



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA  
EUROSUSTAV

# Ekonomski bilten

Broj 4/2020.



# Gospodarska i monetarna kretanja

## Pregled

**Na sastanku o monetarnoj politici održanom 4. lipnja Upravno vijeće odlučilo je povećati iznos i produžiti razdoblje hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. pandemic emergency purchase programme – PEPP) te reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira iz tog programa. Također je odlučilo nastaviti provoditi program kupnje vrijednosnih papira i zadržati ključne kamatne stope ESB-a nepromijenjenima.** Najnovije informacije potvrđuju dosad nezabilježenu kontrakciju gospodarstva europodručja. Pandemija koronavirusa (COVID-19) i mjere za sprečavanje njezina širenja uzrokovale su nagli pad gospodarske aktivnosti. Zbog velikih gubitaka radnih mjesta i prihoda te vrlo velike neizvjesnosti povezane s gospodarskim izgledima znatno su se smanjili osobna potrošnja i ulaganja. Premda anketni podaci i pokazatelji gospodarske aktivnosti u stvarnom vremenu djelomično pokazuju naznake da je usporedno s postupnim ublažavanjem mjera za sprečavanje širenja pandemije pad gospodarske aktivnosti zaustavljen, dosadašnji je oporavak skroman u usporedbi s brzinom pada tih pokazatelja u protekla dva mjeseca. Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2020. upućuju na dosad nezabilježenu stopu pada u drugom tromjesečju i oporavak rasta u drugoj polovini ove godine, čemu će u prvom redu pridonijeti znatna potpora fiskalne i monetarne politike. Bez obzira na to, unatoč velikoj neizvjesnosti povezanoj s osnovnim scenarijem, te projekcije upućuju na znatno revidiranu i smanjenu razinu gospodarske aktivnosti i inflacijskih izgleda tijekom cijeloga projekcijskog razdoblja. Na ukupnu inflaciju nepovoljno utječu niže cijene energije, a cjenovni pritisci trebali bi ostati slabi zbog snažnog pada realnog BDP-a i s tim povezanog velikog povećanja neiskorištenosti gospodarskih kapaciteta. U tim je uvjetima Upravno vijeće odlučilo donijeti paket mjera monetarne politike kojima će poduprijeti gospodarstvo tijekom njegova postupnoga ponovnog otvaranja i zaštititi srednjoročnu cjenovnu stabilnost.

## Procjena gospodarskog i monetarnog stanja u vrijeme održavanja sastanka Upravnog vijeća 4. lipnja 2020.

**Pandemija koronavirusa (COVID-19) prouzročila je veliko pogoršanje globalnih izgleda za rast, što je predviđeno makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2020.** Pandemija koronavirusa paralizirala je globalno gospodarstvo, a mjere za suzbijanje širenja virusa koje su provele države diljem svijeta potaknule su nedavni snažan pad gospodarske aktivnosti. Nekoliko je zemalja nedavno počelo ublažavati mjere za sprečavanje širenja pandemije, ali to će se vjerojatno odvijati osobito postupno. Na gospodarsku aktivnost, posebno onu u zemljama s tržištima u nastajanju, nepovoljno su djelovali snažan pad cijena sirovina, otežani financijski uvjeti i veliki odljevi kapitala. Najnoviji podaci potvrđuju da će mjere za sprečavanje širenja pandemije ostaviti velike i duboke posljedice. S

obzirom na te snažne globalne poremećaje makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2020. predviđaju kontrakciju svjetskoga realnog BDP-a (uključujući europodručje) od 4,0% u ovoj godini. Ta se kontrakcija odvija bržim tempom i jačim intenzitetom nego ona u velikoj recesiji. Projekcijama se predviđa da će se globalna aktivnost, nakon snažne kontrakcije u prva dva tromjesečja u 2020., u trećem tromjesečju početi oporavljati te da će u 2021. i 2022. godini porasti za 6,0% odnosno 3,9%. Globalna trgovina bit će ugroženija jer će poremećaji u logistici i zatvaranje granica povećati utjecaj posljedica pandemije. Unatoč tome što su se globalni izgledi za rast znatno pogoršali, kako je predviđeno projekcijama iz lipnja, rizici za te izgleda i nadalje su negativni. Najvažnije je pritom da bi utjecaj pandemije mogao biti snažniji i dugotrajniji nego što se očekuje.

**Premda su se nakon sastanka Upravnog vijeća u ožujku 2020. financijski uvjeti u europodručju donekle ublažili, nisu se vratili na razine na kojima su bili prije globalnog širenja koronavirusa.** Termenska krivulja prosječne eurske prekončne kamatne stope (EONIA) skrenula je prema gore u promatranom razdoblju (od 12. ožujka do 3. lipnja 2020.). Njezina inverzija kod kraćih dospijeća i dalje postoji, iako je nešto manja nego što je bila 12. ožujka, što upućuje na to da su se očekivanja tržišnih sudionika glede daljnjeg snižavanja kamatnih stopa monetarne politike smanjila i usmjerila prema daljnjoj budućnosti. Unatoč prilagodbi monetarne politike PEPP-om i drugim mjerama prinosi na dugoročne državne obveznice zemalja europodručja u promatranom su se razdoblju povećali. Cijene rizične imovine djelomično su se oporavile nakon gubitaka ostvarenih u veljači i ožujku, uglavnom zbog poboljšanja raspoloženja u vezi s globalnim rizicima i percepcije da su manje izgledni rizici koji bi mogli upućivati na globalnu krizu djelomično iščeznuli. Na deviznim je tržištima tečaj eura ponderiran obujmom trgovine ostao uglavnom stabilan, a kolebljivost bilateralnih tečajeva odražavala je neizvjesnost povezanu s pandemijom koronavirusa.

**Realni BDP europodručja smanjio se po tromjesečnoj stopi od 3,8% u prvom tromjesečju 2020., a novi podaci upućuju na daljnju znatnu kontrakciju realnog BDP-a u drugom tromjesečju.** Najnoviji ekonomski pokazatelji i rezultati anketa potvrđuju snažnu kontrakciju gospodarske aktivnosti u europodručju i ubrzano pogoršanje uvjeta na tržištu rada. Pandemija koronavirusa i mjere za sprečavanje njezina širenja snažno su utjecale na sektor prerađivačke industrije i uslužni sektor, što se nepovoljno odrazilo na proizvodne kapacitete gospodarstva u europodručju i na domaću potražnju. Većina najnovijih pokazatelja upućuje na djelomično zaustavljanje pada u svibnju zbog postupnog ponovnog otvaranja pojedinih segmenata gospodarstva. U skladu s tim očekuje se da će gospodarska aktivnost europodručja ponovno početi rasti u trećem tromjesečju usporedno s daljnjim ublažavanjem mjera za sprečavanje širenja pandemije, a tome će pridonijeti i povoljni uvjeti financiranja, ekspanzivna fiskalna politika i oživljavanje gospodarske aktivnosti. Međutim, ukupna brzina i razmjer tog rasta i nadalje su vrlo neizvjesni.

**Tu procjenu u glavnim crtama potvrđuju i makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2020.** Prema osnovnom scenariju iz tih projekcija godišnji realni BDP trebao bi se smanjiti za 8,7% u 2020. te zatim porasti za 5,2% u 2021. i 3,3% u 2022. U odnosu na makroekonomske

projekcije stručnjaka ESB-a iz ožujka 2020. izgledi za rast realnog BDP-a revidirani su i znatno smanjeni za 9,5 postotnih bodova za 2020. te povećani za 3,9 i 1,9 postotnih bodova za 2021. odnosno 2022. S obzirom na trenutačno iznimno veliku neizvjesnost u vezi s izgledima za rast projekcije uključuju i dva alternativna scenarija.<sup>1</sup> U glavnim crtama, razmjor kontrakcije i oporavka najviše će ovisiti o trajanju i učinkovitosti mjera za sprečavanje širenja pandemije, uspješnosti politika u ublažavanju negativnog učinka na prihode i zaposlenost te o tome u kojoj su mjeri trajno pogođeni kapaciteti ponude i domaća potražnja. Općenito gledajući, Upravno vijeće smatra da je ravnoteža rizika u osnovnoj projekciji negativna.

**Prema brzom procjeni Eurostata godišnja stopa inflacije u europodručju mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC), koja je u travnju iznosila 0,3%, u svibnju se smanjila na 0,1%, uglavnom zbog smanjenja inflacije cijena energije.** Sudeći prema trenutačnim cijenama naftnih ročnica, ukupna inflacija vjerojatno će se sljedećih mjeseci još smanjivati i do kraja godine ostati niska. U srednjoročnom će razdoblju oslabljena potražnja uzrokovati pritisak na snižavanje inflacije, koji će samo djelomično neutralizirati pritisci na njezin rast prouzročeni ograničenjima na strani ponude. Tržišni pokazatelji dugoročnih inflacijskih očekivanja ostali su na niskim razinama. Unatoč padu anketnih pokazatelja inflacijskih očekivanja u kratkoročnom i srednjoročnom razdoblju utjecaj na dugoročnija očekivanja bio je slabiji.

**Tu procjenu odražavaju i makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2020., prema kojima će godišnja inflacija mjerena HIPC-om u osnovnom scenariju iznositi 0,3% u 2020., 0,8% u 2021. i 1,3% u 2022. godini.** U usporedbi s makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz ožujka 2020., izgledi za inflaciju mjerenu HIPC-om revidirani su i smanjeni za 0,8 postotnih bodova za 2020., 0,6 postotnih bodova za 2021. i 0,3 postotna boda za 2022. Očekuje se da će godišnja inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrane iznositi 0,8% u 2020., 0,7% u 2021. i 0,9% u 2022.

**Pandemija koronavirusa uzrokovala je snažno ubrzanje monetarne dinamike zbog neodgovornih potreba poduzeća za likvidnošću kojom su financirala tekuća plaćanja i zbog toga što su gospodarski subjekti preferirali držanje novca kao mjeru opreza.** Rast najširega monetarnog agregata (M3) povećao se sa 7,5% u ožujku na 8,3% u travnju 2020. Njegov snažan rast posljedica je odobravanja bankovnih kredita, u velikoj mjeri potaknutog neodgovornom potrebom gospodarstva za likvidnošću. Osim toga, velika gospodarska neizvjesnost uzrokuje zaokret prema držanju novca kao mjeru opreza. Najuzi monetarni agregat (M1), koji obuhvaća najlikvidnije oblike novca, i dalje najviše pridonosi rastu najširega monetarnog agregata. Kretanja kredita privatnom sektoru i nadalje ovise o utjecaju pandemije koronavirusa na gospodarsku aktivnost. Godišnja stopa rasta kredita nefinancijskim društvima, koja je u ožujku 2020. iznosila 5,5%, nastavila je rasti i u travnju je iznosila 6,6%, što je posljedica potrebe poduzeća za financiranjem tekućih izdataka i obrtnoga kapitala u uvjetima brzog pada prihoda. Istodobno se godišnja stopa rasta

<sup>1</sup> Vidi [Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, lipanj 2020.](#), objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 4. lipnja 2020.

kredita kućanstvima smanjila s 3,4% u ožujku na 3,0% u travnju zbog ograničenja potrošnje uzrokovanih mjerama za sprječavanje širenja pandemije, smanjenja pouzdanja i pogoršanja uvjeta na tržištu rada. Mjere monetarne politike Upravnog vijeća, posebno vrlo povoljni uvjeti za ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO III), trebale bi potaknuti banke na odobravanje kredita svim subjektima iz privatnog sektora. Zajedno s mjerama koje su donijele nacionalne vlade i europske institucije te mjere olakšavaju kontinuirani pristup financiranju, među ostalim i onima koji su najviše pogođeni pandemijom koronavirusa.

### **Pandemija koronavirusa ima velik utjecaj na fiskalne politike u europodručju.**

Zbog mjera za sprečavanje širenja pandemije doneseni su do sada najveći paketi fiskalnih poticaja kojima je svrha ublažavanje posljedica za gospodarstvo i priprema za njegov brz oporavak. Zbog toga se projekcijama predviđa da će se manjak proračuna opće države u europodručju znatno povećati i da će u 2020. iznositi 8,5% BDP-a, u usporedbi s 0,6%, koliko je iznosio u 2019. Iako se očekuje da će se udio manjka u BDP-u smanjiti na 4,9% u 2021., u 2022. će vjerojatno iznositi 3,8% BDP-a. Općenito se procjenjuje da će cjelokupna fiskalna politika europodručja biti snažno ekspanzivna u 2020., ali da će u 2021. biti kontraktivna jer bi se većina mjera potpore do tada trebala postupno provesti. Bez obzira na negativno fiskalno stanje u 2021., ukupan fiskalni saldo i nadalje će biti znatno negativan, s tim da će se fiskalnim instrumentima, osobito automatskim stabilizatorima, nastaviti podupirati gospodarski oporavak. S obzirom na snažno smanjenje gospodarske aktivnosti u europodručju i nadalje je neophodna ambiciozna i usklađena fiskalna politika, iako bi mjere trebale biti ciljane i privremene. S tim u vezi osobito su dobrodošli paket vrijedan 540 mlrd. EUR koji obuhvaća tri sigurnosne mreže koje je odobrilo Europsko vijeće i prijedlog Europske komisije za donošenje plana oporavka kojim bi se pomoglo regijama i sektorima najteže pogođenima pandemijom.

### **Paket mjera monetarne politike**

Kombinacija dvaju najvažnijih čimbenika zahtijevala je dodatne mjere monetarne politike. Prvo, revizija naniže inflacijskih izgleda povezana s pandemijom dovodi u pitanje provedbu zadaće Upravnog vijeća da očuva stabilnost cijena u srednjoročnom razdoblju. Drugo, iako su se uvjeti na financijskim tržištima nakon najave PEPP-a uvelike stabilizirali, financijski uvjeti za europodručje u cjelini i nadalje su nepovoljniji nego što su bili prije pandemije, a gospodarski i inflacijski izgledi zahtijevaju povoljnije financijske uvjete.

U tim se uvjetima Upravno vijeće 4. lipnja 2020. odlučilo donijeti paket mjera monetarne politike kojima će, u skladu sa svojim ovlastima, poduprijeti sadašnji visoki stupanj prilagodljivosti monetarne politike potreban za snažnu prilagodbu inflacije razinama koje su ispod, ali blizu 2% u srednjoročnom razdoblju.

1. Upravno vijeće odlučilo je povećati iznos PEPP-a za 600 mlrd. EUR, na ukupno 1.350 mlrd. EUR. Povećanjem iznosa PEPP-a, koje je odgovor na reviziju naniže inflacije tijekom projekcijskog razdoblja povezanu s pandemijom, pridonijet će se daljnjem ublažavanju monetarne politike u cjelini i povoljno utjecati na uvjete financiranja u realnom gospodarstvu, posebno za poduzeća i kućanstva. Kupnje će se i dalje provoditi fleksibilno glede vremena, kategorija imovine i jurisdikcija. To će omogućiti Upravnom vijeću da uspješno otkloni rizike za nesmetanu transmisiju monetarne politike.
2. Upravno vijeće odlučilo je produljiti razdoblje neto kupnja u sklopu PEPP-a barem do kraja lipnja 2021. Time se razdoblje kupnja općenito usklađuje s razdobljima provedbe drugih mjera monetarne politike donesenima zbog pandemije, kao što su ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO III) i operacije dugoročnijeg refinanciranja zbog pandemije (engl. pandemic emergency longer-term refinancing operations – PELTROs). U svakom slučaju, ESB će provoditi neto kupnje vrijednosnih papira u sklopu PEPP-a sve dok Upravno vijeće ne procijeni da je kriza prouzročena koronavirusom prošla.
3. Upravno vijeće odlučilo je reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu PEPP-a barem do kraja 2022. Budućim postupnim zatvaranjem portfelja PEPP-a neizostavno će se upravljati tako da se izbjegne nepovoljan utjecaj na primjerenu monetarnu politiku. Reinvestiranje će pomoći tome da se izbjegne rizik neželjenog otežavanja financijskih uvjeta dok se gospodarstvo bude oporavljalo od šoka uzrokovanog pandemijom. S druge strane, važno je da reinvesticijska strategija za PEPP odražava privremeni karakter tog programa i njegovu povezanost s pandemijom.
4. Nadalje, nastavit će se provoditi neto kupnje u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira mjesečnom dinamikom od 20 mlrd. EUR, a do kraja ove godine nastavit će se i privremene dodatne kupnje u ukupnom iznosu od 120 mlrd. EUR. Upravno vijeće i nadalje očekuje da će se mjesečne neto kupnje vrijednosnih papira provoditi onoliko dugo koliko to bude potrebno za jačanje akomodativnog utjecaja kamatnih stopa monetarne politike ESB-a i da će prestati nedugo prije nego što Upravno vijeće počne povećavati ključne kamatne stope ESB-a.
5. Upravno vijeće namjerava i nadalje u potpunosti reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira tijekom duljeg razdoblja nakon što počne povećavati ključne kamatne stope ESB-a, u svakom slučaju onoliko dugo koliko to bude potrebno za održavanje povoljnih likvidnosnih uvjeta i visokog stupnja prilagodljivosti monetarne politike.
6. Naposljetku, Upravno vijeće ESB-a odlučilo je zadržati ključne kamatne stope ESB-a nepromijenjenima. Očekuje se da će one ostati na sadašnjim ili nižim razinama sve dok se ne vidi da se inflacijski izgledi snažno približavaju razini koja je dovoljno blizu, ali ispod 2% u projekcijskom razdoblju te da je dinamika temeljne inflacije dosljedno u skladu s tim kretanjem.

Postojećim znatnim poticajem monetarne politike i odlukama Upravnog vijeća poduprijet će se likvidnosni uvjeti i uvjeti financiranja u gospodarstvu i pridonijet će se održavanju priljeva kredita kućanstvima i poduzećima te održavanju povoljnih uvjeta financiranja za sve sektore i u svim jurisdikcijama kako bi se podupro oporavak gospodarstva od posljedica pandemije koronavirusa. U trenutnom gospodarskom okružju koje se brzo mijenja Upravno vijeće istodobno je i dalje potpuno spremno učiniti sve što bude potrebno da, u granicama svojih ovlasti, svim građanima europodručja pomogne da prebrode ovo iznimno teško razdoblje. To će učiniti prije svega tako što će osigurati prijenos svoje monetarne politike na sve dijelove gospodarstva i u sve jurisdikcije u skladu s ESB-ovom zadaćom održavanja stabilnosti cijena. Upravno je vijeće stoga i nadalje spremno po potrebi prilagoditi sve svoje instrumente kako bi osiguralo postojano kretanje inflacije prema ciljnim razinama, u skladu sa svojom opredijeljenošću za simetričnost u ciljanju inflacije.

© **Europska središnja banka, 2020.**

Poštanska adresa 60640 Frankfurt am Main, Germany

Telefon +49 69 1344 0

Mrežne stranice [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

Za izradu ovog Biltena odgovoran je Izvršni odbor ESB-a. Prijevode pripremaju i objavljuju nacionalne središnje banke.

Zaključni datum za statističke podatke u ovom izvješću bio je 3. lipnja 2020.

Posebne pojmove potražite u [ESB-ovu Glosaru](#) (dostupno samo na engleskom jeziku).

PDF ISSN 2363-3603, QB-BQ-20-096-HR-N