



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA
EUROSUSTAV

Ekonomski bilten

Broj 2/2020.



Gospodarska i monetarna kretanja

Pregled

Na sastanku o monetarnoj politici održanom 12. ožujka Upravno je vijeće odlučilo donijeti sveobuhvatan paket odluka o monetarnoj politici. Uz znatan postojeći monetarni poticaj te će mjere povoljno utjecati na likvidnost i uvjete financiranja za kućanstva, poduzeća i banke te će pridonijeti održavanju neometanoga kreditiranja realnoga gospodarstva. U razdoblju od posljednjeg sastanka Upravnog vijeća krajem siječnja širenje koronavirusa (COVID-19) bilo je snažan šok za izgleda za rast globalnoga gospodarstva i gospodarstava europodručja te je povećalo tržišnu kolebljivost. Premda je privremen, taj će šok znatno utjecati na gospodarsku aktivnost. Usporit će proizvodnju zbog poremećaja u opskrbnim lancima te smanjiti domaću i inozemnu potražnju, osobito zbog nepovoljnog utjecaja mjera potrebnih za sprječavanje širenja virusa. Osim toga, povećana neizvjesnost nepovoljno utječe na planiranje rashoda i njihovo financiranje. Rizici povezani s izgledima za gospodarski rast u europodručju očito su negativni. Osim već utvrđenih rizika povezanih s geopolitičkim čimbenicima, jačanjem protekcionizma i ranjivošću u zemljama s tržištima u nastajanju, širenje koronavirusa nov je i znatan izvor negativnog rizika za izgleda za rast. U tim je uvjetima Upravno vijeće ESB-a donijelo nekoliko odluka o monetarnoj politici u cilju očuvanja stajališta monetarne politike i potpomaganja transmisije monetarne politike na realno gospodarstvo.

Procjena gospodarskoga i monetarnog stanja u vrijeme održavanja sastanka Upravnog vijeća 12. ožujka 2020.

Širenje epidemije virusa COVID-19 nepovoljno utječe na globalne gospodarske izgleda predviđene makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz ožujka 2020. Sudeći prema kretanjima nakon krajnjeg datuma za te projekcije djelomično se ostvario negativan rizik za globalnu aktivnost povezan s izbijanjem zaraze virusom COVID-19, što znači da će globalna aktivnost ove godine biti slabija nego što je tim projekcijama predviđeno. Izbijanje zaraze dogodilo je globalno gospodarstvo kad su se počele pokazivati naznake stabilizacije aktivnosti i trgovine te kad je potpisivanje tzv. prve faze trgovinskog sporazuma između Sjedinjenih Američkih Država i Kine, popraćeno smanjenjem carina, umanjilo neizvjesnost. Očekuje se da će se projicirani globalni oporavak u sljedećem razdoblju samo umjereno intenzivirati. Ovisit će o oporavku u nekoliko zemalja s tržištima u nastajanju koje su i nadalje ranjive, dok će projicirano cikličko usporavanje u razvijenim gospodarstvima i strukturni prelazak na usporeniju putanju rasta u Kini nepovoljno utjecati na srednjoročne izgleda. Rizici za globalnu aktivnost promijenili su se, ali i nadalje prevladavaju oni negativni. Sada je najveći negativan rizik mogućnost širega i duljeg utjecaja zaraze virusom COVID-19 koja se i nadalje širi. Globalni inflacijski pritisci ostali su potisnuti.

Zbog širenja koronavirusa u svijetu pred kraj promatranog razdoblja (od 12. prosinca 2019. do 11. ožujka 2020.) raspoloženje u vezi s globalnim rizicima uvelike se pogoršalo, a tržišna kolebljivost snažno je porasla. Nerizične dugoročne kamatne stope europodručja znatno su se snizile do razina mnogo nižih od onih na početku razdoblja. Termenska krivulja prosječne eurske prekonoične kamatne stope (EONIA) promijenila je smjer i skrenula oštro nadolje; njezina inverzija kod kraćih do srednjoročnih dospijeća signalizirala je tržišno formiranje cijena pri daljnjoj prilagodbi monetarne politike. U skladu s velikim povećanjem globalne nesklonosti prema riziku u europodručju su se znatno smanjile cijene dionica, a razlike prinosa na državne i korporativne obveznice povećale su se. Na kolebljivim deviznim tržištima euro je osjetno aprecirao prema valutama trideset i osam najvažnijih trgovinskih partnera europodručja.

Rast realnog BDP-a europodručja ostao je potisnut s tromjesečnom stopom od 0,1% u četvrtom tromjesečju 2019., nakon rasta od 0,3% u prethodnom tromjesečju, zbog kontinuirane slabosti sektora prerađivačke industrije i usporavanja rasta ulaganja. Najnoviji ekonomski i anketni podatci upućuju na niske razine dinamike gospodarskog rasta europodručja, još u potpunosti ne odražavajući kretanja povezana s koronavirusom, koji se počeo širiti kontinentalnom Europom krajem veljače, nepovoljno utječući na gospodarsku aktivnost. Zanimarimo li poremećaje uzrokovane koronavirusom, očekuje se da će se rast u europodručju intenzivirati u srednjoročnom razdoblju pod utjecajem povoljnih uvjeta financiranja, karaktera fiskalnih politika u europodručju i očekivanog nastavka globalne aktivnosti.

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2020. godišnja stopa rasta realnog BDP-a trebala bi iznositi 0,8% u 2020., 1,3% u 2021. i 1,4% u 2022. U usporedbi s makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2019. izgledi za rast realnog BDP-a revidirani su i smanjeni za 0,3 postotna boda za 2020. i za 0,1 postotni bod za 2021., ponajviše zbog izbijanja zaraze koronavirusom, iako je brzo širenje virusa u europodručju u najnovijem razdoblju samo djelomično uzeto u obzir. Zato su rizici povezani s izgledima za gospodarski rast u europodručju očito negativni. Osim rizika povezanih s geopolitičkim čimbenicima, jačanjem protekcionizma i ranjivošću u zemljama s tržištima u nastajanju širenje koronavirusa nov je i znatan izvor negativnog rizika za izgled za rast.

Prema brzoj procjeni Eurostata godišnja stopa inflacije u europodručju mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) smanjila se na 1,2% u veljači 2020. u odnosu na 1,4% u siječnju. Sudeći po naglom padu trenutačnih cijena nafte i cijena naftnih ročnica, ukupna inflacija vjerojatno će se sljedećih mjeseci znatno smanjivati. Tu procjenu samo djelomično potvrđuju makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2020., prema kojima će godišnja inflacija mjerena HIPC-om u 2020. godini iznositi 1,1%, u 2021. godini 1,4%, a u 2022. godini 1,6%, a koje u odnosu na projekcije stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2019. uglavnom nisu revidirane. U srednjoročnom razdoblju inflaciju će podupirati mjere monetarne politike ESB-a. Posljedice koronavirusa za inflaciju vrlo su neizvjesne jer pritiske na smanjenje povezane sa slabijom potražnjom mogu neutralizirati pritisci na rast povezani s poremećajima u ponudi.

Nedavni nagli pad cijena nafte važan je negativan rizik za kratkoročne inflacijske izgleda.

Monetarna dinamika postala je umjerenija u odnosu na zadovoljavajuće razine od kraja ljeta 2019. Kreditiranje privatnog sektora i nadalje bilježi različita kretanja prema kategorijama kredita. Kreditiranje kućanstava ostalo je otporno, dok je kreditiranje poduzeća postalo umjerenije. Povoljni uvjeti bankovnog financiranja i kreditiranja nastavljaju podupirati kreditiranje, a time i gospodarski rast. Cjelokupan neto priljev inozemnog financiranja poduzećima u europodručju stabilizirao se, potpomognut povoljnim troškovima financiranja duga. Međutim, nedavno povećanje nesklonosti prema riziku vjerojatno će uzrokovati pogoršanje uvjeta nebankovnog financiranja za nefinancijska poduzeća.

Projekcijama se predviđa da će se saldo proračuna opće države u europodručju smanjiti u 2020. i 2021. godini te da će se stabilizirati u 2022. Smanjenje se uglavnom može pripisati nižim primarnim viškovima. Ta kretanja također odražavaju projekcije ekspanzivnog karaktera fiskalnih politika u 2020. i 2021. godini te njihovog uglavnom neutralnog karaktera u 2022. Unatoč relativno ekspanzivnoj fiskalnoj politici, projekcijama se predviđa da će se omjer državnog duga i BDP-a u europodručju nastaviti postupno smanjivati zbog povoljne razlike između kamatne stope na servisiranje državnog duga i stope rasta gospodarstva te donekle pozitivnog primarnog salda u cijelom razdoblju. Kretanja povezana sa širenjem koronavirusa (COVID-19) nakon finaliziranja projekcija upućuju na očito pogoršanje izgleda za karakter fiskalnih politika. Uz već najavljene fiskalne politike, s obzirom na širenje koronavirusa treba snažno podržati predanost Euroskupine zajedničkim i usklađenim mjerama monetarne politike.

Paket mjera monetarne politike

Upravno vijeće odlučilo je 12. ožujka 2020. donijeti sveobuhvatan paket mjera monetarne politike. Odgovor monetarne politike obuhvatio je tri ključna elementa: prvo, osiguranje likvidnosnih uvjeta u bankovnom sustavu nizom operacija dugoročnijeg refinanciranja po povoljnim uvjetima; drugo, zaštitu trajnog toka kredita realnom gospodarstvu pomoću temeljne ponovne kalibracije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja; i treće, sprječavanje procikličkog pooštavanja uvjeta financiranja za gospodarstvo povećanjem programa kupnje vrijednosnih papira.¹

1. U razdobljima povećane neizvjesnosti financijski sustav treba izdašno opskrbljivati likvidnošću da bi se spriječilo smanjenje likvidnosti i pritisak na cijenu likvidnosti, a to uključuje i razdoblja mogućih izazova povezanih s operativnim rizikom za sudionike u financijskom sustavu uzrokovanih koronavirusom. Upravno vijeće stoga je odlučilo privremeno provesti dodatne operacije dugoročnijeg refinanciranja kako bi se financijskom sustavu europodručja bez odlaganja pružila likvidnosna potpora. Premda Upravno vijeće ne vidi veće naznake napetosti na novčanim tržištima ni manjkove

¹ Za dodatne pojedinosti vidi Lane, P. R., *The Monetary Policy Package: An Analytical Framework*, Blog ESB-a, ESB, 13. ožujka 2020.

likvidnosti u bankovnom sustavu, te će operacije, ako to bude potrebno, poslužiti kao učinkovit zaštitni mehanizam. Provođen će se putem raspodjele punog iznosa likvidnosti na aukcijama s nepromjenjivom kamatnom stopom. Cijena će im biti vrlo prihvatljiva, uz kamatnu stopu koja će biti jednaka prosječnoj kamatnoj stopi na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja. Tim će se novim operacijama dugoročnijeg refinanciranja pružiti likvidnost po povoljnim uvjetima da bi se premostilo razdoblje do ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja treće serije (TLTRO III) u lipnju 2020.

2. S obzirom na to da širenje koronavirusa utječe na planiranje prihoda i rashoda kućanstava i poduzeća, važno je pružiti potporu bankovnom kreditiranju onih koji zbog toga trpe najveće gospodarske posljedice, posebno malih i srednjih poduzeća. Upravno vijeće zato je odlučilo da će se od lipnja 2020. do lipnja 2021. na sve ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja treće serije (TLTRO III) koje u tom razdoblju budu nedospjele primjenjivati znatno povoljniji uvjeti. Tijekom cijeloga tog razdoblja kamatna stopa na te operacije (TLTRO III) bit će 25 baznih bodova niža od prosječne stope koju Eurosustav primjenjuje u svojim glavnim operacijama refinanciranja. Za druge ugovorne strane koje održe svoje razine kreditiranja kamatna stopa na te operacije bit će niža i, u razdoblju koje završava u lipnju 2021., može biti smanjena do stope koja je 25 baznih bodova niža od prosječne kamatne stope na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja. Osim toga, najveći dopušteni ukupni iznos kredita drugih ugovornih strana u sklopu operacija TLTRO III povećan je na 50% vrijednosti stanja njihovih prihvatljivih kredita na dan 28. veljače 2019. Time se ukupan mogući iznos zaduživanja u sklopu ovog programa povećava za više od 1 bil. EUR, na gotovo 3 bil. EUR. Sve u svemu, novim uvjetima za ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja pridonijet će se znatnom ublažavanju uvjeta financiranja kojima se određuje ponuda kredita banaka poduzećima i kućanstvima. U vezi s tim, Upravno vijeće zadužilo je odbore Eurosustava da ispituju mjere ublažavanja zahtjeva povezanih s kolateralom kako bi se osiguralo da druge ugovorne strane i nadalje u potpunosti mogu iskoristiti pomoć u financiranju ESB-a.
3. Nužno je osigurati dovoljno prilagodljivu monetarnu politiku, posebno u okolnostima velike neizvjesnosti i povećane financijske kolebljivosti. U tim je uvjetima Upravno vijeće također odlučilo privremeno povećati neto kupnje vrijednosnih papira za dodatni iznos od 120 mlrd. EUR do kraja ove godine, osiguravajući tako snažan doprinos programa kupnje vrijednosnih papira privatnog sektora. I nadalje se očekuje da će se 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. U kombinaciji s postojećim programom kupnje vrijednosnih papira, ovim će se privremenim povećanjem iznosa u širem opsegu pružiti potpora financijskim uvjetima i time također smanjiti kamatne stope koje su važne za realno gospodarstvo. Nadalje, bržim tempom kupnje osigurat će se snažnija prisutnost Eurosustava na tržištu tijekom ovog razdoblja povećane kolebljivosti, uključujući korištenje pune fleksibilnosti koje program kupnje vrijednosnih papira sadržava radi odgovora na tržišne uvjete. To bi moglo podrazumijevati povremene

fluktuacije u distribuciji tokova kupnje, i u kategorijama imovine i u zemljama, kao odgovor na šokove „povratka u sigurnost“ i likvidnosne šokove. Takva odstupanja od alokacije po zemljama u stabilnim uvjetima spadaju u djelokrug programa, pod uvjetom da se kapitalnim ključem i nadalje osigurava ukupno stanje sredstava Eurosustava u dugoročnom razdoblju.

4. Osim toga, 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.
5. Naposljetku, 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.

S obzirom na aktualna kretanja, Upravno vijeće i nadalje će pažljivo pratiti posljedice širenja koronavirusa za gospodarstvo, srednjoročnu inflaciju i transmisiju monetarne politike. Upravno je vijeće 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.

Istodobno, sada je potrebna ambiciozna i usklađena fiskalna politika s obzirom na slabije gospodarske izgleda i radi zaštite od daljnjeg ostvarenja negativnih rizika. Upravno vijeće pozdravlja mjere koje su neke države već poduzele da bi osigurale dostatne resurse zdravstvenim sektorima i da bi pružile podršku pogođenim poduzećima i zaposlenicima. Osobito su potrebne mjere kao što su izdavanje kreditnih jamstava da bi se nadopunile i poduprle mjere monetarne politike koje je donijelo Upravno vijeće.

Dodatak odlukama Upravnog vijeća donesenima 18. ožujka

Pandemija koronavirusa kolektivna je krizna situacija povezana s općim zdravljem koja u novijoj povijesti gotovo da i nema presedana. Također je i ekstreman gospodarski šok koji zahtijeva ambicioznu, usklađenu i hitnu reakciju monetarne politike na svim područjima. Upravno je vijeće 18. ožujka najavilo novi izvanredni program kupnje vrijednosnih papira u pandemiji (pandemic emergency purchase programme – PEPP) kako bi pridonijelo rješavanju situacije bez presedana u europodručju. Program je privremene prirode i omogućit će ESB-u da očuva transmisiju monetarne politike i svoju sposobnost održavanja stabilnosti cijena u europodručju. Treba istaknuti da su kretanja na financijskim tržištima uzrokovala pooštavanje financijskih uvjeta, posebno na duljem kraju spektra dospjeća. Nerizična krivulja pomaknula se prema gore, a krivulje prinosa na državne

obveznice, koje su ključne za određivanje cijena sve imovine, svugdje su se podigle i postale proširenije. Ispunjavajući svoje ovlasti Upravno vijeće donijelo je sljedeće odluke:

1. Pokrenut će se novi privremeni program kupnje vrijednosnih papira privatnoga i javnog sektora da bi se suzbili ozbiljni rizici za mehanizam transmisije monetarne politike i izgledi za europodručje uzrokovani izbijanjem i sve većim širenjem zaraze virusom COVID-19.

Ukupan iznos novog izvanrednog programa kupnje vrijednosnih papira u pandemiji bit će 750 mlrd. EUR. Kupnje će se provoditi do kraja 2020. i uključivat će sve kategorije imovine prihvatljive u postojećem programu kupnje vrijednosnih papira.

Za kupnje vrijednosnih papira javnog sektora referentna vrijednost za raspodjelu po jurisdikcijama i nadalje će biti kapitalni ključ nacionalnih središnjih banaka. Istodobno, kupnje u sklopu novog programa bit će fleksibilnije. Time se omogućuju fluktuacije u raspodjeli tokova kupnje tijekom vremena, u kategorijama imovine i među jurisdikcijama.

Za kupnje u sklopu ovog programa odobrit će se izuzeće od zahtjeva za prihvatljivost za vrijednosne papire koje izdaje grčka vlada.

Upravno vijeće prekinut će neto kupnje vrijednosnih papira u sklopu ovog programa kad procijeni da je krizna situacija povezana s koronavirusom prestala, ali u svakom slučaju ne prije kraja godine.

2. Proširit će se obuhvat prihvatljive imovine u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira korporativnog sektora tako što će se uključiti nefinancijski komercijalni zapisi, čime će se svi komercijalni zapisi zadovoljavajuće kreditne kvalitete učiniti prihvatljivima za kupnju u sklopu ovog programa.
3. Ublažit će se standardi povezani s kolateralom tako što će se prilagoditi glavni rizični parametri za okvir kolaterala. Naglašavamo proširenje obuhvata dodatnih kreditnih potraživanja uključivanjem potraživanja koja se odnose na financiranje korporativnog sektora. Time će se osigurati da se druge ugovorne strane mogu nastaviti u potpunosti koristiti operacijama refinanciranja Eurosustava.

Upravno vijeće ESB-a odlučno je da ostvari svoju ulogu i pruži podršku svim građanima europodručja u ovom iznimno teškom razdoblju. U tom će cilju ESB osigurati da svi gospodarski sektori mogu iskoristiti podupiruće uvjete financiranja koji će im omogućiti da apsorbiraju ovaj šok. To se u jednakoj mjeri odnosi na obitelji, poduzeća, banke i države.

Upravno vijeće učinit će sve što je potrebno u okviru svojih ovlasti. Upravno vijeće u potpunosti je spremno povećavati iznos svojih programa kupnje vrijednosnih papira i prilagođavati njihov sastav, onoliko koliko to bude potrebno i onoliko dugo koliko to bude potrebno. Razmotrit će sve opcije i sve eventualnosti da bi pomoglo gospodarstvu da prevlada ovaj šok.

U onoj mjeri u kojoj bi neka samonametnuta ograničenja mogla otežati provođenje mjera koje ESB mora poduzeti da bi ispunio svoje ovlasti, Upravno vijeće će razmotriti njihovo preispitivanje u onoj mjeri u kojoj to bude potrebno kako bi te mjere učinilo razmjernima rizicima s kojima se suočavamo. ESB neće tolerirati nikakve rizike za neometanu transmisiju svoje monetarne politike u svim jurisdikcijama europodručja.

© **Europska središnja banka, 2020.**

Poštanska adresa 60640 Frankfurt am Main, Germany

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.

Zaključni datum za statističke podatke u ovom izvješću bio je 11. ožujka 2020.

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

PDF ISSN 2363-3603, QB-BQ-20-002-HR-N