

GOSPODARSKA I MONETARNA KRETANJA

PREGLED

Radi provedbe mandata ESB-a da održi stabilnost cijena, Upravno vijeće donijelo je niz odluka monetarne politike kako bi je u odgovarajućoj mjeri prilagodilo. Nakon monetarnih inicijativa ESB-a, pokrenutih između lipnja i rujna 2014., koje su uključivale daljnje smanjivanje kamatnih stopa, uvođenje ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTROs) i otkup odabranih vrijednosnih papira privatnog sektora (u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira osiguranih imovinom (ABSPP) i trećeg programa kupnje pokrivenih obveznica (CBPP3)), Upravno vijeće odlučilo je u siječnju 2015. proširiti svoj program otkupa vrijednosnih papira (APP) i od ožujka uključiti prvorazredne vrijednosne papire nominirane u eurima koje izdaju države i agencije europodručja te europske institucije. Ukupan mjesečni otkup vrijednosnih papira javnog i privatnog sektora iznositi će 60 mlrd. EUR. Otkup se planira provoditi do kraja rujna 2016., odnosno sve dok Upravno vijeće ne primijeti da je ostvarena trajna prilagodba inflacijske putanje, koja je u skladu s njegovim ciljem da u srednjoročnom razdoblju održi inflaciju na razini malo nižoj od 2%.

Program otkupa vrijednosnih papira već je doveo do značajnog poboljšanja općih financijskih uvjeta. U prosincu 2014. i u najvećem dijelu siječnja 2015. kretanja na financijskim tržištima najviše su ovisila o tržišnim očekivanjima u vezi s najavljenim programom otkupa vrijednosnih papira. U skladu s tim prinosi na obveznice zemalja europodručja smanjili su se kod svih instrumenata, dospjeća i izdavatelja te u mnogim slučajevima ponovno dosegli nove najniže razine. Otkako je smanjenje prinosa na dugoročne državne obveznice zemalja europodručja s rejtingom AAA koincidiralo s povećanjem odgovarajućih prinosa na američke obveznice, nastavilo se razilaženje prinosa na državne obveznice u europodručju i onih u SAD-u. Prinosi na državne obveznice zemalja europodručja s nižim rejtingima također su se smanjili, ali bili su kolebljiviji zbog nesigurnosti u vezi s tim hoće li Grčka i dalje imati pristup financijskoj pomoći. Razlike prinosa na korporacijske obveznice s investicijskim rejtingom nastavile su se smanjivati, a razlike prinosa na vrijednosne papire osigurane imovinom ostale su uglavnom stabilne. Nakon najave programa otkupa vrijednosnih papira prinosi na obveznice zemalja europodručja još su se smanjili, a cijene dionica u europodručju znatno su se povećale. Tečaj eura osjetno je oslabio u posljednjih nekoliko mjeseci.

Zahvaljujući povoljnim kretanjima na financijskim tržištima smanjili su se troškovi bankovnog financiranja, koji su se postupno prenijeli na trošak inozemnog financiranja za privatni sektor. Mjere monetarne politike ESB-a dovele su do poboljšanja uvjeta bankovnog financiranja, pa su prinosi na neosigurane bankovne obveznice u četvrtom tromjesečju 2014. pali na dotad najniže razine. To se poboljšanje postupno prenijelo na kamatne stope banaka na kredite stanovništvu i nefinancijskim društvima (NFCs), koje su se u trećem i četvrtom tromjesečju 2014. znatno smanjile. Smanjenje troškova bankovnog financiranja i kamatnih stopa na kredite u drugoj polovini 2014. djelomično se može pripisati ciljanim operacijama dugoročnijeg refinanciranja, čija je svrha poboljšati pristup banaka dugoročnijoj likvidnosti i potaknuti kreditni rast u realnom gospodarstvu. Ciljanim operacijama dugoročnijeg refinanciranja trebalo se također pridonijeti smanjenju marži na kredite stanovništvu i nefinancijskim društvima u zemljama europodručja. Kako bi se ciljanim operacijama dugoročnijeg refinanciranja što djelotvornije potpomoglo kreditiranje privatnog sektora, Upravno je vijeće na sastanku u siječnju odlučilo da će kamatna stopa za preostale ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja biti jednaka kamatnoj stopi na glavne operacije refinanciranja Eurosustava i ukinulo maržu od 10 baznih bodova u odnosu na stopu na glavne operacije refinanciranja koja se primjenjivala na prve dvije ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja. Čini se da su mjere monetarne politike ESB-a pridonijele i smanjenju disperzije troškova zaduživanja po zemljama, osobito za nefinancijska društva, iako su kreditni uvjeti i dalje heterogeni. Nominalni



trošak nebankovnog inozemnog financiranja za nefinancijska društva iz zemalja euro-područja nastavio se smanjivati u četvrtom tromjesečju 2014. i u prva dva mjeseca 2015. zbog daljnjeg smanjivanja troška tržišnog duga i troška kapitala.

Najnoviji podaci upućuju i na stabilniju dinamiku novčane mase i kredita. Godišnji rast najširega monetarnog agregata M3 i dalje se zasniva na njegovim najlikvidnijim komponentama, s tim da najuži monetarni agregat M1 snažno raste. Bankovno kreditiranje privatnog sektora nastavilo se oporavljati, potvrđujući preokret u kreditnoj dinamici na početku 2014. godine. Treba posebno istaknuti da se tijekom posljednjih mjeseci nastavilo ublažavati smanjivanje kredita nefinancijskim društvima, a rast kredita stanovništvu stabilizirao se na pozitivnim razinama. Nadalje, anketa o bankovnom kreditiranju u europodručju iz siječnja 2015. potvrdila je procjenu da se ograničenja ponude kredita postupno smanjuju i da se potražnja za kreditima oporavlja. Ukupno gledano, najnovija kretanja upućuju na to da mjere monetarne politike ESB-a pridonose poboljšavanju uvjeta bankovnog kreditiranja i, u širem smislu, ponovnoj uspostavi pravilnog funkcioniranja transmisijskog mehanizma monetarne politike.

Osjetno dodatno ublažavanje monetarne politike ESB-a potpora je i poticaj za povoljnija kretanja gospodarske aktivnosti u europodručju. U drugoj polovini 2014. gospodarski oporavak postupno se stabilizirao. Realni BDP povećao se po tromjesečnoj stopi od 0,2% u trećem tromjesečju i, prema brznoj procjeni Eurostata, po stopi od 0,3% u četvrtom tromjesečju, što je nešto više nego što se očekivalo. Kratkoročni pokazatelji i anketni rezultati upućuju na daljnje poboljšavanje gospodarske aktivnosti na početku 2015. godine. Po svemu sudeći, na aktivnost u europodručju od srpnja 2014. povoljno utječe velik pad cijena nafte. Poboljšanje poslovnog raspoloženja i raspoloženja potrošača pridonijet će uspješnom prijenosu učinka mjera monetarne politike na realno gospodarstvo, a time i daljnjem poboljšavanju izgleda za gospodarski rast i smanjivanju usporavanja gospodarstva.

Očekuje se da će gospodarski oporavak postupno jačati i obuhvaćati sve šire područje. Očekuje se veći rast gospodarske aktivnosti zbog nedavnog poboljšanja poslovnog pouzdanja i pouzdanja potrošača, velikog pada cijena nafte, slabljenja efektivnog tečaja eura i učinka najnovijih mjera monetarne politike ESB-a. Očekuje se da će akomodativna monetarna politika – uz znatnu potporu programa otkupa vrijednosnih papira – poduprijeti rast realnog BDP-a u kratkoročnom razdoblju i nakon toga. Nadalje, napredak u provedbi strukturnih reformi i fiskalne konsolidacije trebao bi postupno pozitivno utjecati na realno gospodarstvo. Na izvoz bi trebalo povoljno utjecati poboljšanje cjenovne konkurentnosti i globalni oporavak.

Međutim, i dalje ima prepreka za snažniji porast gospodarske aktivnosti. Tu ponajprije spadaju stalne bilančne prilagodbe u raznim sektorima i prilično spor tempo provedbe strukturnih reformi. Osim toga, iako se nesigurnost povezana s europskom krizom državnog duga smanjuje, ona i dalje postoji, što, uz geopolitičke činitelje, negativno utječe na rast u europodručju.

Makroekonomske projekcije za europodručje stručnjaka ESB-a iz ožujka 2015.¹, koje uključuju procjenu učinka standardnih i nestandardnih mjera monetarne politike Upravnog vijeća, predviđaju godišnji rast realnog BDP-a od 1,5% u 2015., 1,9% u 2016. i 2,1% u 2017. godini. U usporedbi s makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2014., prognozira se veći rast realnog BDP-a za 2015. i 2016. zbog povoljnog utjecaja smanjenja cijena

1 Vidi članak pod naslovom Makroekonomske projekcije za europodručje stručnjaka ESB-a iz ožujka 2015., objavljen na mrežnim stranicama ESB-a 5. ožujka 2015.

nafta, slabljenja efektivnog tečaja eura i učinka nedavno provedenih mjera monetarne politike. Prema procjeni Upravnog vijeća rizici povezani s izgledima za gospodarsku aktivnost ostaju negativni, iako su se smanjili nakon najnovijih odluka Upravnog vijeća i pada cijena nafte.

Prema sadašnjim podacima očekuje se da će inflacija u nadolazećim mjesecima i dalje biti vrlo niska ili negativna. Inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) poprimila je u posljednjih nekoliko mjeseci negativne vrijednosti ponajviše zbog cijena nafte. Prema brznoj procjeni Eurostata godišnja stopa inflacije mjerene HIPC-om iznosila je $-0,3\%$ u veljači 2015. (što je porast u odnosu na $-0,6\%$ u siječnju). Inflacija mjerena HIPC-om bez cijena energije i prehrane nastavila se kretati uglavnom stabilnom putanjom, zadržavajući se u veljači na $0,6\%$.

Očekuje se da će se stope inflacije u nastavku godine postupno povećavati. Prije svega, kako će se prethodna smanjenja cijene energije postupno gubiti iz godišnje stope promjene, a pod uvjetom da se cijene nafte u projekcijskom horizontu povećaju u skladu s uzlaznim kretanjem krivulje opcija na naftu, negativan utjecaj cijena energije na stopu inflacije mjerene HIPC-om trebao bi u 2015. oslabjeti, a u 2016. i 2017. inflacija bi zbog cijena energije trebala porasti. Očekivano povećanje ukupne inflacije uvelike je potaknuto ovim preokretom cijena energije. Nadalje, ukupna inflacija trebala bi se povećati i zbog stabilizacije gospodarskog oporavka na koji pozitivno utječu najnovije monetarne mjere. Prema očekivanjima stabilizacija oporavka uzrokovat će osjetno smanjenje negativnog jaza BDP-a, što će potaknuti rast profitnih marža i naknada za zaposlenike. Povećanju inflacije trebali bi pridonijeti i porast cijena robe bez energije te učinci slabljenja tečaja eura s vremenskim pomakom.

Makroekonomske projekcije za europodručje stručnjaka ESB-a iz ožujka 2015. predviđaju godišnju stopu inflacije mjerene HIPC-om od $0,0\%$ u 2015., $1,5\%$ u 2016. i $1,8\%$ u 2017. godini. U usporedbi s makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2014., u 2015. prognoziraju se manje stope inflacije, ponajviše zbog pada cijena nafte, dok se za 2016. predviđaju više stope inflacije, djelomično zbog očekivanog učinka mjera monetarne politike.

Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz ožujka 2015. ovise o potpunoj provedbi mjera monetarne politike ESB-a. Upravno vijeće i dalje će pažljivo pratiti rizike za izgleda za kretanje cijena u srednjoročnom razdoblju, posebno se usredotočujući na prijenos utjecaja mjera monetarne politike, geopolitička kretanja te kretanja tečaja i cijena energije.

Monetarna politika sada je usredotočena na provedbu mjera koje je Upravno vijeće donijelo u siječnju 2015. Na osnovi svojih redovitih gospodarskih monetarnih analiza i u skladu sa svojim smjernicama buduće monetarne politike Upravno vijeće na sastanku 5. ožujka 2015. odlučilo je da kamatne stope ESB-a ostanu nepromijenjene. Također je dalo dodatne informacije o aspektima provedbe programa otkupa vrijednosnih papira. Otkup vrijednosnih papira javnog sektora na sekundarnom tržištu u sklopu ovog programa započet će 9. ožujka 2015.