

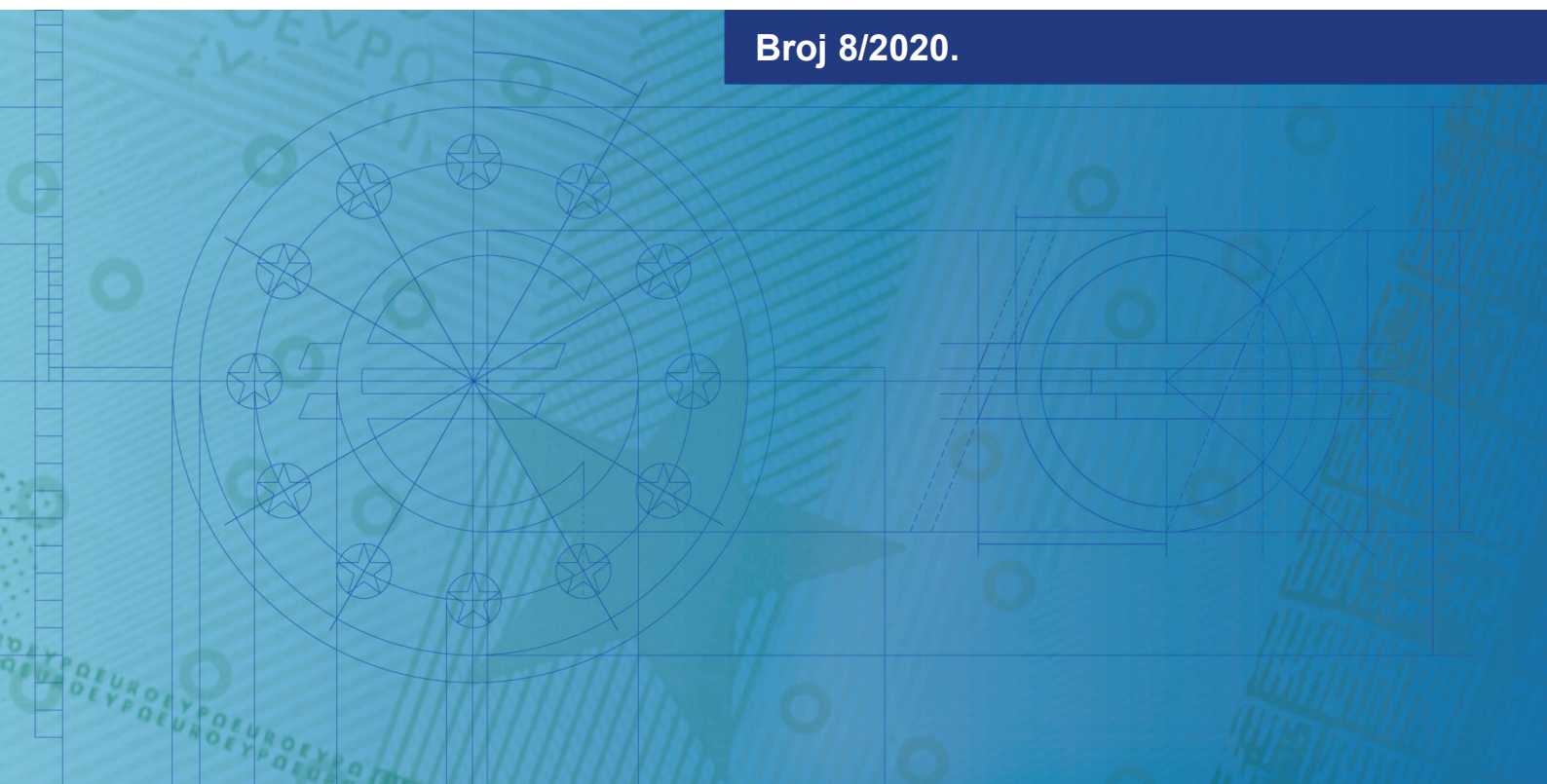


EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

Ekonomski bilten

Broj 8/2020.



Gospodarska i monetarna kretanja

Pregled

Na sastanku o monetarnoj politici održanom 10. prosinca 2020. Upravno je vijeće odlučilo ponovo prilagoditi svoje instrumente monetarne politike.

Premda je jačanje gospodarske aktivnosti u trećem tromjesečju bilo snažnije od očekivanoga i izgledi za provedbu cijepljenja ohrabruju, iz pandemije koronavirusa i nadalje proizlaze ozbiljni rizici za javno zdravlje te gospodarstvo europodručja i ostatka svijeta. Ponovno izbijanje zaraze koronavirusom i povezane mjere za sprječavanje širenja zaraze uvelike sputavaju gospodarsku aktivnost europodručja, za koju se očekuje da se smanjila u četvrtom tromjesečju 2020. Aktivnost sektora prerađivačke industrije i nadalje je snažna, ali na aktivnost u uslužnom sektoru iznimno nepovoljno utječu rast stope zaraze koronavirusom i nova ograničenja međuljudskih kontakata i kretanja. Inflacija je i nadalje vrlo niska u uvjetima slabe potražnje i znatne neiskorištenosti kapaciteta na tržištu rada i proizvoda. Općenito gledajući, najnoviji podatci i projekcije stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2020. upućuju na veći kratkoročni utjecaj pandemije na gospodarstvo i trajniju slabost inflacije u odnosu na prethodna predviđanja. U tim je uvjetima Upravno vijeće na sastanku održanom 10. prosinca 2020. odlučilo ponovo prilagoditi svoje instrumente monetarne politike.

Procjena gospodarskoga i monetarnog stanja u vrijeme održavanja sastanka Upravnog vijeća 10. prosinca 2020.

Globalno gospodarstvo snažno se oporavilo u trećem tromjesečju 2020., a rast se nastavio i početkom četvrtog tromjesečja, ali pritisci zasjenjuju gospodarske izgledе u kratkoročnom razdoblju.

Iako su novije vijesti o razvoju učinkovitih cjepiva protiv koronavirusa potaknule optimizam na financijskom tržištu, pandemija i nadalje zasjenjuje kratkoročne izgledе za globalno gospodarstvo. Znatno porast broja novozaraženih koronavirusom, posebice u razvijenim zemljama, doveo je do ponovnog uvođenja mjera za sprječavanje širenja zaraze, iako se očekuje da će te mjere dovesti do slabijih poremećaja u gospodarskoj aktivnosti od onih provedenih tijekom prvog vala pandemije. Prema projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2020. globalni realni BDP (bez europodručja) smanjit će se za 3,0 % ove godine i porasti za 5,8 % u 2021., a u 2022. i 2023. povećat će se za 3,9 % odnosno 3,6 %. Globalna trgovina (bez europodručja) smanjila se znatnije od realnog BDP-a u 2020., ali se očekuje njezin snažniji rast u 2021. To ponajprije odražava izrazitiju procikličnost trgovine, posebice tijekom razdoblja gospodarskog pada. Očekuje se da će ti nepovoljni učinci biti manje izraženi u kontekstu nedavnoga ponovnog izbijanja zaraze. Smatra se da će rizici za budući globalni gospodarski rast biti manje negativni nego što se očekivalo jer je, s obzirom na vijesti o održivosti nekoliko cjepiva, manje vjerojatno da će se realizirati ozbiljan scenarij.

Općenito gledajući, financijski uvjeti u europodručju donekle su se dodatno ublažili nakon sastanka Upravnog vijeća u rujnu 2020. u okružju poboljšanog raspoloženja prema riziku zahvaljujući pozitivnim najavama o cjepivima.

Terminska krivulja prosječne eurske prekonoćne kamatne stope (EONIA) donekle je fluktuirala u promatranom razdoblju (od 10. rujna do 9. prosinca 2020.), ali je naposljetku ipak ostala uglavnom nepromijenjena. To odražava zabrinutost glede ubrzanog širenja koronavirusa u Europi nasuprot pozitivnim vijestima o cjepivima. Krivulja je i nadalje samo blago inverzna na svojem kraćem kraju. Prinosi i razlike prinosa na dugoročne državne obveznice europodručja u promatranom su se razdoblju znatno smanjili zahvaljujući očekivanjima glede nastavka potpora monetarne i fiskalne politike zajedno s globalnim poboljšanjem raspoloženja prema riziku koje su potaknule vijesti o uspješnim testiranjima cjepiva. U skladu s tim povećala se cijena rizične imovine. Na deviznim je tržištima tečaj eura ponderiran obujmom trgovine blago oslabio.

Nakon snažne kontrakcije u prvoj polovini 2020. realni BDP europodručja snažno se povećao te je u trećem tromjesečju porastao za 12,5 % u odnosu na prethodno tromjesečje, ali je i nadalje znatno ispod razina zabilježenih prije pandemije.

Očekuje se da će drugi val pandemije i povezano jačanje mjera za sprječavanje širenja zaraze zabilježeno od sredine listopada prouzročiti ponovno veliko smanjenje aktivnosti u četvrtom tromjesečju, premda znatno manje od onog u drugom tromjesečju ove godine. Gospodarska kretanja u različitim sektorima ni nadalje nisu ujednačena, pri čemu nova ograničenja međuljudskih kontakata i kretanja nepovoljnije utječu na aktivnost u uslužnom sektoru nego u industrijskom sektoru. Premda se kućanstva i poduzeća podupiru fiskalnim mjerama, potrošači su i nadalje oprezni s obzirom na pandemiju i njezine posljedice za zaposlenost i prihode. Osim toga, slabije bilance i neizvjesnost povezana s gospodarskim izgledima nepovoljno utječu na poslovna ulaganja. Nedavna postignuća u razvoju cjepiva protiv koronavirusa potiču na veće povjerenje u mogućnost postupnog rješavanja zdravstvene krize. No trebat će vremena dok veći broj ljudi ne stekne imunost, a ne može se isključiti ni izbijanje daljnjih zaraza koje će izazvati nove zdravstvene i gospodarske poteškoće. Oporavak gospodarstva europodručja u srednjoročnom razdoblju trebali bi podupirati povoljni uvjeti financiranja, ekspanzivna fiskalna politika i oporavak potražnje usporedno s postupnim ukidanjem mjera za sprječavanje širenja zaraze i smanjenjem neizvjesnosti.

Riječ je o procjeni koju u glavnim crtama potvrđuje osnovni scenarij makroekonomskih projekcija stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2020.

Tim se projekcijama predviđa godišnja stopa rasta realnog BDP-a od -7,3 % u 2020., 3,9 % u 2021., 4,2 % u 2022. i 2,1 % u 2023. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz rujna 2020. gospodarski izgledi revidirani su naniže u kratkoročnom razdoblju, ali se uglavnom očekuje njihov povratak na razinu predviđenu osnovnim scenarijem iz rujna u srednjoročnom razdoblju. Općenito gledajući, rizici povezani s budućim gospodarskim rastom u europodručju i nadalje su negativni, ali više nisu toliko izraženi. Premda vijesti o izgledima za provedbu cijepljenja ohrabruju, negativni su rizici i nadalje povezani s posljedicama koje će pandemija imati na gospodarske i financijske uvjete.

Prema brzoj procjeni Eurostata, godišnja inflacija u europodručju ostala je nepromijenjena i u studenome je iznosila –0,3 %. Na temelju kretanja cijena nafte i uzimajući u obzir privremeno smanjenje stope PDV-a u Njemačkoj, ukupna inflacija vjerojatno će do prvih mjeseci 2021. ostati negativna. Nakon toga očekuje se njezino povećavanje zbog ukidanja privremenog smanjenja stope PDV-a u Njemačkoj i pozitivnih baznih učinaka povezanih s inflacijom cijena energije. Istodobno se očekuje da će temeljni cjenovni pritisci ostati slabi zbog slabe potražnje, posebice u sektoru turizma i putovanja, te zbog slabih pritisaka na plaće i povijesno visoke razine efektivnog tečaja eura. Nakon što utjecaj pandemije oslabi, oporavak potražnje, potpomognut prilagodljivom fiskalnom i monetarnom politikom, stvorit će pritisak na rast inflacije u srednjoročnom razdoblju. Tržišni pokazatelji dugoročnijih inflacijskih očekivanja i mjere tih očekivanja koje se zasnivaju na anketama ostaju na niskim razinama.

Tu procjenu u glavnim crtama potvrđuje osnovni scenarij makroekonomskih projekcija stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2020., u kojemu se predviđa godišnja stopa inflacije od 0,2 % u 2020., 1,0 % u 2021., 1,1 % u 2022. i 1,4 % u 2023. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz rujna 2020. izgledi za inflaciju za 2020. i 2022. revidirani su naniže. Očekuje se da će godišnja inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda iznositi 0,7 % u 2020., 0,8 % u 2021. i 1,0 % u 2022., a potom porasti na 1,2 % u 2023.

Pandemija koronavirusa nastavila je utjecati na monetarnu dinamiku u europodručju. Rast najširega monetarnog agregata (M3) ostao je uglavnom nepromijenjen i u listopadu 2020. iznosio je 10,5 %. Njegov snažan rast podupiru kontinuirane kupnje vrijednosnih papira koje provodi Eurosustav, koje su postale najvažniji izvor kreiranja novca. U okolnostima još uvijek povećane sklonosti prema likvidnosti i niskoga oportunitetnog troška držanja najlikvidnijih oblika novca, najuži monetarni agregat (M1) i nadalje najviše pridonosi rastu najširega monetarnog agregata. Rast kreditiranja privatnog sektora stabilizirao se, ali još bilježi stope rasta koje su više od onih zabilježenih prije pandemije koronavirusa. Godišnja stopa rasta kredita nefinancijskim društvima u listopadu se smanjila na 6,8 %, u odnosu na 7,1 %, koliko je iznosila u rujnu. Do takvog usporavanja došlo je u okolnostima smanjene žurne potrebe za likvidnošću, slabih ulaganja i pooštrenih uvjeta kreditiranja za poduzeća. Godišnja stopa rasta kredita kućanstvima u listopadu nije se promijenila u odnosu na rujnu i iznosila je 3,1 %. Mjere monetarne politike Upravnog vijeća, zajedno s mjerama koje su donijele nacionalne vlade i europske institucije, i nadalje su od ključne važnosti za podupiranje uvjeta bankovnog kreditiranja i olakšanje pristupa financiranju, posebno za one koji su najviše pogođeni posljedicama pandemije.

Velike fiskalne potpore ublažile su znatan negativan utjecaj pandemije koronavirusa na realno gospodarstvo. Fiskalni trošak tih potpora bio je vrlo visok u svim državama europodručja, premda se znatno razlikovao među državama. Prema projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2020. predviđa se da će se zbog pada gospodarske aktivnosti i fiskalnih potpora manjak u proračunu opće države u europodručju znatno povećati i da će u 2020. iznositi 8,0 % BDP-a, u odnosu na 0,6 % u 2019. Očekuje se da će se udio manjka potom smanjiti na

6,1 % BDP-a u 2021., 3,9 % u 2022. i 3,0 % u 2023. Očekuje se da će ovo poboljšanje biti predvođeno postupnim ukidanjem hitnih mjera za sprječavanje širenja zaraze, a ciklička će se komponenta znatno poboljšati tek od 2022. Ambiciozna i usklađena fiskalna politika i nadalje je ključna s obzirom na snažnu kontrakciju gospodarske aktivnosti u europodručju, iako bi fiskalne mjere trebale biti u što većoj mjeri ciljane i privremene. Zbog slabe potražnje poduzeća i kućanstava te povećanog rizika odgođenog oporavka koji proizlaze iz novih mjera zatvaranja u drugom valu pandemije istodobno je nužna daljnja potpora nacionalnih fiskalnih politika. Fond »Next Generation EU«, kojim se nadopunjuju fiskalne mjere provedene na nacionalnoj razini, pridonijet će bržem, snažnijem i ravnomjernijem oporavku te povećati otpornost i potencijal za rast gospodarstava država članica, posebice ako se sredstva upotrijebe za produktivnu javnu potrošnju i ako se usporedno s tim provode strukturne politike za povećanje produktivnosti.

Paket mjera monetarne politike

Imajući na umu posljedice ponovnog izbijanja pandemije za gospodarstvo i s tim povezanu trajniju slabost inflacije, Upravno vijeće 10. prosinca 2020. ponovo je prilagodilo svoje instrumente monetarne politike kako bi održalo povoljne uvjete financiranja tijekom pandemije, čime se naposljetku podupire gospodarsku aktivnost i snažnu prilagodbu stopa inflacije razinama ispod, ali blizu 2 % u srednjoročnom razdoblju.

1. Upravno vijeće ESB-a odlučilo je zadržati ključne kamatne stope ESB-a nepromijenjenima. Očekuje se da će one ostati na sadašnjim ili nižim razinama dok se ne vidi snažno približavanje inflacijskih izgleda razini koja je dovoljno blizu, ali ispod 2 % u projekcijskom razdoblju i da je to približavanje dosljedno u skladu s dinamikom temeljne inflacije.
2. Upravno vijeće odlučilo je povećati iznos hitnog programa kupnje zbog pandemije (PEPP) za 500 mlrd. EUR na ukupno 1.850 mlrd. EUR. Osim toga, ono je produljilo razdoblje neto kupnji u sklopu PEPP-a barem do kraja ožujka 2022. U svakom slučaju, Eurosustav će provoditi neto kupnje dok Upravno vijeće ne zaključi da je kriza prouzročena koronavirusom prošla. Eurosustav će provoditi kupnje u sklopu PEPP-a kako bi se povoljni uvjeti financiranja održali tijekom toga dužeg razdoblja. Pritom će se prilagođavati tržišnim uvjetima i nastojati spriječiti pooštavanje uvjeta financiranja koje nije u skladu s neutraliziranjem negativnog učinka pandemije na projicirano kretanje inflacije. Nadalje, fleksibilnim pristupom kupnjama u smislu vremena, kategorija imovine i jurisdikcija i nadalje će podupirati nesmetani prijenos monetarne politike. Ako bude moguće održavati povoljne uvjete financiranja tokovima neto kupnji kojima se neće iscrpiti ukupan iznos tijekom razdoblja neto kupnji u sklopu PEPP-a, ne mora se upotrijebiti cijeli iznos. Isto tako, ukupni se iznos može ponovo prilagoditi ako to bude potrebno za održavanje povoljnih uvjeta financiranja radi neutraliziranja negativnog šoka za inflacijska kretanja izazvanog pandemijom. Produljenje razdoblja kupnji u sklopu PEPP-a u skladu je s dugotrajnijim posljedicama pandemije za gospodarstvo i inflaciju. Njime se omogućuje

kontinuirana prisutnost na tržištu i trajnija potpora poticaja monetarne politike Upravnog vijeća. Održavanjem povoljnih uvjeta financiranja tijekom pandemije pridonijet će se smanjivanju neizvjesnosti i potaknut će se povjerenje, čime će se potaknuti i osobna potrošnja i poslovna ulaganja te, naposljetku, poduprijeti gospodarski oporavak i pridonijeti neutraliziranju negativnog učinka pandemije na projicirano kretanje inflacije. Posljednje, Upravno je vijeće također odlučilo produljiti razdoblje reinvestiranja glavnica dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu PEPP-a barem do kraja 2023. U svakom slučaju budućim postupnim zatvaranjem portfelja PEPP-a upravljat će se tako da se izbjegne njegov nepovoljan utjecaj na primjerenu monetarnu politiku.

3. Upravno vijeće odlučilo je dodatno prilagoditi uvjete treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (operacije TLTRO III). Naime, odlučilo je produljiti razdoblje primjene znatno povoljnijih uvjeta za 12 mjeseci, odnosno do lipnja 2022. Osim toga u razdoblju od lipnja do prosinca 2021. Upravno će vijeće provesti tri dodatne operacije. Nadalje, Upravno vijeće odlučilo je povećati najveći dopušteni ukupni iznos kredita drugih ugovornih strana u sklopu operacija TLTRO III s 50 % na 55 % vrijednosti stanja njihovih prihvatljivih kredita. Kako bi se banke potaknulo da održe sadašnje razine kreditiranja, prilagođeni uvjeti zaduživanja u sklopu operacija TLTRO III primjenjivat će se samo na one banke koje postignu nove ciljane razine kreditiranja. Produljenjem razdoblja u kojemu se zbog pandemije u sklopu operacija TLTRO III primjenjuju niže kamatne stope, provedbom dodatnih operacija i povećanjem najvišega dopuštenoga ukupnog iznosa kredita, održat će se vrlo povoljni uvjeti financiranja za banke. Takvim uvjetima postiže se da banke mogu nastaviti nuditi povoljne uvjete zaduživanja te da raspolažu velikom likvidnošću za kreditiranje kućanstava i poduzeća.
4. Upravno vijeće odlučilo je do lipnja 2022. produljiti razdoblje primjene paketa mjera ublažavanja zahtjeva povezanih s kolateralom, koje je odobrilo 7. i 22. travnja 2020. Dulja primjena tih mjera omogućit će bankama da potpuno iskoriste operacije Eurosustava za puštanje likvidnosti, prije svega prilagođene operacije TLTRO. Upravno vijeće ponovo će procijeniti mjere ublažavanja zahtjeva povezanih s kolateralom prije lipnja 2022. kako one ne bi nepovoljno utjecale na sudjelovanje drugih ugovornih strana Eurosustava u operacijama TLTRO III.
5. Upravno vijeće također je odlučilo ponuditi četiri dodatne hitne operacije dugoročnijeg refinanciranja zbog pandemije (operacije PELTRO) u 2021., i tako održati učinkovit likvidnosni zaštitni mehanizam.
6. I nadalje će se provoditi neto kupnje u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira mjesečnom dinamikom od 20 mlrd. EUR. Upravno vijeće i nadalje očekuje da će se mjesečne neto kupnje vrijednosnih papira u sklopu programa 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. Osim toga Upravno vijeće namjerava nastaviti 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 bude potrebno za održavanje povoljnih likvidnosnih uvjeta i visokog stupnja prilagodljivosti monetarne politike.

7. Stalno raspoloživa mogućnost repo operacija za središnje banke Eurosustava (EUREP) i sve privremene linije za ugovore o razmjeni i repo ugovore sa središnjim bankama izvan europodručja produžit će se do ožujka 2022.
8. Naposljetku, Upravno vijeće odlučilo je nastaviti s provedbom svojih redovitih operacija kreditiranja putem raspodjele punog iznosa likvidnosti na aukcijama s nepromjenjivom kamatnom stopom po postojećim uvjetima onoliko dugo koliko bude potrebno.

Mjere monetarne politike koje je Upravno vijeće donijelo pridonijet će održavanju povoljnih uvjeta financiranja tijekom pandemije i tako poduprijeti priljev kredita svim sektorima gospodarstva, te pridonijeti gospodarskoj aktivnosti i zaštiti srednjoročne cjenovne stabilnosti. No neizvjesnost, među ostalim povezana s dinamikom pandemije i vremenom provedbe cijepljenja, i nadalje je velika. Upravno će vijeće nastaviti pratiti tečajna kretanja u svjetlu njihova mogućeg utjecaja na srednjoročne inflacijske izglede. 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 opredjeljenošću za simetričnost u ciljanju inflacije.

© **Europska središnja banka, 2021.**

Poštanska adresa 60640 Frankfurt na Majni, Njemačka

Telefon +49 69 1344 0

Mrežne stranice 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.

Krajnji datum za statističke podatke uključene u ovo izvješće bio je 9. prosinca 2020.

Objašnjenje terminologije i pokrata možete pronaći u [ESB-ovu Glosaru](#) (dostupno samo na engleskom jeziku).

PDF

ISSN 2363-3603, QB-BQ-20-008-HR-N