



## MAKROEKONOMSKE PROJEKCIJE STRUČNJAKA EUROSUSTAVA ZA EUROPODRUČJE, PROSINAC 2014.<sup>1</sup>

*Gospodarska aktivnost pokazala se slabijom nego što se očekivalo početkom godine, na što je uglavnom utjecao neočekivano prigušen rast investicija i izvoza. Očekuje se da će se sadašnja faza skromnog rasta nastaviti i 2015. Međutim, više poticajnih vanjskih i domaćih činitelja, uključujući vrlo akomodativnu monetarnu politiku u europodručju, koji su ojačani standardnim i nestandardnim mjerama poduzetim u lipnju i rujnu 2014., trebalo bi doći u prvi plan tijekom 2015., nakon čega se očekuje nešto brži rast realnog BDP-a. Realni BDP trebao bi se povećati 2014. za 0,8 %, 2015. za 1,0 % te 2016. za 1,5 %. Budući da te stope sve više nadmašuju procijenjenu stopu potencijalnog rasta, proizvodni jaz sporo će se smanjivati tijekom projekcijskog razdoblja, ali će 2016. i dalje ostati negativan. Izgledi za rast realnog BDP-a znatno su revidirani naniže u odnosu na projekcije objavljene u Mjesečnom biltenu iz rujna 2014.*

*Inflacija u europodručju mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) kratkoročno bi trebala ostati niska i tek postupno rasti tijekom projekcijskog razdoblja. Predviđa se da će 2014. prosječno iznositi 0,5 %, 2015. 0,7 % i 2016. 1,3 %. Nedavno smanjenje cijena nafte značajno je nepovoljno utjecalo na kratkoročne izgledi za inflaciju. Međutim, postupno smanjivanje negativnoga proizvodnog jaza i sve veći vanjski cjenovni pritisci, pojačani nižim tečajem eura, trebali bi tijekom projekcijskog razdoblja poduprijeti rast inflacije mjerene HIPC-om. Ipak, postojeća neiskorištenost kapaciteta u gospodarstvu onemogućit će snažnije ubrzanje inflacije. U usporedbi s projekcijama objavljenim u Mjesečnom biltenu iz rujna 2014., izgledi za inflaciju mjerenu HIPC-om značajno su revidirani naniže.*

*Članak daje kratak pregled makroekonomskih projekcija za europodručje za razdoblje 2014. – 2016. Projekcije za tako dugo razdoblje podložne su vrlo visokoj neizvjesnosti.<sup>2</sup> To treba imati na umu prilikom njihova tumačenja. Također valja naglasiti da su nedavne nestandardne mjere monetarne politike u ovim projekcijama uzete u obzir samo onoliko koliko su već utjecale na financijske varijable, dok daljnji transmisijski kanali nisu obuhvaćeni. To podrazumijeva da je u osnovnoj projekciji utjecaj paketa monetarne politike najvjerojatnije podcijenjen.*

### MEĐUNARODNO OKRUŽJE

Predviđa se daljnje jačanje globalnoga gospodarskog oporavka, premda će ono biti postupno. Stopa rasta svjetskoga realnog BDP-a (bez europodručja) trebala bi tijekom projekcijskog razdoblja porasti s 3,6 % u 2014. na 4,2 % u 2016. godini. Međutim, očekuje se da će oporavak ostati neujednačen po regijama. Nakon dosta prigušene aktivnosti početkom 2014., zamah rasta u nekim razvijenim gospodarstvima izvan europodručja uglavnom postaje sve snažniji. Za razliku od toga, zamah rasta na tržištima u nastajanju općenito je ostao prigušen, uz neka odstupanja po regijama. Gledano dugoročnije, svjetska gospodarska aktivnost trebala bi postupno jačati, ali očekuje se da će oporavak i dalje biti skroman. Iako neka ključna razvijena gospodarstva imaju koristi od slabljenja nepovoljnih čimbenika, zbog sve većih strukturnih izazova i pooštavanja financijskih uvjeta nije vjerojatno da će se gospodarstva u nastajanju vratiti na razine rasta zabilježene prije krize.

Zamah svjetske trgovine u prvoj polovini godine ostao je slab. Međutim, pretpostavlja se da je rast svjetske trgovine dosegnuo najnižu točku u drugom tromjesečju te da će se tijekom projekcijskog

<sup>1</sup> Upravno vijeće služi se makroekonomskim procjenama stručnjaka Eurosustava 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 20. studenoga 2014.

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

razdoblja ubrzati s 2,7 % u 2014. na 5,2 % u 2016. (bez europodručja). Njezina elastičnost u odnosu na svjetsku gospodarsku aktivnost na kraju projekcijskog razdoblja trebala bi ostati niža od one zabilježene prije svjetske krize. 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)

|  | Prosinac 2014. |       |       |       | Rujan 2014. |       |       | Korekcije od rujna 2014. |       |       |
|--|----------------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|--------------------------|-------|-------|
|  | 2013.          | 2014. | 2015. | 2016. | 2014.       | 2015. | 2016. | 2014.                    | 2015. | 2016. |
| Svjetski realni BDP (bez europodručja)             | 3,7            | 3,6   | 4,0   | 4,2   | 3,7         | 4,2   | 4,3   | -0,1                     | -0,1  | -0,1  |
| Svjetska trgovina (bez europodručja) <sup>1)</sup> | 3,4            | 2,7   | 3,9   | 5,2   | 3,9         | 5,5   | 5,9   | -1,2                     | -1,6  | -0,7  |
| Inozemna potražnja europodručja <sup>2)</sup>      | 2,9            | 2,3   | 3,4   | 4,9   | 3,5         | 5,0   | 5,6   | -1,2                     | -1,6  | -0,6  |

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 rujna 2014., izgledi za svjetski rast neznatno su revidirani naniže, dok su izgledi za inozemnu potražnju europodručja značajnije revidirani naniže. Korekcije izgleda za inozemnu potražnju europodručja odraz su slabijih ostvarenja i korekcije naniže krivulje rasta elastičnosti svjetske trgovine u odnosu na gospodarsku aktivnost prema njezinoj dugoročnoj razini kako bi se uzele u obzir pogreške u prethodnim prognozama.

#### 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. studenoga 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. te 0,1 % u 2015. i 2016. Tržišna očekivanja u vezi s nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice europodručja upućuju na prosječnu razinu od 2,0 % u 2014., 1,8 % u 2015. i 2,1 % u 2016.<sup>1</sup> Očekuje se da će se prosječne aktivne kamatne stope banaka na kredite nefinancijskom privatnom sektoru europodručja, prateći kamatne stope na terminskom tržištu i postupni prijenos promjena tržišnih kamatnih stopa na aktivne kamatne stope, neznatno smanjiti 2014. i 2015., nakon čega će tijekom 2016. skromno rasti.

Što se tiče cijena sirovina, na temelju kretanja cijena na terminskim tržištima u dvotjednom razdoblju koje je završilo zaključnim datumom 13. studenoga, pretpostavlja se da će cijena barela sirove nafte Brent pasti s 102,6 USD u trećem tromjesečju 2014. na 85,6 USD u 2015., nakon čega bi trebala narasti na 88,5 USD u 2016. Pretpostavlja se da će se cijene neenergetskih sirovina u američkim dolarima 2014. i 2015. znatno smanjiti, a 2016. povećati.<sup>2</sup>

Pretpostavlja se da će bilateralni tečajevi tijekom projekcijskog razdoblja ostati nepromijenjeni na prosječnim razinama koje su prevladavale u dvotjednom razdoblju koje je završilo zaključnim datumom 13. studenoga 2014. To podrazumijeva tečaj američkog dolara prema euru od 1,33 u 2014. i 1,25 u 2015. i 2016.

## Tehničke pretpostavke

|  | Prosinac 2014. |       |       |       | Rujan 2014. |       |       | Korekcije od rujna 2014. <sup>1)</sup> |       |       |
|--|----------------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|--|-------|-------|
|  | 2013.          | 2014. | 2015. | 2016. | 2014.       | 2015. | 2016. | 2014.                                  | 2015. | 2016. |
| Tromjesečni EURIBOR (godišnji postotak)  | 0,2            | 0,2   | 0,1   | 0,1   | 0,2         | 0,2   | 0,3   | 0,0                                    | -0,1  | -0,1  |
| Prinosi na desetogodišnje državne obveznice (godišnji postotak)                      | 2,9            | 2,0   | 1,8   | 2,1   | 2,3         | 2,2   | 2,5   | -0,2                                   | -0,4  | -0,4  |
| Cijena nafte (u američkim dolarima, po barelu)                                       | 108,8          | 101,2 | 85,6  | 88,5  | 107,4       | 105,3 | 102,7 | -5,7                                   | -18,8 | -13,8 |
| Cijene neenergetskih sirovina, u američkim dolarima (godišnje promjene u postotcima) | -5,0           | -6,3  | -4,8  | 3,8   | -4,8        | 0,1   | 4,4   | -1,5                                   | -4,9  | -0,6  |
| Tečaj USD/EUR  | 1,33           | 1,33  | 1,25  | 1,25  | 1,36        | 1,34  | 1,34  | -1,9                                   | -6,7  | -6,7  |
| Nominalni efektivni tečaj eura (EER20) (godišnje promjene u postotcima)              | 3,8            | 0,5   | -2,8  | 0,0   | 1,4         | -0,8  | 0,0   | -0,9                                   | -2,0  | 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 izvršenje proračuna 2014., podatke iz predloženih ili prihvaćenih zakona o proračunu za 2015., nacрте proračunskih planova podnesenih u okviru Europskog semestra i nacionalne srednjoročne proračunske planove koji su bili dostupni do 20. studenoga 2014. One uključuju sve mjere fiskalne politike koje su nacionalni parlamenti već odobrili, odnosno koje su vlade dovoljno detaljno razradile i koje će vjerojatno biti prihvaćene u zakonodavnom postupku. Ukupno gledajući, podatci o izvršenju proračuna 2014. i planiranim fiskalnim mjerama za 2015. podrazumijevaju uglavnom neutralnu diskrecijsku fiskalnu politiku na razini europodručja. Mjere fiskalne konsolidacije u nekim zemljama uglavnom su neutralizirane smanjenjem izravnih poreza u nekoliko zemalja i povećanjem potrošnje.

U usporedbi s Mjesečnim biltenom iz rujna 2014., promjene tehničkih pretpostavka obuhvaćaju znatno niže cijene nafte i neenergetskih sirovina izražene u američkim dolarima, deprecijaciju efektivnog tečaja eura te niže kratkoročne i dugoročne kamatne stope u europodručju.

- 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 razdoblja. Pretpostavlja se da će razlike između prinosa na državne obveznice pojedinačnih država i odgovarajućeg prosjeka za europodručje ostati nepromijenjene tijekom projekcijskog razdoblja.
- 2) Pretpostavke u vezi s cijenama nafte i prehrambenih sirovina temelje se na terminskim cijenama do kraja projekcijskog razdoblja. Pretpostavlja se da će cijene drugih neenergetskih sirovina slijediti terminske cijene do četvrtog 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

Najnovija gospodarska kretanja nisu potvrdila oporavak koji je očekivan početkom ove godine. Realni BDP tek je skromno porastao u drugom i trećem tromjesečju 2014. nakon smanjenja privremenih čimbenika koji su poticali aktivnost u prvom tromjesečju. Aktivnost je bila slabija od očekivane u uvjetima uspoređenih kretanja svjetske trgovine, sve veće zabrinutosti oko izgleda za domaći rast, moguće zbog zastoja gospodarskih reformi u nekim zemljama, te stalnih geopolitičkih napetosti i slabijeg od predviđenog rasta investicija u stambene nekretnine u nekim zemljama.

Predviđa se da će rast realnog BDP-a u kratkoročnom razdoblju ostati slab. Utjecaj nepovoljnih čimbenika koji su ograničavali rast početkom godine i dalje će opterećivati rast tijekom sljedećih nekoliko tromjesečja. Na to upućuju pokazatelji pouzdanja poduzeća i potrošača, koji su od proljeća oslabjeli, a čije razine sada pokazuju daljnju, iako tek skromnu aktivnost u kratkoročnom razdoblju. Poglavitno se očekuje da će privatne investicije ostati prigušene i početkom 2015.

Unatoč tomu, nekoliko osnovnih elemenata ostat će pozitivno te će poduprijeti očekivano ubrzanje rasta 2015. i nadalje. Na domaću potražnju trebali bi povoljno utjecati akomodativna monetarna politika i poboljšano funkcioniranje transmisivnog procesa monetarne politike, koji su dodatno ojačani standardnim i nestandardnim mjerama koje je nedavno poduzeo ESB, uglavnom neutralna fiskalna politika nakon godina znatne fiskalne restrikcije i određeno poboljšanje uvjeta ponude kredita. Pored toga, osobna potrošnja trebala bi imati koristi od ubrzanja rasta realnoga raspoloživog dohotka koji osobito proizlazi iz povoljnog utjecaja smanjenja cijena sirovina kao i sve većeg, iako skromnog rasta plaća i zaposlenosti te, u kontekstu sve većeg rasta dobiti, sve većih drugih osobnih dohodaka (uključujući raspodijeljenu dobit). Osim toga, sveukupnu aktivnost sve više će tijekom projekcijskog razdoblja podupirati povoljan učinak na izvoz pretpostavljenog postupnog jačanja inozemne potražnje, koju će dodatno poduprijeti učinak deprecijacije eura.

Međutim, očekuje se da će oporavak ostati slab u usporedbi s prijašnjim vrijednostima jer više čimbenika i dalje usporava rast u srednjoročnom razdoblju. Očekuje se da će se tijekom projekcijskog razdoblja tek postupno smanjiti potreba za bilančnom prilagodbom u privatnom i javnom sektoru. Nadalje, očekuje se da će nepovoljan utjecaj visokih stopa nezaposlenosti na osobnu potrošnju u nekim zemljama tek postupno slabjeti, dok će veliki višak kapaciteta u nekim zemljama i dalje ograničavati investicijsku potrošnju. Gledajući godišnji prosjek, predviđa se da će rast realnog BDP-a iznositi 0,8 % u 2014., 1,0 % u 2015. i 1,5 % u 2016.

Ako se sastavnice potražnje pomnije razmotre, rashodi za osobnu potrošnju trebali bi tijekom projekcijskog razdoblja zadržati skromni zamah zbog ubrzanja rasta realnoga raspoloživog dohotka. Nakon nekoliko godina izrazite slabosti, rast realnoga raspoloživog dohotka ubrzat će se zbog višeg dohotka od rada (kao odraz sve veće zaposlenosti i nešto većeg rasta plaća), sve većeg doprinosa drugih osobnih dohodaka (uglavnom vezano za dobit) i niske cijene primarnih sirovina. Sve veća neto vrijednost kućanstava i niski troškovi financiranja također će poduprijeti osobnu potrošnju.

Stopa štednje trebala bi ostati nepromijenjena i zadržati se na povijesno niskim razinama. To odražava suprotne učinke. S jedne strane, vrlo niske kamatne stope i postupan pad nezaposlenosti utjecat će na smanjenje štednje. S druge strane, postoje i učinci povećanja štednje jer sve veći raspoloživi dohodak u nekim zemljama smanjuje potrebu za upotrebom uštedevine radi potrošnje. Zamijećeno slabljenje pouzdanja potrošača moglo bi pojačati motiv za štednju iz opreza. Nadalje, u nekim zemljama pritisci na razduživanje kućanstava i dalje su visoki, što dodatno utječe na povećanje stope štednje.

Izgledi za investicije u stambene nekretnine ostaju slabi. Investicije u stambene nekretnine trebale bi donekle dobiti na zamahu tijekom 2015. kako se gospodarska aktivnost bude oporavljala u uvjetima niskih kamata na hipotekarne kredite i poboljšanih uvjeta kreditne ponude, a potrebe za prilagodbom na tržištima stambenih nekretnina 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. Nadalje, čini se da je u nekim zemljama povoljan učinak povijesno niskih kamata na hipotekarne kredite slabiji od očekivanoga.

Više čimbenika trebalo bi poduprijeti poslovne investicije, a to su: očekivano postupno jačanje domaće i inozemne potražnje, veoma niska razina kamatnih stopa, potreba da se osnovni kapital osuvremeni nakon nekoliko godina ograničenih ulaganja, poboljšanje uvjeta kreditne ponude i određeni rast profitnih marža kako se gospodarska aktivnost bude oporavljala. Pored toga, nepovoljni utjecaji potreba za razduživanjem poduzeća trebali bi postupno slabjeti nakon smanjenja omjera duga i BDP-a posljednjih godina. Unatoč tomu, razine duga i dalje su visoke, tako da bi potrebe za razduživanjem mogle nastaviti usporavati rast.

Procjenjuje se da će rast poslovnih investicija ostati prilično nizak u kratkoročnom razdoblju. Unatoč spomenutim poticajnim čimbenicima, pouzdanje poduzeća u posljednje se vrijeme smanjilo. Čini se da

neki negativni čimbenici imaju snažan učinak na poslovne investicije, kao što su i dalje nepovoljni, iako sve bolji uvjeti financiranja u nekim zemljama, zabrinutost zbog sporosti strukturnih reforma u izvjesnim zemljama i ustrajnost geopolitičkih napetosti. Neizvjesnost oko izgleda za potražnju također nepovoljno utječe na poslovne investicije.

Predviđa se da će se inozemna potražnja europodručja umjereno povećavati kako se svjetska gospodarska aktivnost bude oporavljala. Izvoz u države izvan europodručja umjereno će se povećati u drugoj polovini 2014., uglavnom u skladu s inozemnom potražnjom. Predviđa se da će se izvoz intenzivirati tijekom 2015. kao odraz postupnog jačanja inozemne potražnje i povoljnog učinka nedavne deprecijacije eura. Očekuje se da će tržišni udjeli izvoza ostati uglavnom nepromijenjeni tijekom projekcijskog razdoblja. Uvoz iz država izvan europodručja tek će umjereno rasti tijekom projekcijskog razdoblja kao odraz prigušenog rasta potražnje u europodručju i nižeg tečaja eura. Neto izvoz trebao bi dati pozitivan, iako umjeren doprinos rastu realnog BDP-a pred kraj projekcijskog razdoblja. Višak na tekućem računu povećat će se tijekom projekcijskog razdoblja i 2016. dosegnuti 2,4 % BDP-a.

U posljednje vrijeme došlo je do relativno brzog i snažnog povećanja rasta zaposlenosti. Oporavak zaposlenosti započeo je već od sredine 2013., isprva u vidu broja odrađenih radnih sati, a nakon toga i u vidu broja osoba. U drugom tromjesečju 2014. broj zaposlenih porastao je za 0,4 % na godišnjoj razini, u usporedbi s rastom realnog BDP-a od 0,8 %. Čini se da je ovaj relativno brz oporavak odraz povoljnog učinka prethodnog obuzdavanja rasta plaća i vjerojatno pozitivnog učinka nedavnih reforma na tržištu rada. Izgleda da su te reforme, primjerice u vidu povećane decentralizacije pregovaranja o plaćama, smanjene zaštite zaposlenja i fleksibilnijih radnih uvjeta, dovele do relativno brže i snažnije reakcije zaposlenosti na kretanja proizvodnje nego što je do sada zabilježeno, premda s nekim značajnim razlikama među zemljama.

Očekuje se da će se uvjeti na tržištu rada u europodručju tijekom projekcijskog razdoblja skromno poboljšati. Procjenjuje se da će broj zaposlenih nastaviti svoj skromni oporavak u drugoj polovini 2014. i da će tijekom projekcijskog razdoblja uglavnom održati taj zamah. Oporavak zaposlenosti odraz je nastavka obrasca relativno brze i snažne reakcije na ubrzanje gospodarske aktivnosti. Očekuje se da će 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 trebala bi se smanjiti tijekom projekcijskog razdoblja, iako će ostati viša nego prije krize.

U usporedbi s makroekonomskim projekcijama objavljenim u Mjesečnom biltenu iz rujna 2014., očekivani rast realnog BDP-a za razdoblje 2014. – 2016. revidiran je naniže za 1,0 postotni bod. Do korekcije je došlo zbog slabijih izgleda za izvoz jer su izgledi za inozemnu potražnju europodručja revidirani značajno naniže kao odraz slabijih ostvarenja i korekcije naniže povećanja elastičnosti svjetske trgovine u odnosu na gospodarsku aktivnost prema njezinoj dugoročnoj razini. Prognoza rasta revidirana je naniže također zbog slabijih poslovnih investicija s obzirom na nedavni pad pouzdanja i sve veću zabrinutost oko izgleda za domaći rast. Investicije u stambene nekretnine također su znatno revidirane naniže zbog većih potreba za prilagodbom na tržištima stambenih nekretnina u nekim zemljama i zbog toga što je učinak povijesno niskih kamata na hipotekarne kredite u prethodnim projekcijama izgleda bio precijenjen. Osobna potrošnja također je revidirana naniže zbog naniže revidiranog rasta naknada po zaposlenome i raspodijeljene dobiti koja je bila slabija od očekivane, što je odraz sveukupno slabijega gospodarskog okružja.

Najnovije nestandardne mjere monetarne politike obuhvaćene su osnovnom projekcijom samo u vidu njihova učinka na već promatrane podatke i tržišno temeljene tehničke financijske pretpostavke, to jest tržišne kamatne stope i cijene dionica, kao i na tečaj. Stoga je moguće da je povoljan učinak najnovijih nestandardnih mjera monetarne politike podcijenjen u osnovnoj projekciji jer ona ne uključuje dodatne kanale (vidi Okvir 2.).

**Tablica 2. Makroekonomske projekcije za europodručje<sup>1)</sup>**

(godišnje promjene u postotcima)

|  | Prosinac 2014. |                           |                           |                           | Rujan 2014.               |                           |                           | Korekcije od rujna 2014. <sup>2)</sup> |       |       |
|--|----------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|--|-------|-------|
|  | 2013.          | 2014.                     | 2015.                     | 2016.                     | 2014.                     | 2015.                     | 2016.                     | 2014.                                  | 2015. | 2016. |
| Realni BDP <sup>3)</sup>   | -0,4           | 0,8                       | 1,0                       | 1,5                       | 0,9                       | 1,6                       | 1,9                       | 0,0                                    | -0,6  | -0,3  |
|  |                | [0,7 – 0,9] <sup>4)</sup> | [0,4 – 1,6] <sup>4)</sup> | [0,4 – 2,6] <sup>4)</sup> | [0,7 – 1,1] <sup>4)</sup> | [0,6 – 2,6] <sup>4)</sup> | [0,6 – 3,2] <sup>4)</sup> |  |       |       |
| Osobna potrošnja   | -0,6           | 0,8                       | 1,3                       | 1,2                       | 0,7                       | 1,4                       | 1,6                       | 0,1                                    | -0,2  | -0,4  |
| Državna potrošnja  | 0,3            | 0,9                       | 0,5                       | 0,4                       | 0,7                       | 0,4                       | 0,4                       | 0,2                                    | 0,0   | -0,1  |
| Bruto investicije u fiksni kapital   | -2,5           | 0,7                       | 1,4                       | 3,2                       | 1,1                       | 3,1                       | 3,9                       | -0,5                                   | -1,8  | -0,7  |
| Izvoz <sup>5)</sup>  | 2,2            | 3,2                       | 3,2                       | 4,8                       | 3,1                       | 4,5                       | 5,3                       | 0,0                                    | -1,3  | -0,5  |
| Uvoz <sup>5)</sup>   | 1,3            | 3,3                       | 3,7                       | 4,9                       | 3,5                       | 4,5                       | 5,3                       | -0,3                                   | -0,8  | -0,3  |
| Zaposlenost  | -0,9           | 0,4                       | 0,6                       | 0,5                       | 0,3                       | 0,6                       | 0,7                       | 0,1                                    | 0,0   | -0,2  |
| Stopa nezaposlenosti (postotak radne snage)  | 11,9           | 11,6                      | 11,2                      | 10,9                      | 11,6                      | 11,2                      | 10,8                      | 0,0                                    | 0,0   | 0,2   |
| Harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HIPC)                                       | 1,4            | 0,5                       | 0,7                       | 1,3                       | 0,6                       | 1,1                       | 1,4                       | -0,1                                   | -0,4  | -0,1  |
|  |                | [0,5 – 0,5] <sup>4)</sup> | [0,2 – 1,2] <sup>4)</sup> | [0,6 – 2,0] <sup>4)</sup> | [0,5 – 0,7] <sup>4)</sup> | [0,5 – 1,7] <sup>4)</sup> | [0,7 – 2,1] <sup>4)</sup> |  |       |       |
| HIPC bez energije  | 1,4            | 0,8                       | 1,1                       | 1,3                       | 0,8                       | 1,3                       | 1,6                       | 0,0                                    | -0,2  | -0,2  |
| HIPC bez energije i prehrambenih proizvoda   | 1,1            | 0,8                       | 1,0                       | 1,3                       | 0,9                       | 1,2                       | 1,5                       | 0,0                                    | -0,2  | -0,2  |
| HIPC bez energije, prehrambenih proizvoda i promjena neizravnih poreza <sup>6)</sup> | 1,0            | 0,7                       | 1,0                       | 1,3                       | 0,8                       | 1,2                       | 1,5                       | 0,0                                    | -0,2  | -0,2  |
| Jedinični troškovi rada  | 1,3            | 1,1                       | 1,1                       | 0,8                       | 1,0                       | 0,8                       | 1,1                       | 0,1                                    | 0,4   | -0,3  |
| Naknada po zaposlenome   | 1,7            | 1,6                       | 1,5                       | 1,8                       | 1,6                       | 1,8                       | 2,2                       | 0,0                                    | -0,3  | -0,4  |
| Proizvodnost rada  | 0,4            | 0,5                       | 0,4                       | 1,0                       | 0,6                       | 1,0                       | 1,1                       | -0,1                                   | -0,6  | -0,1  |
| Saldo proračuna opće države (postotak BDP-a)   | -2,9           | -2,6                      | -2,5                      | -2,2                      | -2,6                      | -2,4                      | -1,9                      | 0,0                                    | -0,1  | -0,3  |
| Strukturni proračunski saldo (postotak BDP-a) <sup>7)</sup>                          | -2,3           | -2,1                      | -2,1                      | -2,0                      | -2,0                      | -2,0                      | -1,9                      | -0,2                                   | -0,1  | -0,1  |
| Bruto dug opće države (postotak BDP-a)   | 90,8           | 92,0                      | 91,8                      | 91,1                      | 93,9                      | 93,1                      | 91,5                      | -1,9                                   | -1,3  | -0,4  |
| Saldo tekućeg računa (postotak BDP-a)  | 2,0            | 2,1                       | 2,2                       | 2,4                       | 2,3                       | 2,3                       | 2,4                       | -0,1                                   | 0,0   | 0,0   |

1) Litva je uključena u projekcije za 2015. i 2016. Prosječne godišnje promjene u postotcima za 2015. temelje se na sastavu europodručja 2014. u koji je već uključena Litva.

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

## Okvir 2.

### UKLJUČIVANJE NAJNOVIJIH NESTANDARDNIH MJERA MONETARNE POLITIKE U PROJEKCIJE

Paketi mjera monetarne politike koji su objavljeni 5. lipnja i 4. rujna 2014., a kojima je cilj olakšati kreditiranje, obuhvaćaju niz nestandardnih mjera monetarne politike, provedenih u obliku kreditnih

operacija, odnosno ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja, i izravne operacije, to jest program kupnje vrijednosnih papira osiguranih imovinom i program kupnje pokrivenih obveznica.

Učinak tih mjera na izgleda za rast i inflaciju uključen je u osnovnu projekciju samo onoliko koliko su one već utjecale na financijske varijable, poglavito na kamatne stope, cijene dionica i tečaj eura. Zbog takvog tehničkog pristupa, neki dodatni potencijalni kanali nisu obuhvaćeni osnovnom projekcijom. Među njima je, na primjer, kanal za izravan prijenos koji se odnosi na olakšice bankama u europodručju za troškove financiranja koji proizlaze iz tih mjera. Drugi kanal koji nije uključen u osnovnu projekciju jest kanal za uravnoteženje portfelja, koji odražava činjenicu da bi velike injekcije likvidnosti povezane sa svakom od tri mjera politike mogle dati veći poticaj ulagačima da smanje držanja viška gotovine tako što će kupovati i na taj način povisiti cijenu (odnosno sniziti prinose) alternativnih financijskih instrumenata koje ne kupuje središnja banka.

Ukupno gledajući, osnovna će projekcija stoga vjerojatno podcijeniti učinak paketa mjera monetarne politike, što predstavlja rizik da bi gospodarski rast i inflacija mogli biti viši od onih iz osnovne projekcije.

## PROJEKCIJE CIJENA I TROŠKOVA

Prema brznoj procjeni Eurostata, ukupna stopa inflacije mjerene HIPC-om u studenome 2014. iznosila je 0,3 %. Niska trenutačna stopa inflacije odraz je niskih cijena energije zbog nedavnih smanjenja cijena sirove nafte, niske inflacije cijena prehrambenih proizvoda i skromnih kretanja cijena neenergetskih industrijskih proizvoda i usluga.

Predviđa se da će inflacija mjerena HIPC-om u kratkoročnom razdoblju ostati niska. Nakon toga očekuje se da će tek postupno jačati do kraja projekcijskog razdoblja i u četvrtom tromjesečju 2016. dosegnuti stopu od 1,4 %. Do povećanja inflacije mjerene HIPC-om tijekom projekcijskog razdoblja trebalo bi doći zbog postupnog smanjivanja negativnoga proizvodnog jaza i sve većih vanjskih cjenovnih pritisaka. Ovi potonji posebice su odraz promjene pritisaka na smanjivanje inflacije u pritiske na rast inflacije koji proizlaze iz cijena sirovina i prijenosa učinka prethodnog slabljenja tečaja eura.

Postojeća neiskorištenost kapaciteta u gospodarstvu u europodručju, zajedno s pretpostavljenim umjerenim kretanjima cijena sirovina, onemogućit će znatniji rast inflacije u europodručju. Predviđa se da će se negativan proizvodni jaz tek djelomice smanjiti do 2016., što podrazumijeva skromni rast plaća i profitnih marža. Sve u svemu, očekuje se da će inflacija mjerena HIPC-om ostati vrlo niska i prosječno iznositi 0,5 % u 2014., 0,7 % u 2015. i 1,3 % u 2016. Inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda trebala bi prosječno iznositi 0,8 % u 2014., 1,0 % u 2015. i 1,3 % u 2016.

Vanjski cjenovni pritisci trenutačno ograničavaju izgleda za inflaciju, ali očekuje se da će tijekom projekcijskog razdoblja porasti kao odraz predviđenog jačanja svjetske potražnje, nižeg tečaja eura te očekivanog povećanja cijena sirovina 2016. Vanjska cjenovna kretanja u posljednje su vrijeme dodatno pojačala pritiske na sniženje cijena u europodručju. Usporeni svjetski rast, smanjenje cijena nafte i drugih sirovina te prošla aprecijacija eura doveli su do smanjenja uvoznih cijena u europodručju 2013. i 2014. godine. U predstojećem razdoblju očekuje se da će deflator uvoza iz država izvan europodručja porasti 2016. kako ti učinci budu polako nestajali.

Poboljšanja na tržištu rada i sve manja neiskorištenost kapaciteta u gospodarstvu trebali bi tijekom projekcijskog razdoblja umjereno povećati domaće cjenovne pritiske. Predviđa se da će tijekom projekcijskog razdoblja doći do blagog povećanja rasta naknada po zaposlenome, ali on će i dalje biti nizak zbog daljnjih prilagodba i obuzdavanja rasta plaća u nekoliko zemalja europodručja. Uvjeti niske inflacije također doprinose skromnim izgledima kretanja plaća. Predviđa se da će se rast jediničnih troškova rada tijekom projekcijskog razdoblja blago smanjiti. To je zbog toga što je snažniji rast proizvodnosti više nego neutralizirao malo ubrzanje rasta naknada po zaposlenome. Skromna kretanja jediničnih troškova rada jedan su od glavnih izvora očekivanih niskih domaćih troškovnih pritisaka do kraja projekcijskog razdoblja.

Profitne marže (izmjerene kao razlika između deflatora BDP-a izraženog u faktorskim troškovima i rasta jediničnih troškova rada) trebale bi se smanjiti 2014., stabilizirati 2015. i ponovno porasti 2016. kao posljedica jačanja gospodarske aktivnosti i osobito usporavanja kretanja jediničnih troškova rada.

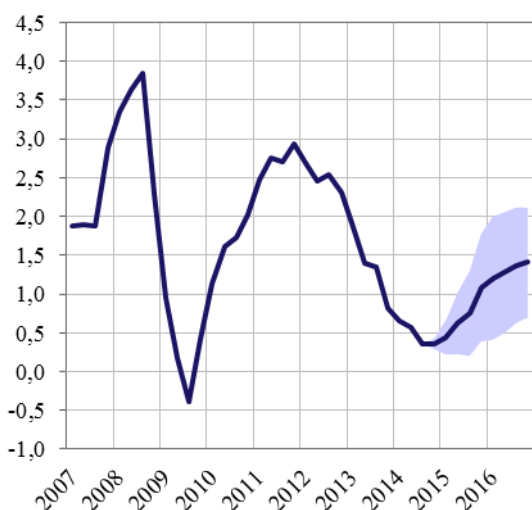
U usporedbi s makroekonomskim projekcijama objavljenim u Mjesečnom biltenu iz rujna 2014., projekcija ukupne inflacije mjerene HIPC-om revidirana je naniže za 0,1 postotni bod za 2014., za 0,4 postotna boda za 2015. i za 0,1 postotni bod za 2016. To je uglavnom odraz nižih cijena nafte u eurima, nekih iznenađenja u vidu nižih ostvarenih cijena neenergetskih sastavnica te utjecaja naniže revidiranih izgleda za rast. Za 2016. ovo potonje djelomice je nadoknađeno snažnijim učinkom porasta inflacije cijena energije, koja je potaknuta slabijim tečajem i porastom terminskih cijena nafte u usporedbi s projekcijom iz rujna. Inflacija mjerena HIPC-om bez prehrambenih proizvoda i energije također je revidirana naniže kao odraz slabije dinamike plaća i profitnih marža te neizravnog prijenosa učinka nedavne deprecijacije tečaja.

**Tablica 1. Makroekonomske projekcije<sup>1)</sup>**

(tromjesečni podatci)

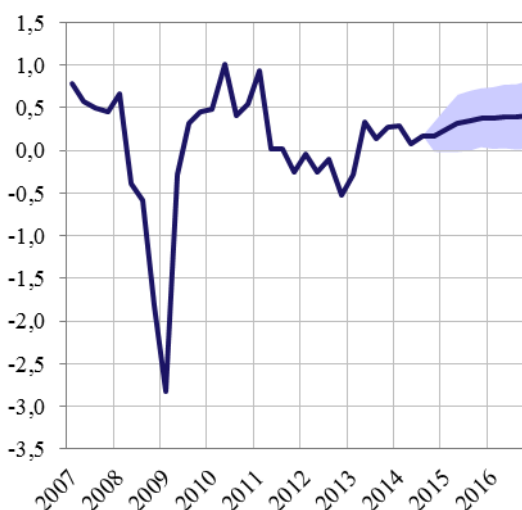
#### HIPC europa područja

(promjene u postocima u odnosu na prethodnu godinu)



#### Realni BDP europa područja<sup>2)</sup>

(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.

## FISKALNI IZGLEDI

Orijentacija fiskalne politike tijekom projekcijskog razdoblja bit će uglavnom neutralna. Očekuje se da će fiskalna politika, mjerena promjenom ciklički prilagođenog primarnog salda, biti blago ekspanzivna 2014. i 2015. te neutralna 2016., za razliku od značajne fiskalne restrikcije zabilježene prethodnih godina.

Predviđa se da će se omjer državnog manjka i BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja postupno smanjivati. To će smanjenje biti poduprto poboljšanjem cikličke pozicije gospodarstva europa područja. Strukturni proračunski saldo trebao bi se tek blago poboljšati tijekom projekcijskog razdoblja, odražavajući uglavnom neutralnu fiskalnu politiku. Omjer državnog duga i BDP-a počet će se smanjivati od 2015. zbog nedavnih poboljšanja primarnog salda i povoljnije razlike između kamatne stope i stope gospodarskog rasta.



U usporedbi s fiskalnim projekcijama objavljenim u Mjesečnom biltenu iz rujna 2014., izgledi kretanja deficita i dinamika duga donekle su se pogoršali kao posljedica manje povoljnih makroekonomskih izgleda i blagog labavljenja diskrecijskih fiskalnih politika. Korekcija omjera duga i BDP-a naniže uglavnom je posljedica primjene novog statističkog standarda ESA 2010.

### 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.<sup>1</sup>

##### 1) Alternativno kretanje cijena nafte

Pretpostavke o cijenama nafte u ovim projekcijama stručnjaka Eurosustava polaze od tržišnih očekivanja mjerenih terminskim cijenama nafte. Zaključnog datuma 13. studenoga, polazeći od kretanja cijena nafte na terminskim tržištima u prethodnom dvotjednom razdoblju, pretpostavljalo se da će cijena barela sirove nafte Brent pasti s 102,6 USD u trećem tromjesečju 2014. na 85,6 USD u 2015., nakon čega bi trebala porasti na 88,5 USD u 2016. Međutim, nakon zaključnog datuma cijene nafte i terminske cijene nafte još više su pale u uvjetima velike ponude nafte i slabe potražnje za njom, osobito nakon odluke OPEC-a od 27. studenoga 2014. da zadrži sadašnje razine proizvodnje. Terminske cijene nafte 2. prosinca 2014. upućivale su na to da će cijena sirove nafte Brent pasti na 73,2 USD u 2015. i porasti na 78,1 USD u 2016., tj. da će biti 14,5 % odnosno 11,7 % niža od pretpostavka iz osnovne projekcije.

Na temelju makroekonomskih modela stručnjaka Eurosustava procijenjeno je da će zbog alternativnog kretanja cijena nafte inflacija mjerena HIPC-om u europodručju biti oko 0,4 postotna boda niža nego u osnovnoj projekciji za 2015. i 0,1 postotni bod niža nego u osnovnoj projekciji za 2016. Istodobno bi alternativno kretanje cijena nafte poduprlo rast realnog BDP-a za otprilike 0,1 postotni bod i 2015. i 2016.

##### 2) Alternativno kretanje tečaja

Osnovna projekcija predviđa nepromijenjen efektivni tečaj eura do kraja projekcijskog razdoblja. Međutim, moglo bi doći do slabljenja eura zbog sve lošije perspektive rasta 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. studenoga 2014. Takvo kretanje podrazumijeva postupnu deprecijaciju eura prema američkom dolaru na tečaj od 1,17 u 2016., što je 6,1 % 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 3,2 % niži od osnovne projekcije. U ovom scenariju rezultati različitih makroekonomskih modela stručnjaka Eurosustava upućuju na veći rast realnog BDP-a, za 0,1 – 0,3 postotna boda, i veću inflaciju mjerenu HIPC-om, za 0,1 – 0,4 postotna boda, u 2015. i 2016.

##### 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, odnosno 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. U skladu s tim, one nisu uzete u obzir u osnovnoj projekciji. Stoga nije samo nužno već i vjerojatno da će do 2016. više vlada donijeti dodatne mjere fiskalne 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 u kojima se one nalaze 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.

Na temelju tog pristupa procjenjuje se da će 2015. i 2016. vjerojatno biti poduzete dodatne mjere fiskalne konsolidacije koje utječu na potražnju, čime bi kumulativni iznos dodatne konsolidacije do kraja 2016. iznosio oko 0,2 % BDP-a. U pogledu sastava fiskalnih mjera, u analizi osjetljivosti nastoje 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 donekle zastupljenije mjere na rashodnoj strani proračuna.

### 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 s pomoću ESB-ova novog modela za cijelo europodručje<sup>2</sup>, sažeti su u donjoj tablici.

Učinak dodatne fiskalne konsolidacije na rast realnog BDP-a 2014. i 2015. ograničen je, ali se procjenjuje da će 2016. biti oko -0,1 postotna boda. Procjenjuje se da će učinak na inflaciju mjerenu HIPC-om biti neznatan tijekom cijeloga projekcijskog razdoblja.

Ova analiza, dakle, upućuje na umjerene rizike da bi rast realnog BDP-a 2016. mogao biti niži od onoga iz osnovne projekcije jer sve predviđene mjere fiskalne konsolidacije nisu uključene u osnovnu projekciju. Istodobno, rizici za projekciju inflacije zanemarivi su.

### 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 <sup>1)</sup>   | -2,7       | -2,2       | -1,7       |
| Osnovne fiskalne projekcije   | -2,6       | -2,5       | -2,2       |
| <b>Dodatna fiskalna konsolidacija (kumulativno)<sup>2)</sup></b>                                    | <b>0,0</b> | <b>0,0</b> | <b>0,2</b> |
| Učinci dodatne fiskalne konsolidacije s utjecajem na potražnju (u postotnim bodovima) <sup>3)</sup> |            |            |            |
| Rast realnog BDP-a  | 0          | 0          | -0,1       |
| Inflacija mjerena HIPC-om   | 0          | 0          | 0          |

1) Nominalni ciljevi, koji su navedeni u najnovijim dokumentima zajedničkog programa EU-a i MMF-a za uključene države; za ostale države, kako su navedeni u nacrtima proračunskih planova ili prihvaćenim proračunskim zakonima za 2015., odnosno u ažuriranim programima stabilnosti za 2014.

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

3) Odstupanja od osnovne projekcije u postotnim bodovima za realni rast BDP-a i inflaciju mjerenu HIPC-om (oboje na godišnjoj razini). Makroekonomski učinak simuliran je s pomoću ESB-ova novog modela za cijelo europodručje.

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 pozitivne dugoročnije učinke na aktivnost koji nisu vidljivi u horizontu ove analize.<sup>3</sup> 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 razdoblja. 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.

- 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 opis novog modela za cijelo europodručje (New Area-Wide Model) vidi 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.
- 3 Za detaljniju analizu makroekonomskih posljedica fiskalne konsolidacije vidi članak pod naslovom *Fiscal multipliers and the timing of consolidation*, Mjesečni bilten, ESB, travanj 2014.

#### Okvir 4.

### 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 Eurosustava 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 postocima)

|   |                | 2014.  | 2015. | 2016. | 2014. | 2015. | 2016. |
|---|----------------|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| Projekcije stručnjaka Eurosustava         | Prosinac 2014. | 0,8  | 1,0   | 1,5   | 0,5   | 0,7   | 1,3   |
|   |                | [0,7 – 0,9][0,4 – 1,6][0,4 – 2,6][0,5 – 0,5][0,2 – 1,2][0,6 – 2,0] |       |       |       |       |       |
| Europska komisija                         | Studeni 2014.  | 0,8  | 1,1   | 1,7   | 0,5   | 0,8   | 1,5   |
| OECD                                      | Studeni 2014.  | 0,8  | 1,1   | 1,7   | 0,5   | 0,6   | 1,0   |
| Euro Zone Barometer                       | Studeni 2014.  | 0,8  | 1,2   | 1,6   | 0,5   | 0,9   | 1,3   |
| Prognoze organizacije Consensus Economics | Studeni 2014.  | 0,8  | 1,1   | 1,5   | 0,5   | 0,9   | 1,3   |
| Survey of Professional Forecasters        | Studeni 2014.  | 0,8  | 1,2   | 1,5   | 0,5   | 1,0   | 1,4   |
| MMF                                       | Listopad 2014. | 0,8  | 1,3   | 1,7   | 0,5   | 0,9   | 1,2   |

Izvori: Gospodarske prognoze Europske komisije, jesen 2014.; IMF World Economic Outlook, listopad 2014.; OECD Economic Outlook, studeni 2014.; prognoze organizacije Consensus Economics; MJEconomics i istraživanje ESB-a Survey of Professional Forecasters.

Bilješke: Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava 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 podaci u njima kalendarski prilagođeni.

Prema trenutačno dostupnim prognozama drugih institucija, realni rast BDP-a europodručja 2014. trebao bi biti jednak onome predviđenom u projekcijama stručnjaka Eurosustava. Projekcije realnog rasta BDP-a za 2015. i 2016. slične su ili malo više od projekcija stručnjaka Eurosustava. Prosječna godišnja inflacija mjerena HIPC-om trebala bi 2014. godine biti jednaka onoj predviđenoj u projekcijama stručnjaka Eurosustava. Projekcije većine drugih institucija za inflaciju mjerenu HIPC-om 2015. malo su više od projekcija stručnjaka Eurosustava. Prema drugim dostupnim projekcijama, inflacija mjerena HIPC-om

2016. trebala bi prosječno iznositi između 1,0 % i 1,5 %, u usporedbi s 1,3 % iz projekcije stručnjaka Eurosustava. Trenutačno su sve dostupne prognoze za 2015. i 2016. unutar raspona projekcija Eurosustava koji su navedeni u tablici.

© Europska središnja banka, 2014.

Adresa: Kaiserstrasse 20, 60314 Frankfurt na Majni, Njemačka

Poštanska adresa: 60640 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.