potražnje unutar europodručja.

Predviđa se da će se poslovne investicije postupno intenzivirati, premda bi njihov tempo mogao biti preblag za povratak na razine prije krize. Poslovne investicije trebalo bi podupirati više činitelja: očekivano postupno jačanje domaće i inozemne potražnje; veoma niska razina kamatnih stopa; smanjena neizvjesnost; potreba da se osnovni kapital osuvremeni nakon nekoliko godina ograničenih investicija; nestanak nepovoljnih učinaka ograničene kreditne ponude, kao i određeni rast profitnih marža kako se gospodarska aktivnost bude oporavljala. Međutim, ocjenjuje se da će kombinacija znatnih viškova kapaciteta, potrebe za daljnjim restrukturiranjem bilanca poduzeća, nepovoljni uvjeti financiranja u nekim područjima i razmjerno visoka razina neizvjesnosti u nekim državama tek postupno slabjeti tijekom projekcijskog horizonta.

Investicije u nekretnine trebale bi se u kratkoročnom razdoblju u prvoj polovini 2014. blago povećati te u ostatku projekcijskog horizonta tek neznatno intenzivirati. Na izgled i dalje nepovoljno utječu potreba za daljnjom prilagodbom na tržištu nekretnina u nekim državama i slab rast realnoga raspoloživog dohotka. Osim toga, utjecaj razmjerne privlačnosti investicija u nekretnine u drugim državama, podržane rekordno niskim kamatama na hipotekarne kredite, tek će postupno dobiti na važnosti jer su kapaciteti građevinskog sektora već gotovo potpuno iskorišteni. Državne bi investicije tijekom cijeloga projekcijskog horizonta trebale ostati razmjerno slabe zbog planiranih mjera fiskalne konsolidacije u nekoliko država europodručja.

Predviđa se da će se zaposlenost, mjerena brojem ljudi, početi blago povećavati tijekom 2014. da bi nakon toga došlo do bržeg povećanja. Slab oporavak zaposlenosti odraz je prigušenog jačanja aktivnosti, uobičajenog zaostajanja zaposlenosti u odnosu na oscilacije proizvodnje, povećanja broja odrađenih sati po osobi, daljnjih rezova broja zaposlenih u javnom sektoru i povećane neizvjesnosti u nekim državama koja nepovoljno utječe na planove za novo zapošljavanje u privatnom sektoru. Ti bi činitelji mogli nadjačati pozitivan učinak reforma na tržištu rada, koje su u nekim državama s poteškoćama dovele do povećanja fleksibilnosti i smanjenja stope rasta BDP-a koja predstavlja prag za otvaranje novih radnih mjesta. Tijekom projekcijskog horizonta očekuje se umjereno povećanje radne snage kako se određeni segmenti stanovništva budu postupno vraćali na tržište rada. Stopa nezaposlenosti trebala bi se blago smanjiti tijekom projekcijskog horizonta, ali ostati na razini iznad 11% u 2016. Očekuje se da će proizvodnost rada (mjerena proizvodnjom po zaposlenome) tijekom projekcijskog horizonta neznatno porasti u skladu s očekivanim ubrzanjem gospodarske aktivnosti i odgođenom reakcijom zaposlenosti.

Tablica 2. Makroekonomske projekcije za europodručje¹⁾

(godišnje promjene u postocima)

	Ožujak 2014.				Revidirano u odnosu na prosinac 2013. ²⁾		
	2013.	2014.	2015.	2016.	2013.	2014.	2015.
Realni BDP ³⁾	-0,4	1,2	1,5	1,8	0,0	0,1	-0,1
		[0,8 – 1,6] ⁴⁾	[0,4 – 2,6] ⁴⁾	[0,7 – 2,9] ⁴⁾			
Osobna potrošnja	-0,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,0	0,0
Državna potrošnja	0,2	0,4	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0
Bruto investicije u fiksni kapital	-2,9	2,1	2,7	3,7	0,1	0,5	-0,1
Izvoz ⁵⁾	1,1	3,6	4,7	5,1	0,1	-0,1	-0,2
Uvoz ⁵⁾	0,0	3,5	4,7	5,2	0,1	0,0	0,0
Zaposlenost	-0,8	0,2	0,5	0,7	0,0	0,0	0,1
Stopa nezaposlenosti (kao postotak radne snage)	12,1	11,9	11,7	11,4	0,0	-0,1	-0,1
HIPC	1,4	1,0	1,3	1,5	0,0	-0,1	0,0
		[0,7 – 1,3] ⁴⁾	[0,6 – 2,0] ⁴⁾	[0,7 – 2,3] ⁴⁾			
HIPC bez energije	1,4	1,2	1,5	1,7	0,0	-0,1	0,0
HIPC bez energije i prehrambenih proizvoda	1,1	1,1	1,4	1,7	0,0	-0,2	0,0
HIPC bez energije, prehrambenih proizvoda i promjena neizravnih poreza ⁶⁾	1,0	1,0	1,4	1,7	0,0	-0,1	0,0
Jedinični troškovi rada	1,2	0,8	1,0	1,2	-0,2	-0,2	0,0
Naknada po zaposlenome	1,7	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Proizvodnost rada	0,4	0,9	1,0	1,1	0,1	0,1	-0,1
Saldo proračuna opće države (postotak BDP-a)	-3,2	-2,7	-2,5	-2,1	0,0	-0,1	-0,1
Strukturni proračunski saldo (postotak BDP-a) ⁷⁾	-2,5	-2,2	-2,2	-2,0	0,0	0,0	-0,1
Bruto dug opće države (postotak BDP-a)	92,9	93,5	93,2	92,2	-0,3	-0,1	0,2
Saldo tekućeg računa (postotak BDP-a)	2,2	2,4	2,6	2,7	0,2	0,2	0,0

1) Podaci se odnose na europodručje, uključujući i Latviju, uz iznimku podataka o HIPC-u za 2013. Prosječna godišnja promjene HIPC-a u postocima za 2014. temelji se na sastavu europodručja u 2013. u koji je već uključena Latvija.

2) Korekcije su izračunane na temelju nezaokruženih vrijednosti.

3) Kalendarski prilagođeni podaci.

4) Rasponi projekcija temelje se na razlikama između stvarnih ishoda i prošlih projekcija, koje se rade već niz godina. Širina raspona je dvaput veća od prosječne apsolutne vrijednosti tih razlika. Metoda kojom su ti rasponi izračunani, koja uključuje korekciju za izvanredne događaje, opisana je u dokumentu *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ESB, prosinac 2009., ko ji se može pronaći 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 računanju 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 2006.). 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.

Rast osobne potrošnje trebao bi se ubrzati tijekom 2014. i nakon toga usporedno s jačim rastom realnog raspoloživog dohotka zbog višeg dohotka od rada, postupnog poboljšanja uvjeta na tržištu rada, sporijeg tempa fiskalne konsolidacije i niske inflacije, a tek djelomično će ga usporiti blagi porast stopa štednje. Očekuje se da će tijekom projekcijskog horizonta doći do umjerenog povećanja državne potrošnje.

Predviđa se da bi se tempo rasta uvoza iz država izvan europodručja tijekom projekcijskog horizonta mogao ubrzati, djelomično i zbog učinka prošle aprecijacije eura. Međutim, trebao bi ostati ograničen zbog slabe ukupne potražnje. Očekuje se da će neto trgovina pozitivno, ali skromno pridonijeti rastu realnog BDP-a tijekom projekcijskog horizonta, a višak na tekućem računu trebao bi se povećati i u 2016. dosegnuti 2,7% BDP-a.

U usporedbi s makroekonomskim projekcijama objavljenim u Mjesečnom biltenu iz prosinca 2013., očekivani rast realnog BDP-a za 2014. revidiran je neznatno naviše.

PROJEKCIJE CIJENA I TROŠKOVA

Prema brzjoj procjeni Eurostata, ukupna inflacija mjerena HIPC-om u veljači 2014. iznosila je 0,8%, bez promjena u odnosu na posljednje tromjesečje 2013. Niska trenutačna stopa inflacije odraz je kombinacije smanjenja cijena energenata i umjerenog povećanja cijena prehrambenih proizvoda, kao i slaba rasta cijena usluga i cijena neenergetskih industrijskih proizvoda (v. odjeljak 3. i okvir pod naslovom *Impact of services and non-energy industrial goods prices on the recent decline in HICP inflation* u ovomjesečnom broju Mjesečnog biltena).

U predstojećem razdoblju inflacija mjerena HIPC-om trebala bi kratkoročno ostati na niskim razinama prije nego što se krajem 2014. i nadalje blago poveća, usporedno s postupnim oporavkom gospodarske aktivnosti. Godišnja stopa inflacije trebala bi iznositi 1,0% u 2014., 1,3% u 2015. i 1,5% u 2016. Očekuje se da će krajem 2016. iznositi 1,7%.

Ta umjerena buduća inflacijska kretanja očekuju se uglavnom zbog smanjenja terminskih cijena nafte i postojeće neiskorištenosti kapaciteta u gospodarstvu. Očekuje se da će postupno jačanje potražnje i daljnji pad viškova kapaciteta u kontekstu čvrsto usidrenih inflacijskih očekivanja omogućiti određeno povećanje profitnih marža i rasta jediničnih troškova rada u velikom dijelu europodručja. Osim toga, i postupno smanjenje potrebe za prilagodbom troškova i cijena u državama s poteškoćama trebalo bi pridonijeti povećanju inflacije mjerene HIPC-om tijekom projekcijskog horizonta.

Naime, očekuje se da će se cijene energenata tijekom projekcijskog horizonta donekle smanjiti u skladu s pretpostavljenim kretanjem cijena nafte. Zbog toga dolazi do učinka smanjenja inflacije mjerene HIPC-om. Doprinos cijena energenata ukupnoj godišnjoj inflaciji mjerenoj HIPC-om trebao bi biti gotovo zanemariv tijekom projekcijskog horizonta, u odnosu na doprinos u visini prosječno 0,5 postotnih bodova od 1999.

Inflacija cijena prehrambenih proizvoda trebala bi se i dalje smanjivati tijekom prva tri tromjesečja 2014. zbog prošlog pada cijena prehrambenih sirovina (u eurima) i negativnog baznog učinka. U ostatku projekcijskog horizonta očekuje se njezin ponovni rast u skladu s pretpostavljenim povećanjem cijena prehrambenih sirovina tijekom tog razdoblja. Doprinos cijena prehrambenih proizvoda povećanju inflacije mjerene HIPC-om tijekom projekcijskog horizonta trebao bi u prosjeku iznositi 0,3 postotna boda, što je nešto niže od njihova prosječnog doprinosa od 1999. (0,5 postotnih bodova).

Predviđa se da će inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda postupno rasti tijekom 2014. i iznositi prosječnih 1,1% i povećati se na 1,4% u 2015. te 1,7% u 2016. Očekuje se da će ta kretanja poticati predviđeni postupni oporavak gospodarske aktivnosti. Prosječan doprinos ove komponente ukupnoj inflaciji mjerenoj HIPC-om tijekom projekcijskog horizonta trebao bi iznositi oko 1,0 postotni bod, što je također nešto niže od njezina prosječnog doprinosa od 1999. (1,1 postotni bod).

Očekuje se da će povećanje neizravnih poreza u sklopu planova fiskalne konsolidacije značajno, za oko 0,2 postotna boda, doprinijeti povećanju inflacije mjerene HIPC-om u 2014. Po svojoj je veličini taj doprinos usporediv s onim zabilježenim 2013. U 2015. i 2016. takvi bi doprinosi trebali biti zanemarivi budući da nema detaljnih informacija o fiskalnim mjerama za te godine. Stoga bi inflacija mjerena HIPC-om bez energije, prehrambenih proizvoda i promjena neizravnih poreza tijekom projekcijskog horizonta mogla porasti donekle snažnije od indeksa u koji su uključeni porezi.

Vanjski cjenovni pritisci oslabjeli su tijekom 2013. zbog slabe svjetske potražnje, aprecijacije efektivnog tečaja eura te smanjenja cijena nafte i drugih primarnih sirovina. Ti su činitelji doveli do pada uvoznog deflatora na godišnjoj razini. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, međutim, s obzirom na predviđeno jačanje svjetske potražnje tijekom projekcijskog horizonta, očekivano povećanje cijena neenergetskih primarnih sirovina i postupno nestajanje učinka prošle deprecijacije eura, deflator uvoza trebao bi se povećavati u 2014. i u ostatku projekcijskog horizonta. Predviđa se da će u 2016. dosegnuti godišnje stope promjene na razini oko 1,1%, blizu njegove dugoročne prosječne stope rasta.

U vezi s domaćim cjenovnim pritiscima, s obzirom na još uvijek slabe uvjete na tržištu rada u europodručju koji se polako poboljšavaju, godišnja stopa rasta naknada po zaposlenom trebala bi ostati uglavnom nepromijenjena u 2014., prije nego što se njezin rast 2015. i 2016. ubrza. Očekuje se da bi rast jediničnih troškova rada, zbog zaostajanja zaposlenosti u odnosu na gospodarski oporavak, u 2014. mogao početi opadati, što je odraz cikličkog oporavka rasta proizvodnosti te uglavnom nepromijenjene stope rasta naknade po zaposlenom tijekom godine. Paralelno s intenziviranjem oporavka u 2014. i 2015. i postupnim poboljšanjem stanja na tržištima rada, nešto snažniji rast naknade po zaposlenome u odnosu na stopu rasta proizvodnosti rada trebao bi dovesti do blagog povećanja rasta jediničnih troškova rada.

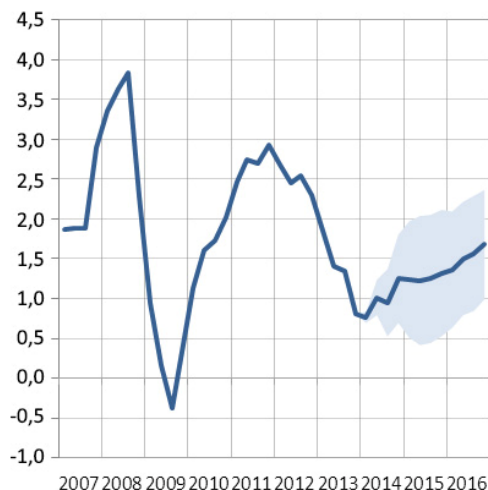
Očekuje se da će pokazatelj profitnih marža (izmjereno kao razlika između deflatora BDP-a izraženog u faktorskim troškovima i rasta jediničnih troškova rada) u 2014. ojačati te se, uz podršku očekivanog poboljšanja gospodarskih uvjeta, dodatno blago povećati tijekom projekcijskog horizonta.

Grafikon 1. Makroekonomske projekcije¹⁾

(tromjesečni podaci)

HIPC europodručja

(promjene u postocima u odnosu na prethodnu godinu)



Realni BDP europodručja²⁾

(promjene u postocima u odnosu na isto tromjesečje prethodne godine)



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

2) Kalendarski prilagođeni podaci.

U usporedbi s makroekonomskim projekcijama objavljenim u Mjesečnom biltenu iz prosinca 2013., prognoza ukupne inflacije mjerene HIPC-om u 2014. revidirana je za 0,1 postotni bod naniže, dok za 2015. ostaje nepromijenjena.

FISKALNI IZGLEDI

Na temelju pretpostavki prikazanih u Okviru 1., očekuje se da će se udio manjka opće države u BDP-u europodručja smanjiti s 3,2% BDP-a u 2013. na 2,7% u 2014., kao i da će nastaviti padati na 2,1% u

2016. Projicirani niži manjak za 2014. odraz je mjera fiskalne konsolidacije u više država europodručja te smanjenja državne pomoći financijskom sektoru. Očekivano postupno smanjenje državnog manjka u 2015. i 2016. može se pripisati povoljnom doprinosu cikličke komponente usporedno sa smanjenjem viškova kapaciteta i, u manjoj mjeri, daljnjem poboljšanju strukturne komponente budući da se predviđa slabljenje tempa njezina rasta u odnosu na protekle godine. Posljedično tomu, očekuje se da će se strukturni proračunski saldo, tj. ciklički prilagođeni saldo bez svih privremenih mjera, u 2014. primjetno poboljšati te da će se poboljšanje u ostatku projekcijskog horizonta nastaviti, premda u manjoj mjeri. Bruto omjer duga opće države i BDP-a za europodručje trebao bi dosegnuti najveću vrijednost od 93,5% u 2014., nakon čega će se smanjiti na 92,2% u 2016.

Okvir 2.

ANALIZA 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 alternative ovim temeljnim pretpostavkama može pomoći pri analiziranju rizika za te projekcije. U ovom se okviru govori o neizvjesnosti u pogledu triju ključnih temeljnih pretpostavki i osjetljivosti projekcija u odnosu na te pretpostavke.¹

1) ALTERNATIVNO KRETANJE CIJENE NAFTE

Pretpostavke o cijenama nafte u ovim projekcijama stručnjaka ESB-a polaze od tržišnih očekivanja mjerenih terminskim cijenama nafte u dvotjednom razdoblju koje je završilo zaključnim datumom. U ovom trenutku one ukazuju na postojani pad cijena nafte tijekom projekcijskog horizonta. Međutim, u tom pogledu još uvijek ima neizvjesnosti. Neizvjesnost se odnosi na razvoj kretanja i ponude i potražnje.

Na strani potražnje može doći do negativnog učinka usporavanja rasta u gospodarstvima s tržištima u nastajanju na svjetske cijene primarnih sirovina. S druge strane, više cijene nafte mogle bi se dogoditi u slučaju snažnijeg oporavka na globalnoj razini, a posebice u SAD-u. Istodobno se na strani ponude ocjenjuje da bi učinak povećanja proizvodnje nafte iz škriljevca tijekom projekcijskog horizonta mogao biti ograničen iz dvaju razloga. Prvo, čini se da je najveći dio nafte iz škriljevca već uračunan u cijenu i, drugo, čak i znatne promjene opsega proizvodnje u SAD-u mogu imati vrlo malen utjecaj na međunarodne cijene zbog moguće neutralizirajuće reakcije proizvodnje nafte u Saudijskoj Arabiji. Istodobno bi pritisak na povećanje cijena nafte na strani ponude mogao biti povezan s neočekivanim geopolitičkim zbivanjima.

Sve u svemu, u kontekstu globalnog oporavka, čini se da je moguća i viša cijena nafte od pretpostavljene u osnovnom scenariju. Stoga se u ovoj analizi osjetljivosti, na temelju iskoristivosti kapaciteta za proizvodnju u SAD-u, razmatra prilagodba kretanja terminskih cijena nafte korekcijom naviše.² U okviru alternativnog kretanja pretpostavlja se da bi cijene nafte u 2014. mogle biti za 2%, u 2015. za 8% i u 2016. za 14% više od terminskih cijena. Prema makroekonomskim modelima stručnjaka ESB-a, više cijene nafte prouzročile bi da inflacija mjerena HIPC-om u 2015. i 2016. bude 0,2 postotna boda viša od one iz osnovne projekcije. Istodobno bi više cijene nafte mogle smanjiti i rast realnog BDP-a, koji bi u 2016. bio za 0,1 postotni bod niži.

2) NIŽI TEČAJ EURA

Nominalni efektivni tečaj eura mjeren u odnosu na 20 najvećih trgovinskih partnera europodručja posljednjih je mjeseci ojačao i trenutačno se nalazi 3% iznad svoga dugoročnog povijesnog prosjeka od 1999. To jačanje sudionici na tržištu uglavnom pripisuju daljnjem povlačenju globalnih ulagatelja iz

imovine tržišta u nastajanju (uz dotok dijela kapitala u europodručje), korekciji valuta država koje su veliki izvoznici primarnih sirovina i postojećoj slabosti japanskog jena.

Prema pretpostavkama iz projekcija, bilateralni bi tečajevi tijekom projekcijskog horizonta ostali nepromijenjeni na prosječnim razinama iz dvotjednog razdoblja koje je završilo zaključnim datumom 12. veljače 2014. U takvim uvjetima te za ilustraciju, izračunano je pojednostavljeno alternativno kretanje tečaja, kojim se pretpostavlja da će euro nominalno efektivno deprecirati za 3% od drugog tromjesečja 2014. nadalje. Rezultati te pretpostavljene deprecijacije upućuju na oko 0,1-0,2 postotna boda viši realni rast BDP-a i inflaciju mjerenu HIPC-om svake godine tijekom projekcijskog horizonta.

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 proći zakonodavni postupak. Za većinu država mjere fiskalne konsolidacije uključene u osnovne projekcije ne dosežu razmjere na koje ih obvezuju korektivni i preventivni dio Pakta o stabilnosti i rastu. Vlade su pokazale načelnu opredijeljenost da te obveze poštuju u fiskalnim ciljevima koje su navele u svojim proračunskim zakonima ili nacrtima proračunskih planova za 2014., dokumentima zajedničkog programa EU-a i MMF-a te, u određenoj mjeri, programima stabilnosti za 2013. koji će biti ažurirani u travnju 2014. Međutim, temeljnih mjera za postizanje tih ciljeva često nema ili nisu dovoljno razrađene. Prema tomu, nisu uzete u obzir u osnovnim projekcijama, posebno za razdoblje 2015.-2016., koje u većini država nije pokriveno tekućim proračunskim postupkom. Stoga su dodatne mjere fiskalne konsolidacije, uz one ugrađene u osnovne projekcije, potrebne i vjerojatno je da će ih većina vlada prihvatiti do 2016.

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 – u vezi s uvjetima te veličinom i sastavom 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 i s time povezani povratni makroekonomski učinci.

Tim pristupom ocijenjeno je da će dodatna konsolidacija u europodručju iznositi oko 0,1% BDP-a u 2014., dok bi dodatnih daljnjih mjera vjerojatno bilo u 2015. (oko 0,6% BDP-a) te u nešto manjem opsegu u 2016. (oko 0,3% BDP-a), što znači da će kumulativni iznos dodatne konsolidacije do kraja 2016. iznositi oko 1,0% 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 izravnih i neizravnih poreza te socijalnih doprinosa.

Rezultati simulacije, koja na temelju analize fiskalne osjetljivosti pokazuje učinak na rast realnog BDP-a i inflaciju mjerenu HIPC-om u europodručju pomoću ESB-ovog novog modela za cijelo europodručje (NAWM)³, sažeti su u donjoj tablici.

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

(u postocima BDP-a)	2014.	2015.	2016.
Proračunski ciljevi ¹⁾	-2,4	-1,6	-0,8
Osnovne fiskalne projekcije	-2,7	-2,5	-2,1
Dodatna fiskalna konsolidacija (kumulativno) ²⁾	0,1	0,7	1,0
Učinci dodatne fiskalne konsolidacije (u postotnim bodovima) ³⁾			
Realni rast BDP-a	-0,1	-0,4	-0,1
Inflacija mjerena HIPC-om	0,0	0,1	0,1

1) Nominalni ciljevi navedeni u najnovijim dokumentima zajedničkog programa EU-a i MMF-a za uključene države; najnovije preporuke u okviru postupka u slučaju prekomjernog deficita za države koje su predmet postupka u slučaju prekomjernog deficita; proračunski zakoni i nacrti proračunskih planova za 2014. te ažurirani programi stabilnosti za 2013. za države koje nisu predmet postupka u slučaju prekomjernog deficita.

2) Analiza osjetljivosti koja se temelji na ocjenama stručnjaka Eurosustava.

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.

Makroekonomski učinak dodatne fiskalne konsolidacije u 2014. je ograničen, u 2015. se procjenjuje na otprilike -0,4 postotna boda, a u 2016. je ponovno ograničen. Učinak na inflaciju mjerenu HIPC-om procjenjuje se na oko 0,1 postotni bod.

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

Treba istaći da je ova analiza fiskalne osjetljivosti usredotočena isključivo na moguće kratkoročne učinke vjerojatne dodatne fiskalne konsolidacije. Premda često čak i dobro zamišljene 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 Naposljetku, rezultatima ove analize ne dovodi se u pitanje potreba za daljnjim nastojanjima na području fiskalne konsolidacije u projekcijskom horizontu. 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 povjerenje mogao bi biti negativan, što bi kočilo gospodarski oporavak.

1 Sve su simulacije provedene pod pretpostavkom da nema promjene politike niti bilo kojih drugih varijable koje se tiču tehničkih pretpostavki i međunarodnog okružja europodručja.

2 Za detaljan opis modela koji je korišten za izvođenje te prilagodbe navije, 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, 2008.

4 Za detaljniju analizu makroekonomskih posljedica fiskalne konsolidacije, v. okvir pod naslovom *The role of fiscal multipliers in the current consolidation debate*, Mjesečni bilten, ESB, prosinac 2012.

Okvir 3.

PROGNOZE DRUGIH INSTITUCIJA

Postoji više prognoza za europodručje 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 (v. donju tabelu).

Prema trenutačno dostupnim prognozama drugih institucija, očekuje se da će realni rast BDP-a europodručja u 2014. i 2015. biti sličan kretanjima iz projekcija stručnjaka ESB-a. Predviđa se da će realni rast BDP-a u 2016. biti u okviru raspona projekcija stručnjaka ESB-a. Što se tiče inflacije, prognoze drugih institucija za 2014. i 2015. upućuju na prosječnu godišnju inflaciju mjerenu HIPC-om blizu projekcije stručnjaka ESB-a. Prema drugim dostupnim prognozama, očekuje se da će prosječna inflacija mjerena HIPC-om u 2016. iznositi između 1,5% i 1,8%, što je u okviru raspona projekcija stručnjaka ESB-a.

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

(godišnje promjene u postocima)		Rast BDP-a			Inflacija mjerena HIPC-om		
	Datum objavljivanja	2014.	2015.	2016.	2014.	2015.	2016.
Projekcije stručnjaka Eurostava	Ožujak 2014.	1,2	1,5	1,8	1,0	1,3	1,5
		[0,8 – 1,6]	[0,4 – 2,6]	[0,7 – 2,9]	[0,7 – 1,3]	[0,6 – 2,0]	[0,7 – 2,3]
Europska komisija	Veljača 2014.	1,2	1,8	-	1,0	1,3	-
OECD	Studeni 2013.	1,0	1,6	-	1,2	1,2	-
Euro Zone Barometer	Veljača 2014.	1,1	1,5	1,5	1,0	1,3	1,8
Prognoze organizacije Consensus Economics	Veljača 2014.	1,0	1,4	1,5	1,0	1,4	1,8
Survey of Professional Forecasters	Veljača 2014.	1,0	1,5	1,7	1,1	1,4	1,7
MMF	Siječanj 2014.	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4	1,5

Izvori: Europske gospodarske prognoze Europske komisije, zima 2014.; IMF World Economic Outlook, ažuriran u siječnju 2014., IMF World Economic Outlook, listopad 2013.; OECD Economic Outlook, studeni 2013.; prognoze organizacije Consensus Economics; MJEconomics i istraživanje ESB-a Survey of Professional Forecasters.

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

© 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

Telefaks: +49 69 1344 6000

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

Sva su prava zadržana.

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