

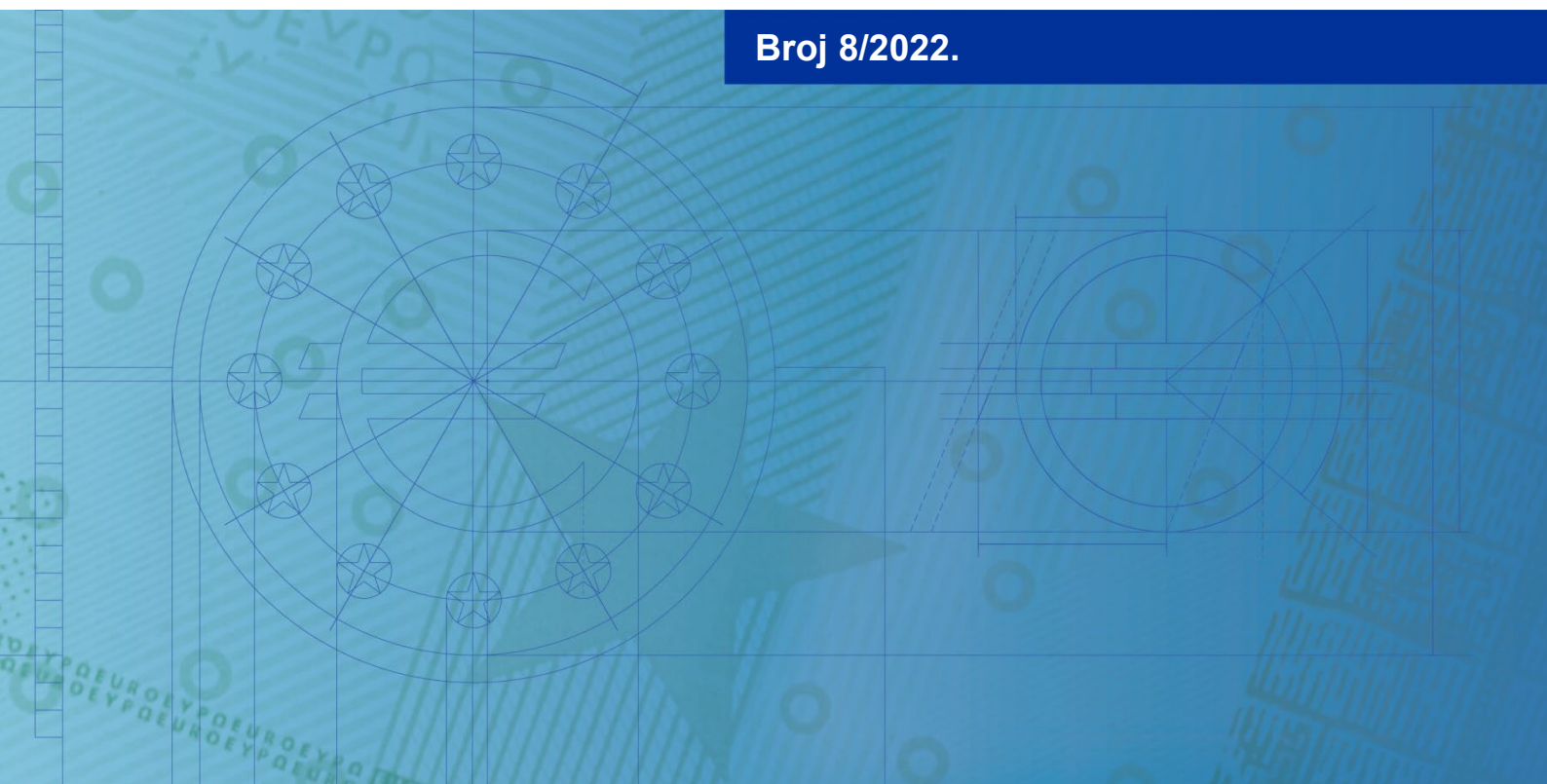


EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

Ekonomski bilten

Broj 8/2022.



Gospodarska, financijska i monetarna kretanja

Pregled

Upravno vijeće odlučilo je 15. prosinca 2022. povećati tri ključne kamatne stope ESB-a za 50 baznih bodova i očekuje, na osnovi znatne revizije inflacijskih izgleda naviše, njihovo daljnje povećavanje. Upravno vijeće ocjenjuje da će se kamatne stope morati još znatno povećavati postojanom dinamikom kako bi dosegnule razine koje su dovoljno restriktivne da se inflacija što prije vrati na srednjoročni cilj od 2 %. Održavanjem kamatnih stopa na restriktivnim razinama s vremenom ćemo smanjiti inflaciju jer će se smanjiti potražnja i rizik trajnog porasta inflacijskih očekivanja. Odluke o ključnim kamatnim stopama Upravno vijeće i dalje će donositi na osnovi podataka i na svakom sastanku.

Ključne kamatne stope ESB-a glavni su alat Upravnog vijeća za stajalište monetarne politike. Na sastanku u prosincu Upravno vijeće raspravljalo je i o načelima normalizacije držanja vrijednosnih papira Eurosustava koji se drže za potrebe monetarne politike. Od početka ožujka 2023. portfelj programa kupnje vrijednosnih papira (APP) smanjivat će se umjerenom i predvidljivom dinamikom tako što Eurosustav neće u potpunosti reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira. Riječ je o prosječnim mjesečnim smanjenjima u iznosu od 15 mlrd. EUR do kraja drugog tromjesečja 2023. S vremenom će se utvrditi i dinamika smanjivanja u razdoblju koje slijedi.

Na sastanku u veljači 2023. Upravno vijeće objavit će detaljne parametre smanjivanja držanja u sklopu APP-a. Upravno vijeće redovito će preispitivati dinamiku smanjivanja portfelja APP-a kako bi bila u skladu s općenitom strategijom i stajalištem monetarne politike, kako bi se održalo funkcioniranje tržišta i kako bi se i dalje čvrsto kontrolirali kratkoročni uvjeti na novčanom tržištu. Do kraja 2023. Upravno vijeće preispitat će i naš operativni okvir za usmjeravanje kratkoročnih kamatnih stopa te tako dobiti informacije u vezi s krajnjom točkom normalizacije bilance.

Inflacija je i nadalje pretjerano visoka te se predviđa da će predugo ostati viša od ciljane razine. Zbog toga je Upravno vijeće na sastanku u prosincu 2022. odlučilo povećati kamatne stope i očekuje njihovo daljnje znatno povećavanje. Prema brzom procjeni Eurostata stopa inflacije u studenome bila je 10,0 %, što je malo manje od stope od 10,6 %, koja je zabilježena u listopadu. Do smanjenja je uglavnom došlo zbog niže inflacije cijena energije. Inflacija cijena hrane i temeljni cjenovni pritisci u cijelom gospodarstvu povećali su se i još će se neko vrijeme održati. Zbog iznimne neizvjesnosti stručnjaci Eurosustava revidirali su projekcije inflacije znatno naviše. Sada predviđaju da će prosječna stopa inflacije dosegnuti 8,4 % u 2022. i smanjiti se na 6,3 % u 2023., pri čemu se očekuje da će se inflacija zamjetljivo smanjivati tijekom godine. Prosječna stopa inflacije trebala bi biti 3,4 % u 2024. i

2,3 % u 2025. Kada je riječ o prosječnoj stopi inflacije bez energije i hrane, predviđa se da će iznositi 3,9 % u 2022., porasti na 4,2 % u 2023. te pasti na 2,8 % u 2024. i na 2,4 % u 2025.

Moguća je kontrakcija gospodarstva europodručja u četvrtom tromjesečju 2022. i prvom tromjesečju 2023. zbog energetske krize, velike neizvjesnosti, slabljenja globalne gospodarske aktivnosti i pooštavanja uvjeta financiranja. Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2022., recesija bi bila razmjerno kratka i blaga. Ipak se očekuje da će rast u 2023. biti slab i stoga je znatno revidiran naniže u odnosu na projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2022. Predviđa se da će se nakon kratkoročnog razdoblja rast oporavljati kako utjecaj trenutanih nepovoljnih čimbenika bude slabio. Općenito govoreći, u projekcijama iz prosinca 2022. sada se predviđa stopa gospodarskog rasta od 3,4 % u 2022., 0,5 % u 2023., 1,9 % u 2024. i 1,8 % u 2025.

Gospodarska aktivnost

Izgledi za globalno gospodarstvo pogoršali su se u uvjetima povećane geopolitičke neizvjesnosti, visoke i rastuće inflacije te pooštrenih uvjeta financiranja. Prema projekcijama iz prosinca 2022. rast globalnog realnog BDP-a (bez europodručja) trebao bi se usporiti i iznositi 2,6 % u 2023., što je ispod njegova dugoročnog prosjeka, te bi se trebao postupno povećati na 3,1 % u 2024. i 3,3 % u 2025. Izgledi su slabiji u usporedbi s onima koji su opisani u projekcijama iz rujna 2022. Pogoršali su se i izgledi za globalnu trgovinu i inozemnu potražnju europodručja u odnosu na projekcije iz rujna 2022. Globalni cjenovni pritisci i dalje su rašireni i povišeni zbog još relativno snažne potražnje, oštih uvjeta na tržištu rada i visokih cijena hrane, ali se očekuje da će se 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 globalne cjenovne pritiske.

Gospodarski rast u europodručju usporio se i u trećem tromjesečju ove godine iznosio je 0,3 %. Visoka inflacija i stroži uvjeti financiranja smanjuju realne dohotke kućanstava i povećavaju troškove poduzeća te stoga i dalje nepovoljno utječu na potrošnju i proizvodnju. Usporio se i rast globalne gospodarske aktivnosti u okružju kontinuirane geopolitičke neizvjesnosti, posebno zbog neopravdanog rata koji Rusija vodi protiv Ukrajine i njezinih građana, te strožih uvjeta financiranja u cijelom svijetu. Trgovinski uvjeti, koji su se pogoršali zato što uvozne cijene rastu brže od izvoznih, i dalje nepovoljno utječu na kupovnu moć u europodručju.

Pozitivno je da se stopa zaposlenosti povećala za 0,3 % u trećem tromjesečju, a stopa nezaposlenosti u listopadu pala na iznimno niskih 6,5 %. Rast plaća trebao bi pridonijeti oporavku dijela izgubljene kupovne moći i poduprijeti potrošnju. Međutim, usporedno sa slabljenjem gospodarstva vjerojatno će se usporiti i otvaranje novih radnih mjesta, a nezaposlenost bi u sljedećim tromjesečjima mogla porasti.

Izgledi za europodručje donekle su se pogoršali: rast je slabiji, a inflacija viša i perzistentnija nego što je predviđeno u projekcijama iz rujna 2022. Stručnjaci sada očekuju kratkoročnu i blagu recesiju u europodručju krajem 2022. i početkom 2023.

Posljedice rata u Ukrajini za gospodarstvo pokazuju se i potiču snažne inflacijske pritiske. Istodobno je pouzdanje potrošača i poduzeća i dalje slabo, dok se realni raspoloživi dohodak smanjuje, a povećani troškovni pritisci ograničavaju proizvodnju, posebno u energetske intenzivnim sektorima. Te bi negativne gospodarske posljedice trebale djelomično ublažiti mjere fiskalne politike. Osim toga, visoke razine zaliha prirodnog plina i kontinuirana nastojanja da se smanji potražnja i ruski plin zamijeni alternativnim izvorima upućuju na zaključak da u europodručju u projekcijskom razdoblju ne bi trebalo biti potrebno obvezatno smanjenje proizvodnje povezano s energijom, premda su rizici poremećaja u opskrbi energentima i dalje povećani, posebno tijekom zime na prijelazu iz 2023. u 2024. Očekuje se da će se u srednjoročnom razdoblju, u uvjetima ponovnog uspostavljanja ravnoteže na tržištu energenata, smanjiti neizvjesnost i povećati realni dohodak. Zbog toga se očekuje jačanje gospodarskog rasta, kojemu će pridonijeti i jačanje inozemne potražnje i rješavanje problema preostalih uskih grla u opskrbnim lancima, unatoč nepovoljnijim uvjetima financiranja. Očekuje se da će tržište rada i dalje biti relativno otporno na skorašnju blagu recesiju zbog zadržavanja radne snage u uvjetima koji su još obilježeni znatnim manjkom radne snage. Općenito govoreći, očekuje se znatno usporavanje godišnjega prosječnog rasta realnog BDP-a, s 3,4 % u 2022. na 0,5 % u 2023., nakon čega bi se trebao ponovno povećati na 1,9 % u 2024. i 1,8 % u 2025. U odnosu na projekcije iz rujna 2022. izgledi za rast BDP-a revidirani su naviše za 0,3 postotna boda za 2022. zbog pozitivnih iznenađenja tijekom ljeta, revidirani su naniže za 0,4 postotna boda za 2023., dok su za 2024. ostali nepromijenjeni.

Prema projekcijama iz prosinca 2022. predviđa se da će se u 2023. proračunski saldo europodručja pogoršati, nakon čega će doći do poboljšanja, dok će se državni dug smanjivati tijekom cijeloga projekcijskog razdoblja. Nakon procijenjenog poboljšanja za 2022. (s -5,1 % BDP-a u 2021. na -3,5 % u 2022.), predviđa se da će se proračunski saldo smanjiti na -3,7 % u 2023. Dodatna poboljšanja očekuju se u 2024. te u manjoj mjeri u 2025., kada bi prema projekcijama proračunski saldo trebao iznositi -2,6 % BDP-a, što je i dalje znatno ispod razine prije pandemije (-0,6 %). Ukupni državni dug europodručja trebao bi se, nakon naglog povećanja u 2020., smanjivati tijekom projekcijskog razdoblja te u 2025. iznositi 88 % BDP-a, što je i dalje iznad razine zabilježene prije pandemije (84 %). To je očekivano smanjenje uglavnom prouzročeno povoljnim razlikama između kamatnih stopa i stopa rasta zahvaljujući rastu nominalnog BDP-a, koji više nego neutralizira dugotrajne, no sve manje, primarne manjkove.

Mjere fiskalne potpore kojima se želi zaštititi gospodarstvo od utjecaja visokih cijena energije trebale bi biti privremene i ciljane te podupirati poticaje na manju potrošnju energije. Fiskalne mjere koje nisu u skladu s tim načelima vjerojatno će pridonijeti povećanju inflacijskih pritisaka, što bi dovelo do potrebe za snažnijim odgovorom monetarne politike. Osim toga, u skladu s okvirom gospodarskog upravljanja EU-a, fiskalne politike trebale bi biti usmjerene na povećanje produktivnosti gospodarstva europodručja i postupno smanjivanje velikoga javnog duga. Politike kojima se jačaju opskrbni kapaciteti europodručja, posebno u energetske sektoru, mogu pridonijeti smanjenju cjenovnih pritisaka u srednjoročnom razdoblju. Vlade bi stoga trebale hitro provesti planirana ulaganja i strukturne reforme u sklopu programa Next

Generation EU. Trebalo bi brzo okončati reformu okvira gospodarskog upravljanja EU-a.

Inflacija

Inflacija se smanjila na 10,0 % u studenome, uglavnom zbog niže inflacije cijena energije, a blago se smanjila i inflacija cijena usluga. Međutim, inflacija cijena hrane nastavila je rasti i dosegla je 13,6 % jer su se veliki ulazni troškovi u proizvodnji hrane prenijeli na potrošačke cijene. Cjenovni pritisci i dalje su snažni u svim sektorima, djelomično zbog utjecaja velikih troškova energije u cijelom gospodarstvu. U studenome je inflacija bez energije i hrane ostala na razini od 5,0 %. Druge mjere temeljne inflacije također su visoke.

Fiskalne mjere kojima se kućanstvima nadoknađuju visoke cijene energije i inflacija trebale bi djelovati na smanjenje inflacije tijekom 2023. godine, a njihovo će ukidanje povisiti inflaciju. Premda se problem uskih grla u opskrbnim lancima postupno smanjuje, još pridonosi inflaciji, posebno pritiskom na rast cijena dobara. Isto vrijedi i za ukidanje ograničenja povezanih s pandemijom: učinak potisnute potražnje, premda slabi, i dalje djeluje na povećanje cijena, osobito u uslužnom sektoru. Deprecijacija eura u 2022. i dalje se prenosi na potrošačke cijene.

Jača rast plaća, kojemu pridonose snažna tržišta rada i određeni učinci kompenzacijskih mjera zbog visokih stopa inflacije. Očekuje se da će se utjecaj tih čimbenika nastaviti, pa se u projekcijama iz prosinca 2022. predviđaju stope rasta plaća koje su znatno više od povijesnog prosjeka i pridonose rastu inflacije u cijelom projekcijskom razdoblju. Većina mjera dugoročnijih inflacijskih očekivanja trenutačno je na razini od oko 2 %, premda je došlo do dodatnih revizija nekih pokazatelja na razinama iznad ciljnih, što upućuje na potrebu daljnjeg praćenja.

Zbog iznimne neizvjesnosti stručnjaci Eurosustava revidirali su projekcije inflacije znatno naviše. Očekuje se da će se inflacija smanjiti s prosječnih 8,4 % u 2022. na 6,3 % u 2023., pri čemu će se inflacija smanjiti s 10 % u posljednjem tromjesečju 2022. na 3,6 % u posljednjem tromjesečju 2023. Očekuje se da će se inflacija potom smanjiti na prosječno 3,4 % u 2024. i 2,3 % u 2025. Smanjenje inflacije tijekom projekcijskog razdoblja posljedica je snažnih negativnih baznih učinaka povezanih s energijom tijekom 2023., postupnog učinka normalizacije monetarne politike ESB-a koja je započela u prosincu 2021., slabijih izgleda za rast i pretpostavljenog pada cijena energenata i prehrambenih sirovina u skladu s terminskim cijenama te pretpostavke da će dugoročnija inflacijska očekivanja ostati usidrena. Očekuje se da će se ukupna inflacija smanjiti na razinu ESB-ova srednjoročnoga inflacijskog cilja od 2 % u drugoj polovini 2025., dok će inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane tijekom cijeloga projekcijskog razdoblja ostati viša od 2 %. Ta je perzistentnost posljedica odgođenih neizravnih učinaka visokih cijena energije i prošle snažne depreciacije eura (unatoč nedavnoj blagoj aprecijaciji) te snažnih tržišta rada i učinaka kompenzacije za inflaciju na plaće, za koje se očekuje da će rasti po stopama koje su znatno više od povijesnih nominalnih prosjeka (iako će realni rast ostati ispod razina zabilježenih prije rata u Ukrajini tijekom cijeloga projekcijskog

razdoblja). U odnosu na projekcije iz rujna 2022. ukupna inflacija revidirana je znatno više za 2022. (za 0,3 postotna boda), za 2023. (za 0,8 postotnih bodova) te za 2024. (za 1,1 postotni bod) zbog iznenađujućih vrijednosti novih podataka, ponovne procjene snage i postojanosti pritiska proizvođačkih troškova te prijenosa njihova učinka, snažnijeg rasta plaća i viših cijena prehrambenih sirovina. Ti pozitivni učinci više su nego neutralizirali negativan učinak pretpostavki o nižim cijenama nafte, plina i električne energije, bržeg rješavanja problema uskih grla u opskrbnim lancima, nedavne aprecijacije eura i slabijih izgleda za rast. Važno je istaknuti da nove fiskalne mjere donesene nakon projekcija iz rujna 2022., kojima je uglavnom cilj smanjenje rasta cijena energije u 2023., smanjuju reviziju inflacije više za 2023., ali znatno pridonose reviziji više za 2024. jer se pretpostavlja da će mnoge mjere biti ukinute.

Procjena rizika

Rizici za budući gospodarski rast negativni su, osobito u kratkoročnom razdoblju. Rat koji se vodi protiv Ukrajine i dalje je znatan negativan rizik za gospodarstvo. Istodobno bi troškovi energije i hrane mogli dulje ostati veći od očekivanih. Bude li svjetska gospodarska aktivnost slabjela snažnije nego što se očekuje, to bi dodatno nepovoljno utjecalo na rast u europodručju.

Rizici za inflacijske izgleda prije svega su pozitivni. Postojeći pritisci proizvođačkih troškova mogli bi u kratkoročnom razdoblju prouzročiti povećanja maloprodajnih cijena energije i hrane veća od očekivanih. U srednjoročnom razdoblju rizici u prvom redu proizlaze iz domaćih čimbenika, kao što su trajni rast inflacijskih očekivanja na razine više od ESB-ove ciljane razine od 2 % i rast plaća koji je veći od predviđenoga. Nasuprot tomu, smanjenje troškova energije ili daljnje slabljenje potražnje smanjili bi cjenovne pritiske.

Financijski i monetarni uvjeti

ESB pooštrava monetarnu politiku, pa je zaduživanje skuplje za poduzeća i kućanstva. Bankovno kreditiranje poduzeća i dalje je snažno: poduzeća zamjenjuju obveznice bankovnim kreditima i služe se kreditima za financiranje povećanih troškova proizvodnje i ulaganja. Kućanstva se manje zadužuju zbog pooštavanja standarda odobravanja kredita, rasta kamatnih stopa, pogoršanja izgleda za tržište nekretnina i slabijeg pouzdanja potrošača.

U skladu sa strategijom monetarne politike Upravno vijeće dvaput će godišnje temeljito procjenjivati uzajamno djelovanje monetarne politike i financijske stabilnosti. Okružje financijske stabilnosti pogoršalo se od posljednjeg pregleda u lipnju 2022. zbog slabijega gospodarstva i povećanja kreditnog rizika. Osim toga, pojavile su se ranjivosti vlada u okružju slabijih gospodarskih izgleda i fiskalnih pozicija. Stroži uvjeti financiranja ublažili bi rast financijskih ranjivosti i smanjili rizik od izvanrednih događaja za inflaciju u srednjoročnom razdoblju, ali bi povećali rizik sistemskog stresa i negativan rizik za rast u kratkoročnom razdoblju. Osim toga, potreba

nebankovnih financijskih institucija za likvidnošću mogla bi pridonijeti tržišnoj kolebljivosti. Banke u europodručju istodobno raspolažu dovoljnom količinom kapitala, što pridonosi smanjenju popratnih učinaka pooštavanja monetarne politike na financijsku stabilnost. Makrobonitetna politika i dalje je prva linija obrane u očuvanju financijske stabilnosti i odgovaranju na srednjoročne ranjivosti.

Odluke o monetarnoj politici

Na sastanku u prosincu Upravno vijeće odlučilo je povećati tri ključne kamatne stope ESB-a za 50 baznih bodova i, na osnovi znatne revizije inflacijskih izgleda naviše, očekuje njihovo daljnje povećavanje. U skladu s tim kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja iznosi 2,50 %, kamatna stopa na stalno raspoloživu mogućnost granične posudbe od središnje banke 2,75 %, a kamatna stopa na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke 2,00 %. Povećanja su stupila na snagu 21. prosinca 2022. Upravno vijeće ocjenjuje da će se kamatne stope morati još znatno povećavati postojanom dinamikom kako bi dosegnule razine koje su dovoljno restriktivne da se inflacija što prije vrati na srednjoročni cilj od 2 %. Održavanjem kamatnih stopa na restriktivnim razinama s vremenom ćemo smanjiti inflaciju jer će se smanjiti potražnja i rizik trajnog porasta inflacijskih očekivanja. Odluke o ključnim kamatnim stopama Upravno vijeće i dalje će donositi na osnovi podataka i na svakom sastanku.

Upravno vijeće namjerava i nadalje u potpunosti reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu APP-a do kraja veljače 2023. Nakon toga portfelj APP-a smanjivat će se umjerenom i predvidljivom dinamikom tako što Eurosustav neće u potpunosti reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira. Riječ je o prosječnim mjesečnim smanjenjima u iznosu od 15 mlrd. EUR do kraja drugog tromjesečja 2023. S vremenom će se utvrditi i dinamika smanjivanja u razdoblju koje slijedi. Kada je riječ o hitnom programu kupnje zbog pandemije (PEPP), Upravno vijeće namjerava reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu tog programa 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. Upravno će vijeće i nadalje, radi smanjenja rizika za transmisijski mehanizam monetarne politike povezanih s pandemijom, fleksibilno reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira u portfelju PEPP-a.

Kako banke budu otplaćivale iznose pozajmljene u sklopu ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja, Upravno vijeće redovito će ocjenjivati doprinos ciljanih operacija kreditiranja stajalištu monetarne politike.

Upravno vijeće spremno je, u okviru svojih ovlasti, prilagoditi sve svoje instrumente kako bi se inflacija vratila na ciljnu razinu 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, 2023.**

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 14. prosinca 2022.

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

PDF ISSN 2363-3603, QB-BQ-22-004-HR-N