



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA
EUROSUSTAV

Ekonomski bilten

Broj 2/2021.



Gospodarska i monetarna kretanja

Pregled

Premda se očekuje da će se ukupna gospodarska situacija poboljšavati tijekom 2021., kratkoročni gospodarski izgledi i nadalje su obilježeni neizvjesnošću, i to posebice u vezi s tijekom pandemije koronavirusa i brzinom provedbe cijepljenja. Globalnu gospodarsku aktivnost i gospodarsku aktivnost u europodručju podupiru povećanje globalne potražnje i dodatne fiskalne mjere. No postojano visoke stope zaraze koronavirusom, širenje novih sojeva virusa te povezano produljenje i pooštavanje mjera za sprječavanje širenja zaraze nepovoljno utječu na gospodarsku aktivnost u europodručju u kratkoročnom razdoblju. Očekivanja o snažnom jačanju gospodarske aktivnosti tijekom 2021. zasnivaju se na daljnjoj provedbi cijepljenja zajedno s predviđenim postupnim popuštanjem mjera za sprječavanje širenja zaraze. Inflacija je proteklih mjeseci porasla, i to uglavnom zbog određenih prolaznih činitelja i povećanja inflacije cijena energije. Istodobno su temeljni cjenovni pritisci i nadalje prigušeni u uvjetima slabe potražnje i znatne neiskorištenosti kapaciteta na tržištima rada i proizvoda. Premda se u najnovijim projekcijama stručnjaka ESB-a predviđa postupan rast temeljnih inflacijskih pritisaka, srednjoročni inflacijski izgledi i nadalje su uglavnom nepromijenjeni u odnosu na projekcije stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2020. i na nižim su razinama od ciljane razine stope inflacije Upravnog vijeća.

U takvim je okolnostima i nadalje nužno očuvati povoljne uvjete financiranja tijekom pandemije. Upravno vijeće procjenjuje uvjete financiranja promatrajući holistički i raznolik skup pokazatelja, kojima je obuhvaćen cijeli lanac prijenosa monetarne politike, od nerizičnih kamatnih stopa i prinosa na državne obveznice do prinosa na korporativne obveznice i bankovnih uvjeta kreditiranja. Tržišne kamatne stope porasle su od početka godine, što je rizik za šire uvjete financiranja. Banke se u određivanju uvjeta kreditiranja ponajprije služe nerizičnim kamatnim stopama i prinosima na državne obveznice. Znatno i postojan rast tih tržišnih kamatnih stopa bez pravodobne intervencije mogao bi prouzročiti prerano pooštavanje uvjeta financiranja za sve sektore gospodarstva. To nije poželjno u razdoblju u kojemu je očuvanje povoljnih uvjeta financiranja i nadalje potrebno kako bi se smanjila neizvjesnost i kako bi se potaknulo povjerenje te tako poduprla gospodarska aktivnost i zaštitila cjenovna stabilnost u srednjoročnom razdoblju. U tim okolnostima i na osnovi procjene kojom su bili obuhvaćeni uvjeti financiranja i inflacijski izgledi, Upravno vijeće očekuje da će se kupnje u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije (PEPP) u sljedećem tromjesečju provoditi znatno snažnijom dinamikom nego tijekom prvih mjeseci ove godine.

Procjena gospodarskoga i monetarnog stanja u vrijeme održavanja sastanka Upravnog vijeća 11. ožujka 2021.

Globalno gospodarstvo oporavilo se od recesije izazvane pandemijom koronavirusa brže nego što se očekivalo u makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2020. U međuvremenu, nepovoljni činitelji koji djeluju na rast ojačali su kad se pandemija pogoršala na prijelazu iz 2020. u 2021. Ponovni porast broja novozaraženih nagnao je vlade da ponovo uvedu stroge mjere blokade, posebice u razvijenim zemljama. Nepovoljan učinak tih mjera na globalni rast već je vidljiv u najnovijim podacima. Pandemija je i nadalje ključan činitelj koji oblikuje gospodarska kretanja u nadolazećem razdoblju. Provedba cijepljenja postupno dobiva zamah, iako različitom brzinom po zemljama. Ipak, stupanj imunizacije još je prenizak da bi se mjere za sprječavanje širenja zaraze mogle ukinuti. Paket fiskalnih poticaja odobren u Sjedinjenim Američkim Državama u prosincu 2020. i trgovinski sporazum između EU-a i Ujedinjene Kraljevine podupiru ovogodišnje izglede za vanjsko okružje europodručja. Projekcijama se predviđa da će rast globalnog BDP-a (bez europodručja) iznositi 6,5 % u 2021. i da će se usporiti na 3,9 % u 2022. i 3,7 % u 2023. To je u skladu s procijenjenim smanjenjem globalnog BDP-a u 2020. od 2,4 %. Revizije navise inozemne potražnje europodručja mogu se pripisati trgovinskom sporazumu između EU-a i Ujedinjene Kraljevine i snažnijem projiciranom oporavku u razvijenim zemljama. Inozemna će potražnja prema projekcijama porasti za 8,3 % ove godine i za 4,4 % odnosno 3,2 % u 2022. i 2023., što upućuje na reviziju navise od 1,7 postotnih bodova u 2021. i 0,3 postotna boda u 2022. Rizici za osnovne projekcije globalnog rasta povoljni su, pri čemu dodatan fiskalni poticaj koji planira predsjednik Biden stvara ključan pozitivan rizik. Simulacije modela upućuju na to da će taj poticaj povisiti razinu realnog BDP-a u Sjedinjenim Američkim Državama za 2-3 % i dovesti do toga da gospodarstvo premaši svoj potencijal, premda će učinak na inflaciju vjerojatno biti umjeren.

Financijski uvjeti u europodručju donekle su se pooštrili nakon sastanka Upravnog vijeća u prosincu 2020. u okružju pozitivnog raspoloženja prema riziku. Termenska krivulja prosječne eurske prekonoćne kamatne stope (EONIA) skrenula je prema gore i postala strmija u promatranom razdoblju (od 10. prosinca 2020. do 10. ožujka 2021.). Termenska krivulja trenutačno ne upućuje na očekivanja glede smanjenja kamatne stope u vrlo kratkom razdoblju. Razlike prinosa na dugoročne državne obveznice europodručja ostale su stabilne, a povećanje prinosa bilo je potaknuto porastom nerizičnih kamatnih stopa, na što je povoljno djelovalo stabilno raspoloženje prema riziku poduprto monetarnim i fiskalnim poticajima. U skladu s tim povećala se cijena rizične imovine. Nominalni efektivni tečaj eura na deviznim tržištima blago je oslabio.

Nakon snažnog povećanja rasta u trećem tromjesečju 2020. realni BDP europodručja u četvrtom se tromjesečju smanjio za 0,7 %. Promatrajući godinu u cjelini, procjenjuje se da se realni BDP smanjio za 6,6 % u 2020., pri čemu je razina gospodarske aktivnosti u četvrtom tromjesečju te godine bila za 4,9 % niža od razine zabilježene prije pandemije na kraju 2019. Novi ekonomski podatci, rezultati anketa i visokofrekventni pokazatelji upućuju na zaključak da je gospodarstvo u prvom

tromjesečju 2021. i nadalje slabo zbog nastavka pandemije i povezanih mjera za sprječavanje širenja zaraze. Stoga će se u prvom tromjesečju ove godine realni BDP vjerojatno ponovo smanjiti. Gospodarska kretanja u različitim državama i sektorima ni nadalje nisu ujednačena, pri čemu ograničenja međuljudskih kontakata i kretanja nepovoljnije utječu na uslužni nego na industrijski sektor, koji se brže oporavlja. Premda se kućanstva i poduzeća podupiru fiskalnim mjerama, potrošači su i nadalje oprezni s obzirom na pandemiju i njezin utjecaj na zaposlenost i prihode. Osim toga, slabije bilance poduzeća i povećana neizvjesnost povezana s gospodarskim izgledima i nadalje nepovoljno utječu na poslovna ulaganja.

Ako se isključi mogućnost daljnjih nepovoljnih kretanja povezanih s pandemijom, očekivanja o snažnom jačanju gospodarske aktivnosti tijekom 2021. zasnivaju se na daljnjoj provedbi cijepljenja zajedno s postupnim popuštanjem mjera za sprječavanje širenja zaraze. 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.

Riječ je o procjeni koju u glavnim crtama potvrđuje osnovni scenarij makroekonomskih projekcija stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2021. Tim se projekcijama predviđa godišnja stopa rasta realnog BDP-a od 4,0 % u 2021., 4,1 % u 2022. i 2,1 % u 2023. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2020., izgledi za gospodarsku aktivnost uglavnom su nepromijenjeni.

Općenito govoreći, rizici povezani s budućim gospodarskim rastom u europodručju u srednjoročnom razdoblju postali su uravnoteženiji, premda u kratkoročnom razdoblju i nadalje postoje negativni rizici. S jedne strane, bolji izgledi za globalnu potražnju, poduprti znatnim fiskalnim poticajem, i napredak u provedbi cijepljenja djeluju ohrabrujuće. S druge strane, nastavak pandemije, uključujući širenje novih sojeva virusa, i njegove posljedice na gospodarske i financijske uvjete i nadalje su izvori negativnog rizika.

Godišnja inflacija u europodručju naglo je porasla s –0,3 % u prosincu 2020. na 0,9 % u siječnju i veljači 2021. Porast ukupne inflacije posljedica je više idiosinkrastičkih činitelja, među kojima su ukidanje privremenog smanjenja stope PDV-a u Njemačkoj, odgođeno razdoblje rasprodaja u nekim državama europodručja, učinak neuobičajeno snažnih promjena pondera u harmoniziranom indeksu potrošačkih cijena (HIPC) za 2021. i veća inflacija cijena energije. Sudeći po sadašnjim cijenama naftnih ročnica, ukupna inflacija vjerojatno će rasti u sljedećim mjesecima, no očekuje se da će tijekom godine biti donekle kolebljiva zbog promjenjive dinamike činitelja koji trenutačno djeluju na povećanje inflacije. Može se očekivati da će ti činitelji početkom sljedeće godine postupno prestati utjecati na godišnje stope inflacije. Očekuje se da će temeljni cjenovni pritisci ove godine malo porasti zbog trenutačnih ograničenja na strani ponude i oporavka domaće potražnje. No pritisci će uglavnom vjerojatno ostati slabi, među ostalim, zbog slabih pritisaka na plaće i prethodne aprecijacije eura. Nakon što utjecaj pandemije oslabi, smanjivanje visoke razine neiskorištenosti gospodarskih kapaciteta, potpomognuto prilagodljivom fiskalnom i monetarnom politikom, pridonijet će postupnom rastu inflacije u

srednjoročnom razdoblju. Mjere dugoročnijih inflacijskih očekivanja koje se zasnivaju na anketama i tržišni pokazatelji tih očekivanja i nadalje su na niskim razinama premda su tržišni pokazatelji nastavili postupno rasti.

Tu procjenu u glavnim crtama potvrđuje osnovni scenarij makroekonomskih projekcija stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2021., u kojemu se predviđa godišnja stopa inflacije od 1,5 % u 2021., 1,2 % u 2022. i 1,4 % u 2023.

U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2020. izgledi za inflaciju za 2021. i 2022. revidirani su naviše, uglavnom zbog privremenih činitelja i veće inflacije cijena energije, a za 2023. ostali su nepromijenjeni. Očekuje se da će inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda iznositi 1,0 % u 2021., 1,1 % u 2022., a potom porasti na 1,3 % u 2023.

Monetarna dinamika u europodručju i nadalje je odražavala utjecaj pandemije koronavirusa. Rast najširega monetarnog agregata (M3) povećao se s 11,0 % u studenome i 12,4 % u prosincu 2020. na 12,5 % u siječnju 2021. Njegov snažan rast i nadalje podupiru kontinuirane kupnje vrijednosnih papira koje provodi Eurosustav, koje su ostale 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. Kretanja kredita privatnom sektoru obilježilo je malo slabije kreditiranje nefinancijskih društava i otporno kreditiranje kućanstava. Mjesečni tok kreditiranja nefinancijskih društava nastavio se smanjivati, što je trend koji je počeo krajem ljeta. Istodobno je godišnja stopa rasta kredita nefinancijskim društvima bila uglavnom nepromijenjena u odnosu na 7,1 % u prosincu i iznosila je 7,0 %, što je još odražavalo vrlo snažan rast kreditiranja u prvoj polovini godine. Godišnja stopa rasta kredita kućanstvima i nadalje je bila uglavnom stabilna u odnosu na stopu od 3,1 % u prosincu i u siječnju je iznosila 3,0 % zbog stabilnoga pozitivnoga mjesečnog toka. Općenito gledajući, mjere monetarne politike Upravnog vijeća, zajedno s mjerama koje su donijele nacionalne vlade i druge europske institucije, i nadalje su od ključne važnosti za podupiranje uvjeta bankovnoga kreditiranja i olakšavanje pristupa financiranju, osobito za one koji su najviše pogođeni pandemijom.

Zbog vrlo snažnog pada gospodarske aktivnosti tijekom pandemije koronavirusa i dosad nezabilježene snažne fiskalne reakcije procjenjuje se da je manjak u proračunu opće države u europodručju porastao na 7,2 % BDP-a u 2020., u usporedbi s 0,6 %, koliko je iznosio u 2019. Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz ožujka 2021. udio manjka smanjit će se na 6,1 % BDP-a u 2021. odnosno na 2,4 % na kraju projekcijskog razdoblja u 2023. Iako će se zbog ovih kretanja omjer duga opće države i BDP-a u europodručju povećati na 95 % u 2023., što je oko 11 postotnih bodova više nego prije krize, valja zamijetiti da će nepovoljan učinak na fiskalnu poziciju vjerojatno biti malo slabiji nego što se općenito očekivalo u početnoj fazi pandemije. Ipak, ambiciozna i usklađena fiskalna politika i nadalje će biti ključna. Stoga je, zbog slabe potražnje poduzeća i kućanstava povezane s nastavkom pandemije i mjera za sprječavanje širenja zaraze, i nadalje potrebna potpora nacionalnih fiskalnih politika. Kao nadopuna tome, instrument »Next Generation EU« imat će ključnu ulogu jer će pridonijeti 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 budu provodile strukturne politike za povećanje produktivnosti.

Odluke o monetarnoj politici

Upravno vijeće 11. ožujka 2021. donijelo je sljedeće mjere kako bi održalo povoljne uvjete financiranja tijekom pandemije za sve sektore gospodarstva radi podupiranja gospodarske aktivnosti i zaštite srednjoročne cjenovne stabilnosti.

1. Upravno vijeće odlučilo je nastaviti provoditi neto kupnje vrijednosnih papira u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije (PEPP) u ukupnom iznosu od 1.850 mlrd. EUR dok Upravno vijeće ne zaključi da je kriza prouzročena koronavirusom prošla, a najmanje do kraja ožujka 2022. Na osnovi procjene kojom su bili obuhvaćeni uvjeti financiranja i inflacijski izgledi Upravno vijeće očekuje da će se kupnje u sklopu PEPP-a u sljedećem tromjesečju provoditi znatno snažnijom dinamikom nego tijekom prvih mjeseci ove godine. Upravno vijeće 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 kupnji vrijednosnih papira 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 bude li potrebno za održavanje povoljnih uvjeta financiranja radi neutraliziranja negativnog šoka za inflacijska kretanja izazvanog pandemijom. Osim toga, Upravno vijeće nastavit će reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu PEPP-a najmanje 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.
2. 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.

3. 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.
4. Naposljetku, Upravno će vijeće i nadalje operacijama refinanciranja osiguravati visoku likvidnost. Posebice, treća serija ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO III) i nadalje je privlačan izvor financiranja za banke, koje se tako podupiru u kreditiranju poduzeća i kućanstava.

Upravno će vijeće nastaviti pratiti tečajna kretanja u svjetlu njihova mogućeg utjecaja na srednjoročne inflacijske izgleda i spremno je 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.

© **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 10. ožujka 2021.

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

PDF ISSN 2363-3603, QB-BQ-21-009-HR-N