



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA
EUROSUSTAV

Ekonomski bilten

Broj 8/2021.



Gospodarska, financijska i monetarna kretanja

Pregled

Gospodarska aktivnost

Nastavlja se oporavak globalnoga gospodarstva, premda dugotrajna uska grla na strani ponude, porast cijena sirovina i širenje omikron-soja koronavirusa i nadalje nepovoljno utječu na izgleda za rast u kratkoročnom razdoblju.

Najnovije ankete o gospodarskoj aktivnosti upućuju na to da je zamah rasta ostao slab na početku četvrtog tromjesečja, posebice u sektoru prerađivačke industrije, zbog spomenutih uskih grla na strani ponude, dok je ponovno otvaranje velikih gospodarstava pozitivno utjecalo na uslužni sektor. U usporedbi s prethodnim projekcijama, izgledi za rast globalnoga gospodarstva prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2021. revidirani su naniže za 2021., ostali su nepromijenjeni za 2022. i revidirani su naviše za 2023. Procjenjuje se da će globalni realni BDP (bez europodručja) porasti za 6,0 % u 2021., a potom bi se rast trebao usporiti na 4,5 % u 2022., 3,9 % u 2023. i 3,7 % u 2024. Predviđa se da će se inozemna potražnja europodručja povećati za 8,9 % u 2021., 4,0 % u 2022., 4,3 % u 2023. i 3,9 % u 2024. Međutim, u odnosu na prethodne projekcije, inozemna potražnja revidirana je naniže za 2021. i 2022. To odražava nepovoljan učinak kontinuirano uskih grla na strani ponude na globalni uvoz. Očekuje se da će se uska grla na strani ponude početi ublažavati u drugom tromjesečju 2022. i da će u potpunosti nestati do 2023. Izvozne cijene konkurenata europodručja revidirane su naviše za 2021. i 2022. u uvjetima istodobnog porasta cijena sirovina, uskih grla na strani ponude i oporavka potražnje. Budući tijek pandemije i nadalje je ključan rizik koji utječe na osnovne projekcije globalnoga gospodarstva. Ostali rizici za izgleda negativni su za rast, dok je ravnoteža rizika za globalnu inflaciju neizvjesnija.

Nastavlja se oporavak gospodarstva europodručja. Rast se smanjuje, ali se tijekom ove godine ponovo očekuje snažan porast aktivnosti. Predviđa se nastavak gospodarskog oporavka zbog snažne domaće potražnje. Uvjeti na tržištu rada poboljšavaju se, više je zaposlenih i manje je zaposlenika obuhvaćenih programima očuvanja radnih mjesta, što upućuje na budući rast dohotka kućanstava i potrošnje. Potrošnju će poduprijeti i štednja nastala tijekom pandemije. Gospodarska aktivnost oslabjela je tijekom posljednjeg tromjesečja prošle godine, a sporiji će se rast vjerojatno nastaviti i u prvom dijelu ove godine. Očekujemo da će proizvodnja u prvom tromjesečju 2022. nadmašiti razinu zabilježenu prije pandemije. Kako bi se nosile s trenutačnim pandemijskim valom, neke su države europodručja ponovo uvele strože mjere za sprječavanje širenja zaraze. To bi moglo odgoditi oporavak, posebice u sektorima putovanja, turizma, ugostiteljstva i zabave. Pandemija nepovoljno utječe na pouzdanje potrošača i poduzeća, dok širenje novih sojeva koronavirusa povećava neizvjesnost. Osim toga, sve veće cijene energije

nepovoljno utječu na potrošnju. Manjkovi opreme, materijala i radne snage u nekim sektorima koče industrijsku proizvodnju, izazivaju kašnjenja u građevinskom sektoru i usporavaju oporavak u nekim dijelovima uslužnog sektora. Premda će ta uska grla potrajati, taj bi se problem trebao smanjiti tijekom 2022.

Iako je kriza prouzročena koronavirusom nastavila snažno nepovoljno utjecati na javne financije u 2021., makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava iz prosinca pokazuju da se fiskalni saldo već oporavlja. Nakon što je dosegnuo najvišu razinu od 7,2 % BDP-a u 2020., procjenjuje se da je udio manjka pao na 5,9 % u 2021., a predviđa se da će se dodatno smanjiti na 3,2 % u 2022. i stabilizirati se na malo manje od 2 % do kraja prognoziranog razdoblja u 2024. Ta su poboljšanja posljedica kombinacije viših ciklički prilagođenih primarnih salda i, posebice od 2022., znatno većeg doprinosa gospodarskoga ciklusa. U smislu fiskalne politike europodručja, nakon snažne ekspanzije u 2020., uslijedilo je samo neznatno pooštavanje u 2021. nakon što se u obzir uzme prilagodba za bespovratna sredstva u sklopu programa »Next Generation EU«. Predviđa se da će pooštavanje politike u 2022. biti snažno, premda puno manje nego što je prethodno predviđeno, ponajprije zahvaljujući ukidanju znatnog dijela hitne potpore zbog pandemije. Predviđeno je da će se pooštavanje nastaviti do kraja projekcijskog razdoblja, ali u znatno manjoj mjeri, jer će se velika potpora gospodarstvu nastaviti i u sljedećim godinama. Monetarnu politiku i nadalje bi trebale dopunjavati ciljane fiskalne mjere kojima se potiče rast. Takva će potpora pridonijeti i prilagodbi gospodarstva strukturnim promjenama koje su u tijeku. Djelotvorna provedba programa »Next Generation EU« i paketa »Fit for 55« pridonijet će snažnijem, zelenijem i ujednačenijem oporavku u državama europodručja.

Očekuje se da će se rast snažno povećati tijekom 2022. Makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca predviđa se godišnja stopa rasta realnog BDP-a od 5,1 % u 2021., 4,2 % u 2022., 2,9 % u 2023. i 1,6 % u 2024. U odnosu na rujanske projekcije stručnjaka izgledi su revidirani naniže za 2022. i naviše za 2023.

Inflacija

U studenome je inflacija porasla na 4,9 %. Ostatak će na razinama višima od 2 % tijekom većeg dijela 2022. Očekuje se da će inflacija ostati visoka u kratkoročnom razdoblju, ali će se smanjiti tijekom ove godine. Porast inflacije uglavnom je prouzročio snažan rast cijena goriva, plina i električne energije. U studenome se više od polovine ukupne inflacije odnosilo na inflaciju cijena energije. Osim toga, u nekim sektorima potražnja i nadalje nadmašuje ograničenu ponudu. Posljedice su posebno vidljive u cijenama trajnih proizvoda i usluga za potrošače u sektorima koji su nedavno ponovo otvoreni. Bazni učinci povezani s ukidanjem smanjenja stope PDV-a u Njemačkoj i nadalje pridonose višoj inflaciji, ali samo do kraja 2021. Neizvjesno je koliko će potrajati rješavanje svih tih problema. No, u 2022. očekuju se stabilizacija cijena energije, normalizacija obrazaca potrošnje i slabljenje cjenovnih pritisaka izazvanih globalnim uskim grlima na strani ponude. S vremenom bi postupni oporavak iskorištenosti kapaciteta u gospodarstvu i daljnje poboljšavanje

uvjeta na tržištu rada trebali pridonijeti bržem rastu plaća. Tržišni pokazatelji dugoročnijih inflacijskih očekivanja i mjere tih očekivanja koje se zasnivaju na anketama ostali su uglavnom stabilni u razdoblju od sastanka o monetarnoj politici održanog u listopadu. No, općenito gledajući, posljednjih mjeseci približili su se razini od 2 %. Ti će činitelji pridonijeti rastu temeljne inflacije i podizanju stope ukupne inflacije na ESB-ovu ciljnu razinu od 2 % u srednjoročnom razdoblju.

U makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2021. predviđa se godišnja stopa inflacije od 2,6 % u 2021., 3,2 % u 2022., 1,8 % u 2023. i 1,8 % u 2024., što je znatno više nego što je bilo predviđeno u prethodnim, rujanskim projekcijama. Predviđa se da će inflacija bez hrane i energije prosječno iznositi 1,4 % u 2021., 1,9 % u 2022., 1,7 % u 2023. i 1,8 % u 2024., što je također više nego što je bilo predviđeno u rujanskim projekcijama.

Procjena rizika

Upravno vijeće smatra da su rizici za gospodarske izgledе uglavnom uravnoteženi. Gospodarska aktivnost mogla bi nadmašiti očekivanja ESB-a ako poraste pouzdanje potrošača i oni budu manje štedjeli nego što se to sada očekuje. Nasuprot tome, razbuktavanje pandemije u posljednje vrijeme i širenje novih sojeva koronavirusa mogli bi dulje nepovoljno utjecati na rast. Buduća kretanja cijena energije i brzina rješavanja uskih grla na strani ponude rizici su za oporavak i inflacijske izgledе. Budu li cjenovni pritisci doveli do rasta plaća koji je veći od predviđenoga ili se iskorištenost kapaciteta u gospodarstvu brže oporavi, inflacija bi mogla biti viša.

Financijski i monetarni uvjeti

Tržišne kamatne stope ostale su uglavnom stabilne u razdoblju od sastanka Upravnog vijeća u listopadu. U promatranom razdoblju (od 9. rujna do 15. prosinca 2021.) financijska tržišta europodručja bila su ponajprije pod utjecajem promjena inflacijskih izgleda i obnovljene neizvjesnosti glede daljnjih gospodarskih posljedica povezanih s koronavirusom. Vijesti o novom soju virusa, omikronu, izazvale su kolebljivost, ali se njihov snažan negativan početni učinak, posebice na rizičnu imovinu, djelomice preokrenuo pred kraj promatranog razdoblja.

Kreiranje novca u europodručju malo je poraslo u listopadu 2021., odražavajući povećanu neizvjesnost povezanu s pandemijom koronavirusa i mjere potpore politike. Kupnje vrijednosnih papira Eurosustava ostale su glavni izvor kreiranja novca. Kamatne stope banaka na kredite poduzećima i kućanstvima i nadalje su na povijesno niskim razinama. Općenito govoreći, uvjeti financiranja u gospodarstvu i nadalje su povoljni. Kreditiranje poduzeća djelomično proizlazi iz potreba za kratkoročnim financiranjem sve većih troškova za zalihe i obrtni kapital zbog uskih grla na strani ponude. Istodobno je potražnja poduzeća za kreditima i nadalje umjerena zbog zadržane dobiti i obilnih gotovinskih sredstava te velike zaduženosti. Kreditiranje kućanstava i nadalje je snažno zbog potražnje za

hipotekarnim kreditima. Banke europodručja dodatno su ojačale svoje bilance zahvaljujući višim stopama kapitala i manjem broju neprihodonosnih kredita. Profitabilnost banaka na jednakim je razinama kao prije pandemije. Uvjeti financiranja za banke i nadalje su uglavnom povoljni.

U skladu s novom strategijom monetarne politike, Upravno vijeće dvaput će godišnje temeljito procjenjivati uzajamno djelovanje monetarne politike i financijske stabilnosti. Akomodativna monetarna politika podupire rast, koji je dobar za bilance poduzeća i financijskih institucija, te otklanja rizike fragmentacije tržišta. Istodobno treba pomno pratiti utjecaj akomodativne monetarne politike na tržišta nekretnina i financijska tržišta jer su se povećale određene srednjoročne ranjivosti. Međutim, makrobonitetna politika i nadalje je prva linija obrane u očuvanju financijske stabilnosti i odgovoru na srednjoročne ranjivosti.

Odluke o monetarnoj politici

Na sastanku o monetarnoj politici u prosincu Upravno vijeće ocijenilo je da napredak u gospodarskom oporavku i približavanju ESB-ovu srednjoročnom inflacijskom cilju omogućuje postupno slabljenje dinamike kupnje vrijednosnih papira u sljedećim tromjesečjima. No i nadalje je potrebna monetarna akomodacija kako bi se inflacija ustalila na ESB-ovoj ciljnoj razini od 2 % u srednjoročnom razdoblju. S obzirom na trenutačnu neizvjesnost, u provedbi monetarne politike Upravno vijeće mora zadržati prilagodljivost i otvorenost za različite opcije. Upravno vijeće je, s obzirom na to, donijelo sljedeće odluke.

Prvo, Upravno vijeće očekuje da će u prvom tromjesečju 2022. provoditi neto kupnje vrijednosnih papira u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije (PEPP) slabijom dinamikom nego u prethodnom tromjesečju. Neto kupnje vrijednosnih papira u sklopu PEPP-a obustavit će se na kraju ožujka 2022.

Drugo, Upravno vijeće odlučilo je produljiti razdoblje reinvestiranja glavnica u sklopu PEPP-a. Namjerava reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu PEPP-a najmanje do kraja 2024. U svakom slučaju, budućim postupnim zatvaranjem portfelja PEPP-a upravljat će se tako da se izbjegne njegov nepovoljan utjecaj na primjerenu monetarnu politiku.

Treće, u pandemiji se pokazalo da je, u stresnim uvjetima, prilagodljivost u oblikovanju i provedbi kupnji vrijednosnih papira pridonijela jačanju oslabiljene transmisije monetarne politike ESB-a i učinkovitosti nastojanja Upravnog vijeća da ostvari svoj cilj. U sklopu ovlasti ESB-a, u stresnim uvjetima, prilagodljivost će biti obilježje monetarne politike kad god prijetnje transmisiji monetarne politike ugroze cjenovnu stabilnost. Posebice, dođe li ponovo do fragmentacije tržišta povezane s pandemijom, reinvestiranje u sklopu PEPP-a može se u svakom trenutku prilagoditi s obzirom na vrijeme, kategorije imovine i jurisdikcije. To bi moglo uključivati kupnju obveznica koje je izdala Helenska Republika nevezano uz obnavljanja ili otkupe kako bi se izbjegli poremećaji kupnji u toj jurisdikciji, koji bi mogli poremetiti transmisiju monetarne politike u grčkom gospodarstvu dok se ono još oporavlja od

pandemije. Neto kupnje u sklopu PEPP-a mogu također ponovo početi, ako to bude potrebno, kako bi se suzbili negativni šokovi povezani s pandemijom.

Četvrto, u skladu s postupnim smanjivanjem kupnji vrijednosnih papira i kako bi stajalište monetarne politike i nadalje bilo u skladu sa stabiliziranjem inflacije na ESB-ovoj ciljnoj razini od 2 % u srednjoročnom razdoblju, Upravno vijeće odlučilo se za mjesečnu dinamiku neto kupnji u iznosu od 40 mlrd. EUR u drugom tromjesečju i 30 mlrd. EUR u trećem tromjesečju u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (APP). Od listopada 2022. nadalje neto kupnje vrijednosnih papira u sklopu APP-a provodit će se mjesečnom dinamikom od 20 mlrd. EUR onoliko dugo koliko to bude potrebno za jačanje akomodativnog utjecaja ključnih kamatnih stopa. Upravno vijeće očekuje da će neto kupnje prestati malo prije nego što one počne povećavati ključne kamatne stope ESB-a.

Upravno vijeće također je potvrdilo svoje druge mjere za podupiranje ESB-ove zadaće održavanja stabilnosti cijena: razinu ključnih kamatnih stopa ESB-a i smjernice buduće monetarne politike povezane s budućim kretanjem ključnih kamatnih stopa. To je ključno za održavanje odgovarajuće razine akomodacije koja je potrebna za stabiliziranje inflacije na ESB-ovoj ciljnoj razini od 2 % u srednjoročnom razdoblju.

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. Kao što je najavljeno, Upravno vijeće očekuje da se posebni uvjeti u sklopu operacija TLTRO III neće primjenjivati poslije lipnja ove godine. Ocijenit će i primjerenu kalibraciju sustava dviju naknada za pričuve kako politika negativne kamatne stope ne bi ograničila sposobnost banaka u financijskom posredovanju u uvjetima obilnog viška likvidnosti.

Upravno vijeće spremno je po potrebi i u bilo kojem smjeru prilagoditi sve svoje instrumente kako bi se inflacija ustalila na ESB-ovoj ciljnoj razini od 2 % u srednjoročnom razdoblju.

© **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 15. prosinca 2021.

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

PDF ISSN 2363-3603, QB-BQ-21-012-HR-N