

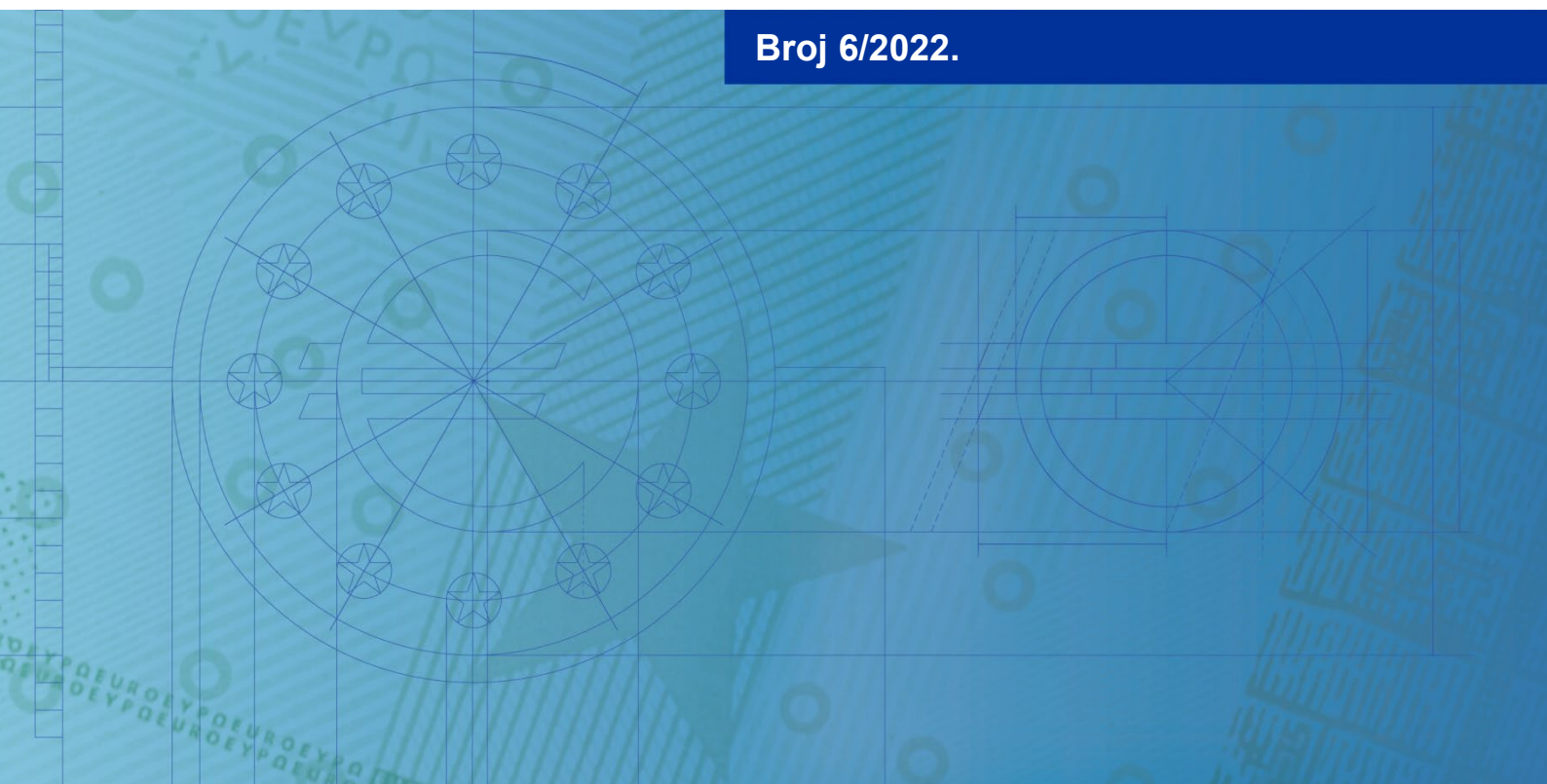


EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

Ekonomski bilten

Broj 6/2022.



Gospodarska, financijska i monetarna kretanja

Pregled

Upravno vijeće odlučilo je 8. rujna 2022. povećati tri ključne kamatne stope ESB-a za 75 baznih bodova. Tim velikim korakom pospješuje se prijelaz s vrlo akomodativne razine ključnih kamatnih stopa na razine kojima će se postići što skoriji povratak inflacije na srednjoročni cilj Upravnog vijeća od 2 %. Prema novoj procjeni Upravnog vijeća očekuje se da će ono i na sljedećih nekoliko sastanaka povećavati kamatne stope kako bi se smanjila potražnja i smanjio rizik trajnog porasta inflacijskih očekivanja. Upravno vijeće redovito će preispitivati smjer politike u svjetlu novih informacija i inflacijskih izgleda. Odluke o ključnim kamatnim stopama i dalje će donositi na osnovi podataka i na svakom sastanku.

Inflacija je i dalje pretjerano visoka i vjerojatno će dulje razdoblje ostati viša od ciljne razine. Upravno vijeće zbog toga je donijelo ove odluke i očekuje da će nastaviti povećavati kamatne stope. Prema brznoj procjeni Eurostata inflacija je dosegla 9,1 % u kolovozu. Rast inflacije i dalje potiču snažan rast cijena energije i hrane, pritisci na strani potražnje u određenim sektorima zbog ponovnog otvaranja gospodarstva i uska grla u opskrbnim lancima. Cjenovni pritisci i nadalje jačaju i šire se po sektorima gospodarstva, pa bi se rast inflacije mogao nastaviti u kratkoročnom razdoblju. Kako utjecaj čimbenika koji trenutačno pridonose rastu inflacije bude s vremenom slabio i kako se normalizacija monetarne politike bude prenosila na gospodarstvo i određivanje cijena, inflacija će se smanjivati. U vezi sa sljedećim razdobljem stručnjaci ESB-a revidirali su projekcije inflacije znatno naviše i sada očekuju da će inflacija iznositi prosječno 8,1 % u 2022., 5,5 % u 2023. i 2,3 % u 2024.

Nakon povećanja gospodarskog rasta u europodručju u prvoj polovini 2022. novi podatci upućuju na njegovo znatno usporavanje, pri čemu se očekuje da će gospodarska aktivnost krajem godine i u prvom tromjesečju 2023. stagnirati. Vrlo visoke cijene energije smanjuju kupovnu moć kućanstava, dok uska grla u opskrbnim lancima i dalje, premda u sve manjoj mjeri, ograničavaju gospodarsku aktivnost. Osim toga, nepovoljna geopolitička situacija, prije svega neopravdana invazija Rusije na Ukrajinu, pridonosi slabljenju pouzdanja poduzeća i potrošača. Takvi su izgledi vidljivi i iz najnovijih projekcija gospodarskog rasta, koje su revidirane osjetno naniže za ostatak tekuće godine i cijelu 2023. Stručnjaci ESB-a u njima predviđaju stope gospodarskog rasta od 3,1 % u 2022., 0,9 % u 2023. i 1,9 % u 2024.

Dugotrajne ranjivosti prouzročene pandemijom i dalje ugrožavaju neometani prijenos monetarne politike. Upravno vijeće stoga će i nadalje, radi smanjenja rizika za transmisijski mehanizam povezanih s pandemijom, fleksibilno reinvestirati dospjele iznose u portfelju hitnog programa kupnje zbog pandemije (PEPP).

Gospodarska aktivnost

Na gospodarsku aktivnost diljem svijeta nepovoljno utječu visoka inflacija, pooštrevanja financijskih uvjeta i preostali nepovoljni činitelji na strani ponude. Anketni podatci upućuju ne sveobuhvatno smanjivanje gospodarske aktivnosti. Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2022. izgledi su za globalni rast slabi, a globalni realni BDP (bez europodručja) trebao bi se povećati za 2,9 % u 2022., za 3,0 % u 2023. i za 3,4 % u 2024. Izgledi su slabiji u usporedbi s onima koji su opisani u makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2022. i upućuju na to da bi globalno gospodarstvo ove i sljedeće godine moglo rasti po stopi koja je malo niža od dugoročnog prosjeka kako se gospodarski rast u razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju bude usporavao. Slabiji izgledi za potražnju i poboljšana ponuda pridonijeli su ublažavanju pritiska u opskrbnim lancima, no oni i dalje postoje. U skladu s globalnim rastom pogoršali su se i izgledi za globalnu trgovinu i inozemnu potražnju europodručja u odnosu na projekcije iz lipnja. Globalni inflacijski pritisci i dalje su rašireni i povišeni zbog naglog povećanja cijena sirovina, preostalih ograničenja na strani ponude, još relativno snažne potražnje i oštih uvjeta na tržištu rada. Međutim, očekuje se da će se oni smanjivati kako se tržišta sirovina budu stabilizirala i rast bude slabio. U okružju visoke neizvjesnosti ravnoteža rizika u osnovnim projekcijama negativna je za globalni rast i pozitivna za globalnu inflaciju.

Stopa gospodarskog rasta u europodručju iznosila je 0,8 % u drugom tromjesečju 2022., u prvom redu zbog snažne osobne potrošnje na usluge koje zahtijevaju bliske fizičke kontakte u uvjetima ukidanja ograničenja povezanih s pandemijom. Tijekom ljeta više se putovalo, od čega su najviše koristi imale države s velikim turističkim sektorima. Istodobno su na poslovanje poduzeća nepovoljno utjecali veliki troškovi energije i uska grla u opskrbnim lancima, koja su i dalje postojala premda se taj problem počeo postupno smanjivati. Premda je snažna turistička aktivnost podupirala gospodarski rast tijekom trećeg tromjesečja, Upravno vijeće očekuje da će se on u ostatku godine znatno usporiti. Četiri su glavna razloga za to. Prvo, visoka inflacija nepovoljno utječe na potrošnju i proizvodnju u cijelom gospodarstvu, a nepovoljne utjecaje pojačavaju poremećaji opskrbe plinom. Drugo, snažan rast potražnje za uslugama, do kojeg je došlo u uvjetima ponovnog otvaranja gospodarstva, sljedećih će se mjeseci smanjiti. Treće, slabljenje globalne potražnje, među ostalim zbog pooštrenja monetarne politike u mnogim velikim gospodarstvima i pogoršanja trgovinskih uvjeta, značit će slabiju potporu gospodarstvu europodručja. Četvrto, neizvjesnost je i dalje velika, dok pouzdanje brzo slabi.

No, tržište rada pokazalo se otpornim i podupire gospodarsku aktivnost. Zaposlenost se u drugom tromjesečju 2022. povećala za više od 600 000 osoba, a stopa nezaposlenosti bila je u srpnju na povijesno niskoj razini od 6,6 %. Ukupni broj odrađenih sati u drugom tromjesečju 2022. porastao je za još 0,6 % i nadmašio razine iz razdoblja prije pandemije. U sljedećem će razdoblju usporavanje gospodarskog rasta vjerojatno dovesti do određenog povećanja stope nezaposlenosti.

Osnovni scenarij makroekonomskih projekcija stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2022. temelji se na pretpostavkama da će potražnja za plinom biti umjerenija zbog visokih cijena i preventivnih mjera za uštedu energije (nakon nedavnog sporazuma EU-a o smanjenju potražnje za plinom za 15 %) te da neće biti potrebno znatno racionirati plin. Međutim, pretpostavlja se da će tijekom zime biti potrebna određena smanjenja proizvodnje u državama koje uvelike ovise o uvozu ruskoga prirodnog plina i kojima prijeti manjak ponude. Iako se problem uskih grla u opskrbnim lancima u posljednje vrijeme smanjivao brže nego što se očekivalo, ona i dalje nepovoljno utječu na gospodarsku aktivnost i pretpostavlja se da će tek postupno nestati. U srednjoročnom se razdoblju, s obzirom na ponovno uspostavljanje ravnoteže na tržištu energenata, smanjenje neizvjesnosti, rješavanje problema uskih grla u opskrbnim lancima i povećanje realnih dohodaka, očekuje povećanje rasta unatoč nepovoljnijim uvjetima financiranja. Tržište rada trebalo bi oslabjeti nakon usporavanja gospodarske aktivnosti, premda će i dalje uglavnom ostati prilično otporno. Općenito govoreći, prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2022. očekuje se da će godišnji prosječni rast realnog BDP-a iznositi 3,1 % u 2022., da će se znatno usporiti i smanjiti na 0,9 % u 2023. te ponovno povećati na 1,9 % u 2024. U odnosu na projekcije stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2022. izgledi za rast BDP-a revidirani su naviše za 0,3 postotna boda za 2022. nakon pozitivnih iznenađenja u prvoj polovini godine, dok su revidirani naniže za 1,2 postotna boda za 2023. i za 0,2 postotna boda za 2024., uglavnom zbog utjecaja poremećaja u opskrbi energentima, više inflacije i s time povezanog slabljenja pouzdanja.

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2022. proračunski saldo europodručja u razdoblju do 2024. trebao bi se postojano poboljšavati, ali manje nego što je predviđeno u projekcijama iz lipnja. Međutim, fiskalne projekcije i nadalje obilježavaju visoke razine neizvjesnosti koje su uglavnom povezane s ratom u Ukrajini i kretanjima na tržištima energenata zbog kojih bi vlade mogle donijeti dodatne fiskalne poticajne mjere. Te su mjere fiskalne potpore uglavnom bile usmjerene na obuzdavanje rastućih troškova života za potrošače, posebice u vezi s energijom. Osim toga, djelomično su bile povezane i s financiranjem novih obrambenih kapaciteta i potpore za izbjeglice zbog rata koji Rusija vodi u Ukrajini. Ipak, očekuje se daljnje smanjivanje proračunskog manjka europodručja, s 5,1 % BDP-a u 2021. na 3,8 % u 2022. i potom na 2,7 % do kraja prognoziranog razdoblja. Nakon snažnoga fiskalnog ublažavanja zbog krize uzrokovane koronavirusom u 2020. fiskalna je politika pooštrena u 2021. te se predviđa da će se karakter fiskalne politike u određenoj mjeri i dalje pooštrevati, osobito 2023., i biti neutralan u 2024. U kontekstu povećane neizvjesnosti i negativnih rizika za gospodarske izgleda s obzirom na rat u Ukrajini te rast cijena energije i nastavak poremećaja u opskrbnim lancima Europska je komisija 23. svibnja 2022. predložila produljenje primjene opće klauzule o odstupanju iz Pakta o stabilnosti i rastu do kraja 2023. To bi fiskalnim politikama omogućilo da se, ako to bude potrebno, prilagode promijenjenim okolnostima. Istodobno, s obzirom na to da fiskalne neravnoteže i nadalje premašuju pretpandemijske razine i iznimno visoku inflaciju, fiskalna politika treba biti što je moguće više selektivna i ciljana kako ne bi povećala srednjoročne inflacijske pritiske i istodobno osigurati fiskalnu održivost u srednjoročnom razdoblju.

Mjere fiskalne potpore kojima se želi smanjiti utjecaj visokih cijena energije trebale bi biti privremene i usmjerene na najranjivija kućanstva i poduzeća kako bi se ograničio rizik poticanja inflacijskih pritisaka, povećala učinkovitost javne potrošnje i očuvala održivost duga. Strukturne politike trebale bi biti usmjerene na povećanje potencijala rasta europodručja i podupiranje njegove otpornosti.

Inflacija

Inflacija je nastavila rasti i u kolovozu je dosegla 9,1 %. Inflacija cijena energije, koja je i dalje izrazito visoka i iznosi 38,3 %, ponovno je bila najvažnija sastavnica ukupne inflacije. Tržišni pokazatelji upućuju na umjerenije kretanje cijena nafte u kratkoročnom razdoblju, no veleprodajne cijene plina i dalje će biti iznimno visoke. U kolovozu je porasla i inflacija cijena hrane, i to na 10,6 %, što je među ostalim posljedica povećanja ulaznih troškova povezanih s energijom, poremećaja trgovine prehrambenim sirovinama i nepovoljnih vremenskih uvjeta. Premda se problem uskih grla u opskrbnim lancima počeo smanjivati, njihov se utjecaj i dalje postupno prenosi na potrošačke cijene te pridonosi pritisku na rast inflacije, kojemu pridonosi i oporavak potražnje u uslužnom sektoru. Rastu inflacijskih pritisaka pridonijela je i deprecijacija eura. Cjenovni pritisci šire se na sve više sektora, djelomično zbog utjecaja velikih troškova energije u cijelom gospodarstvu. U skladu s tim mjere temeljne inflacije i dalje su na povišenim razinama, a u najnovijim projekcijama stručnjaka ESB-a predviđa se da će inflacija bez hrane i energije dosegnuti 3,9 % u 2022. te iznositi 3,4 % u 2023. i 2,3 % u 2024. Otporna tržišta rada i određena dinamika dostizanja radi kompenziranja više inflacije vjerojatno će poduprijeti brži rast plaća, premda je iz novih podataka i nedavno postignutih sporazuma o plaćama vidljivo da je dinamika plaća i dalje uglavnom ograničena. Većina mjera dugoročnijih inflacijskih očekivanja trenutačno je na razini od oko 2 %, premda je u posljednje vrijeme došlo do revizija nekih pokazatelja na razine iznad ciljnih, što upućuje na potrebu daljnjeg praćenja.

Inflacija i dalje snažno raste zbog novih velikih šokova ponude, čiji se utjecaj prenosi na potrošačke cijene brže nego u prethodnom razdoblju. Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2022. očekuje se da će ukupna inflacija mjerena HIPC-om ostati na razinama višima od 9 % u preostalom dijelu 2022. zbog iznimno visokih cijena energenata i prehrambenih sirovina te pritisaka na rast koji proizlaze iz ponovnog otvaranja gospodarstva, manjkova na strani ponude i pooštavanja uvjeta na tržištu rada. Očekivano smanjenje inflacije s prosječnih 8,1 % u 2022. na 5,5 % u 2023. i 2,3 % u 2024. uglavnom proizlazi iz naglog pada inflacije cijena energije i hrane zbog negativnih baznih učinaka i pretpostavljenog pada cijena sirovina, u skladu s terminskim cijenama. Inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane trebala bi ostati na dosad nezabilježenim, visokim razinama do sredine 2023., ali se nakon toga očekuje njezin pad sa slabljenjem učinaka ponovnog otvaranja gospodarstva te smanjivanjem problema uskih grla u opskrbnim lancima i pritisaka na ulazne troškove energije. Očekuje se da će ukupna inflacija u 2024. i dalje biti viša od ciljne razine od 2 %. To je posljedica odgođenih učinaka visokih cijena energije na komponente inflacije bez energije, nedavne deprecijacije eura, snažnih tržišta rada te određenih učinaka naknada za inflaciju na plaće, za koje se očekuje

da će rasti po stopama koje su znatno veće od povijesnih prosjeka. U odnosu na projekcije stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2022. ukupna inflacija revidirana je znatno više za 2022. (za 1,3 postotna boda) i 2023. (2,0 postotnih bodova) te neznatno više za 2024. (0,2 postotna boda) zbog iznenađujućih novih vrijednosti određenih podataka, dramatičnih povećanja pretpostavki o veleprodajnim cijenama plina i električne energije, snažnijeg rasta plaća i nedavne deprecijacije eura. Ti učinci uvelike nadmašuju negativan učinak nedavnog pada cijena prehrambenih sirovina, problema uskih grla u opskrbnim lancima koji su manji od prethodno pretpostavljenih i slabijih izgleda za rast.

Procjena rizika

U uvjetima usporavanja rasta globalnoga gospodarstva rizici za rast prije svega su negativni, osobito u kratkoročnom razdoblju. Kao što se vidi u nepovoljnom scenariju u projekcijama stručnjaka ESB-a, dugotrajni rat u Ukrajini i dalje je znatan rizik za rast, osobito ako se uvede racioniranje opskrbe energijom za poduzeća i kućanstva. U takvoj situaciji pouzdanje bi se moglo dodatno smanjiti, a ograničenja na strani ponude povećati. Istodobno bi troškovi energije i hrane mogli dulje ostati veći od očekivanih. Daljnje pogoršanje globalnih gospodarskih izgleda moglo bi dodatno nepovoljno utjecati na inozemnu potražnju europodručja.

Rizici za inflacijske izgleda prije svega su pozitivni. Kao i za rast, daljnji poremećaji opskrbe energijom glavni su rizik u kratkoročnom razdoblju. U srednjoročnom razdoblju inflacija bi mogla biti viša od očekivane zbog dugotrajnog pogoršanja proizvodnih kapaciteta gospodarstva europodručja, daljnjeg rasta cijena energije i hrane, inflacijskih očekivanja koja premašuju ciljnu razinu Upravnog vijeća i rasta plaća većeg od predviđenoga. No, ako se troškovi energije smanje ili potražnja u srednjoročnom razdoblju oslabi, to će smanjiti pritiske na cijene.

Financijski i monetarni uvjeti

Tržišne kamatne stope porasle su u očekivanju daljnje normalizacije monetarne politike kao odgovora na inflacijske izgleda. Krediti poduzećima posljednjih su mjeseci poskupjeli, a kamatne stope banaka na kredite kućanstvima na najvišim su razinama u posljednjih više od pet godina. Kada je riječ o obujmu kredita, bankovno kreditiranje poduzeća i dalje je snažno, što je među ostalim posljedica potrebe financiranja velikih troškova proizvodnje i stvaranja zaliha. Kretanja hipotekarnih kredita kućanstvima umjerenija su zbog sve oštrijih standarda odobravanja kredita, sve većih troškova zaduživanja i sve manjeg pouzdanja potrošača.

Odluke o monetarnoj politici

Na osnovi svoje trenutačne procjene Upravno vijeće odlučilo je povećati tri ključne kamatne stope ESB-a za 75 baznih bodova. U skladu s tim kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja iznosi 1,25 %, kamatna stopa na stalno raspoloživu

mogućnost granične posudbe od središnje banke 1,50 %, a kamatna stopa na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke 0,75 %. Povećanja su stupila na snagu 14. rujna 2022. Tim velikim korakom pospješuje se prijelaz s vrlo akomodativne razine ključnih kamatnih stopa na razine kojima će se potaknuti što skoriji povratak inflacije na srednjoročni cilj Upravnog vijeća od 2 %. Inflacija je i dalje pretjerano visoka i vjerojatno će dulje razdoblje ostati viša od ciljne razine. Upravno vijeće zbog toga je donijelo ove odluke i očekuje da će nastaviti povećavati kamatne stope. Odluke o ključnim kamatnim stopama i dalje će donositi na osnovi podataka i na svakom sastanku.

Budući da je kamatna stopa na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke sada veća od nule, nema više potrebe za sustavom dviju naknada za pričuve radi remuneracije viška pričuva. Stoga je Upravno vijeće na sastanku 8. rujna 2022. ukinulo sustav dviju naknada za pričuve određivši da je vrijednost multiplikatora nula.

Upravno vijeće namjerava i dalje 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 uvjeta obilne likvidnosti i primjerene monetarne politike. Kada je riječ o PEPP-u, Upravno vijeće namjerava reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu tog programa najmanje do kraja 2024. Budućim postupnim zatvaranjem portfelja PEPP-a neizostavno će se upravljati tako da se izbjegne nepovoljan utjecaj na primjerenu monetarnu politiku. Dospjeli iznosi u portfelju PEPP-a reinvestiraju se fleksibilno radi smanjenja rizika za transmisijski mehanizam monetarne politike povezanih s pandemijom.

Upravno vijeće nastavit će pratiti uvjete financiranja za banke i pobrinut će se da dospjele operacije u sklopu treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO III) ne ugrožavaju neometanu transmisiju njegove monetarne politike. Osim toga, redovito će ocjenjivati doprinos ciljanih operacija kreditiranja stajalištu monetarne politike.

Kako bi se očuvala učinkovitost transmisije monetarne politike i očuvalo uredno funkcioniranje tržišta, Upravno vijeće odlučilo je 8. rujna 2022. privremeno dokinuti kamatnu stopu od 0 %, koja je gornja granica za remuneraciju državnih depozita. Umjesto toga, za gornju će se granicu, i u uvjetima pozitivne kamatne stope na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke, privremeno rabiti kamatna stopa Eurosustava na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke ili eurska kratkoročna kamatna stopa (€STR), ovisno o tome što je niže. Mjera bi trebala ostati na snazi do 30. travnja 2023. Tom će se promjenom spriječiti nagli odljev depozita na tržište, u vrijeme kada neki segmenti tržišta repo ugovora u europodručju pokazuju znakove nedostatka kolaterala, i omogućiti dubinska procjena načina na koji se tržišta novca prilagođavaju povratku na pozitivne kamatne stope.

Upravno vijeće spremno je, u okviru svojih ovlasti, prilagoditi sve svoje instrumente kako bi se inflacija ustalila na ciljnoj razini od 2 % u srednjoročnom razdoblju.

Upravnom je vijeću na raspolaganju instrument zaštite transmisije, kojim može odgovoriti na neopravdanu, neurednu tržišnu dinamiku koja ozbiljno ugrožava transmisiju monetarne politike u svim državama europodručja, što će mu omogućiti učinkovitije ispunjavanje zadaće održavanja stabilnosti cijena.

© **Europska središnja banka, 2022.**

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 7. rujna 2022.

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

PDF ISSN 2363-3603, QB-BQ-22-003-HR-N