

Inflacija, monetarna politika i gospodarski rast u europodručju u uvjetima serije vanjskih šokova 2020.-2022.

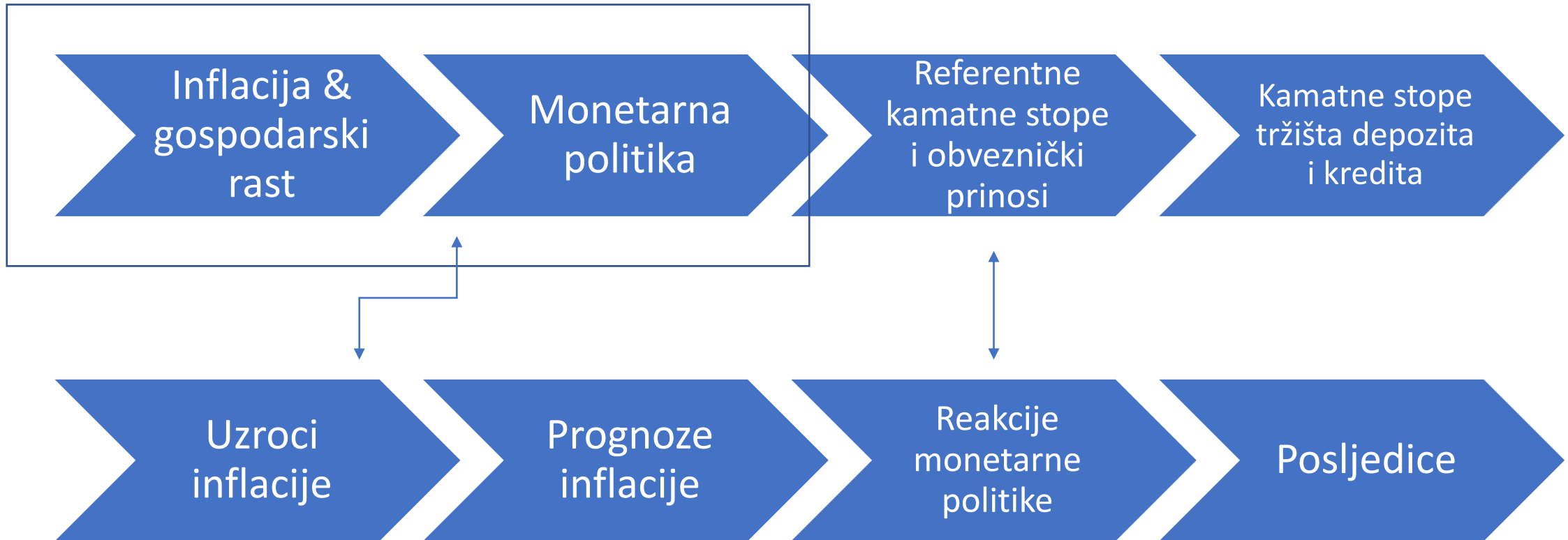
Velimir Šonje, Arhivanalitika

[HUB Analiza 74](#)

www.hub.hr

Susret guvernera i bankara regije, Rovinj 5. – 6. svibanj 2022.

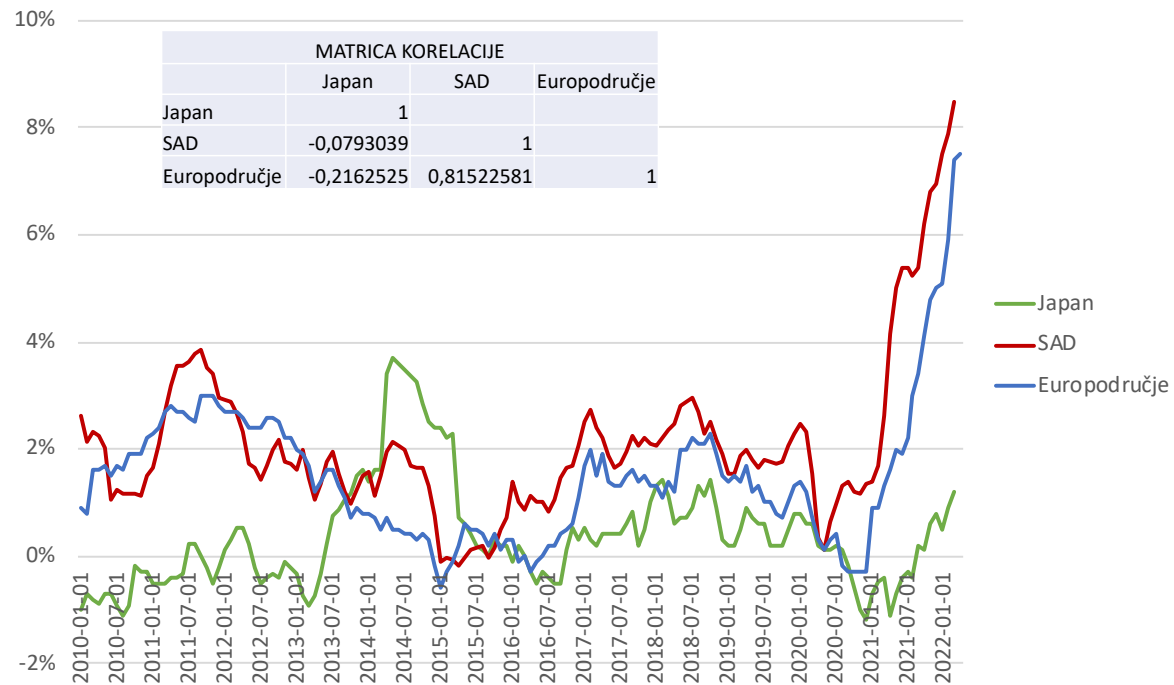
Arhivanalitika



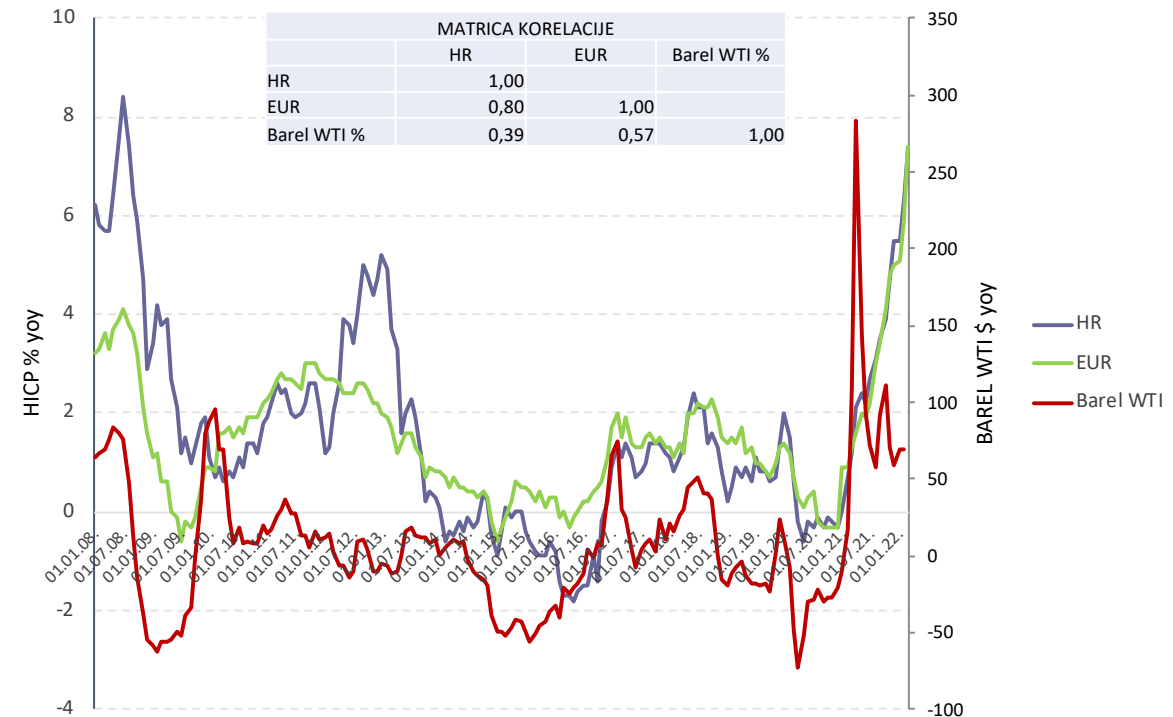
- cost-push
 - energenti
 - disrupcije lanaca nabave
- demand-pull
 - fiskalna i monetarna politika
- inflacijska inercija
 - očekivanja (vjerodostojnost CB)
 - “price-setting” mehanizam

Inflacija i varijacije relativnih cijena: među zemljama

Slika 1. Inflacija u europodručju, Japanu i SAD-u
1/2010 - 4/2022



Slika 2. HICP (lijevo) i barel WTI (desno) 1/2008 - 2/2022



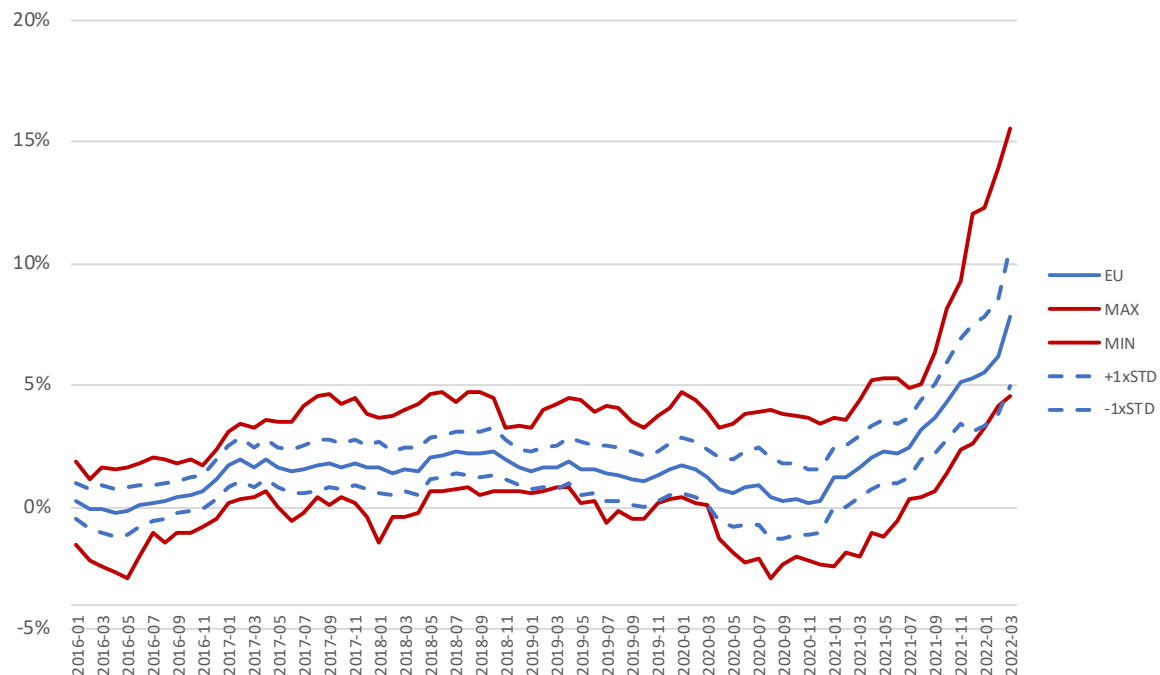
Matrica korelacije mjesečnih stopa inflacije u EU 1/2016 – 2/2022

	Belgium	Bulgaria	Czechia	Denmark	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Hungary	Malta	Netherlands	Austria	Poland	Portugal	Romania	Slovenia	Slovakia	Finland	Sweden	
Belgium	1,00																											
Bulgaria	0,68	1,00																										
Czechia	0,62	0,81	1,00																									
Denmark	0,86	0,81	0,82	1,00																								
Germany	0,84	0,84	0,67	0,88	1,00																							
Estonia	0,88	0,78	0,61	0,87	0,92	1,00																						
Ireland	0,86	0,83	0,69	0,89	0,92	0,89	1,00																					
Greece	0,86	0,71	0,54	0,75	0,80	0,90	0,81	1,00																				
Spain	0,89	0,82	0,69	0,90	0,95	0,94	0,89	0,84	1,00																			
France	0,80	0,89	0,63	0,79	0,91	0,86	0,86	0,77	0,90	1,00																		
Croatia	0,82	0,88	0,76	0,92	0,94	0,91	0,89	0,76	0,95	0,91	1,00																	
Italy	0,92	0,81	0,72	0,91	0,92	0,93	0,88	0,84	0,95	0,88	0,92	1,00																
Cyprus	0,83	0,84	0,64	0,85	0,92	0,88	0,89	0,81	0,93	0,90	0,91	0,89	1,00															
Latvia	0,83	0,86	0,67	0,85	0,90	0,95	0,88	0,89	0,93	0,88	0,91	0,90	0,91	1,00														
Lithuania	0,88	0,81	0,80	0,95	0,89	0,93	0,89	0,85	0,92	0,80	0,92	0,93	0,83	0,91	1,00													
Luxembourg	0,83	0,82	0,64	0,88	0,92	0,89	0,88	0,78	0,95	0,91	0,94	0,89	0,93	0,92	0,87	1,00												
Hungary	0,60	0,89	0,87	0,83	0,79	0,65	0,79	0,49	0,76	0,77	0,85	0,73	0,77	0,73	0,76	0,79	1,00											
Malta	0,65	0,69	0,56	0,55	0,56	0,68	0,58	0,78	0,59	0,65	0,57	0,66	0,54	0,70	0,66	0,53	0,41	1,00										
Netherlands	0,74	0,88	0,83	0,85	0,82	0,77	0,85	0,69	0,78	0,78	0,83	0,82	0,77	0,83	0,84	0,77	0,85	0,68	1,00									
Austria	0,85	0,84	0,76	0,92	0,91	0,89	0,86	0,77	0,95	0,87	0,96	0,92	0,88	0,88	0,93	0,92	0,81	0,54	0,76	1,00								
Poland	0,50	0,71	0,87	0,75	0,66	0,50	0,68	0,33	0,62	0,55	0,71	0,61	0,60	0,54	0,68	0,60	0,91	0,24	0,76	0,68	1,00							
Portugal	0,83	0,57	0,47	0,71	0,74	0,83	0,68	0,83	0,80	0,69	0,72	0,83	0,70	0,75	0,78	0,71	0,38	0,68	0,54	0,76	0,26	1,00						
Romania	0,49	0,92	0,71	0,67	0,71	0,62	0,71	0,48	0,66	0,82	0,76	0,64	0,69	0,71	0,64	0,68	0,85	0,55	0,80	0,68	0,68	0,36	1,00					
Slovenia	0,82	0,86	0,67	0,83	0,87	0,92	0,87	0,87	0,91	0,91	0,90	0,86	0,88	0,96	0,88	0,92	0,73	0,73	0,81	0,87	0,53	0,73	0,73	1,00				
Slovakia	0,60	0,94	0,87	0,80	0,75	0,71	0,78	0,62	0,73	0,80	0,84	0,74	0,73	0,78	0,80	0,72	0,88	0,66	0,89	0,78	0,77	0,46	0,91	0,80	1,00			
Finland	0,86	0,84	0,73	0,90	0,91	0,86	0,91	0,75	0,90	0,88	0,91	0,89	0,90	0,88	0,86	0,92	0,85	0,56	0,86	0,87	0,71	0,64	0,73	0,90	0,78	1,00		
Sweden	0,84	0,76	0,57	0,86	0,92	0,91	0,87	0,77	0,91	0,87	0,89	0,90	0,85	0,88	0,86	0,91	0,70	0,57	0,78	0,84	0,53	0,75	0,64	0,87	0,67	0,90	1,00	
AVERAGE	0,78	0,81	0,70	0,83	0,84	0,83	0,83	0,74	0,85	0,82	0,86	0,84	0,82	0,84	0,84	0,83	0,75	0,60	0,79	0,83	0,62	0,66	0,69	0,83	0,76	0,84	0,80	

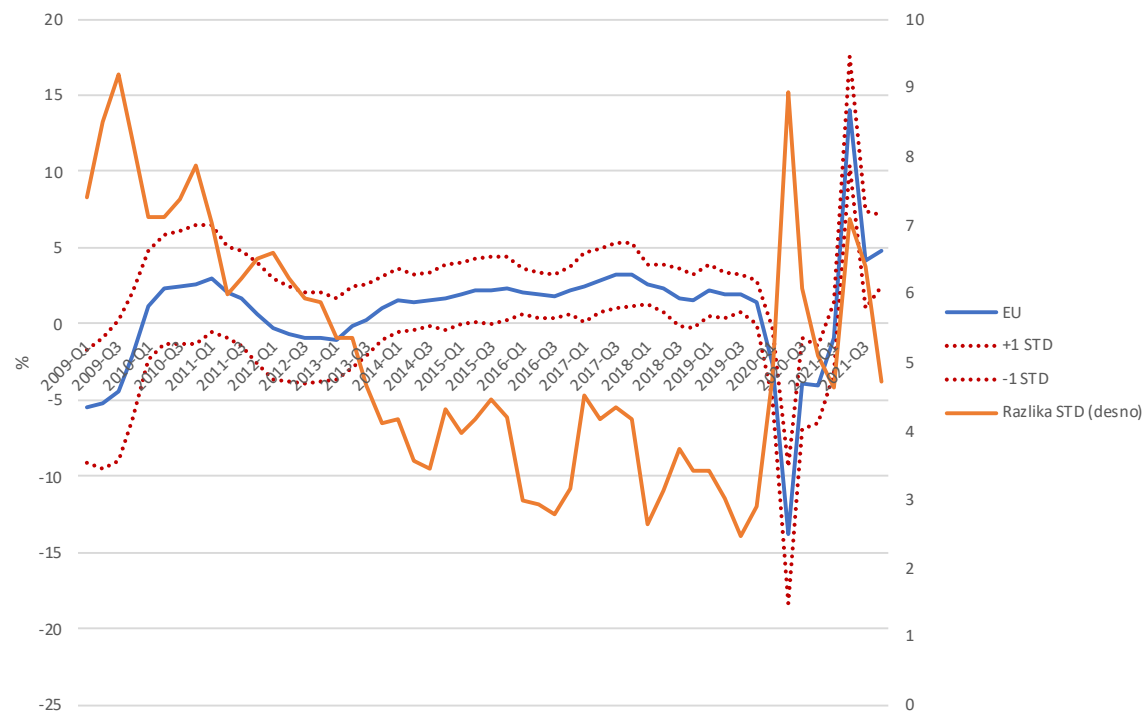
Inflacija, ekonomski rast i varijacije među zemljama

“Sve se trese”

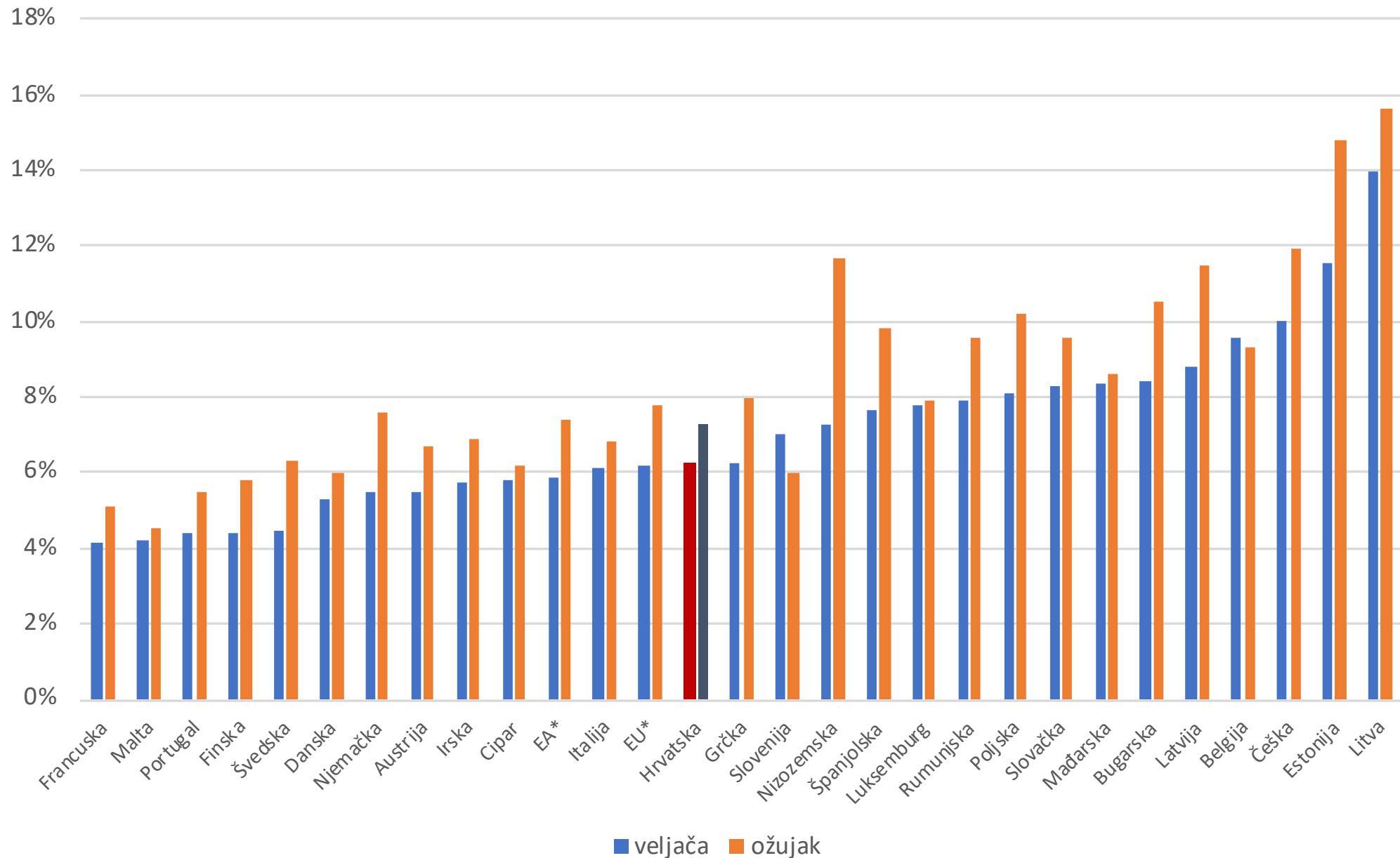
Slika 3. Inflacija i mjere međudržavnih varijacija u EU
2016:01 - 2022:03



Slika 6. Stopa rasta BDP-a i varijacije rasta 2009.-2021.*

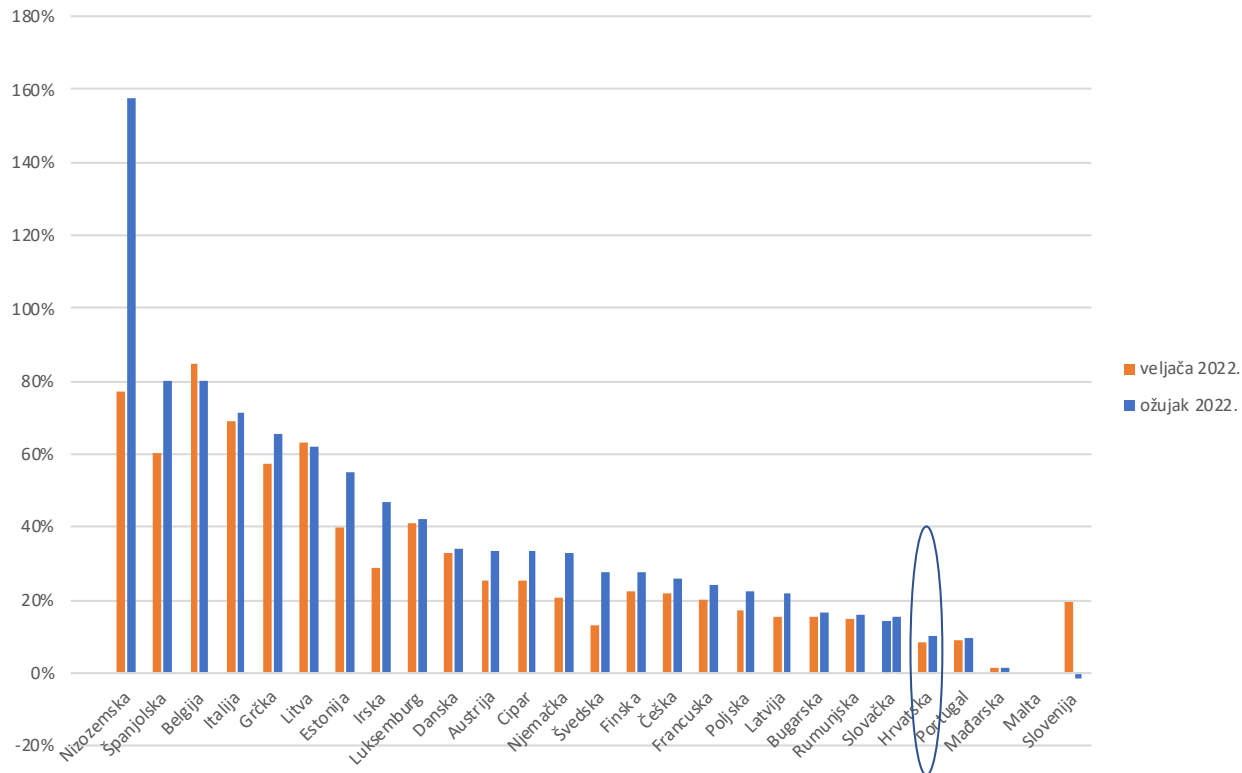


Slika 4. Inflacija (HICP) u veljači i ožujku 2022.

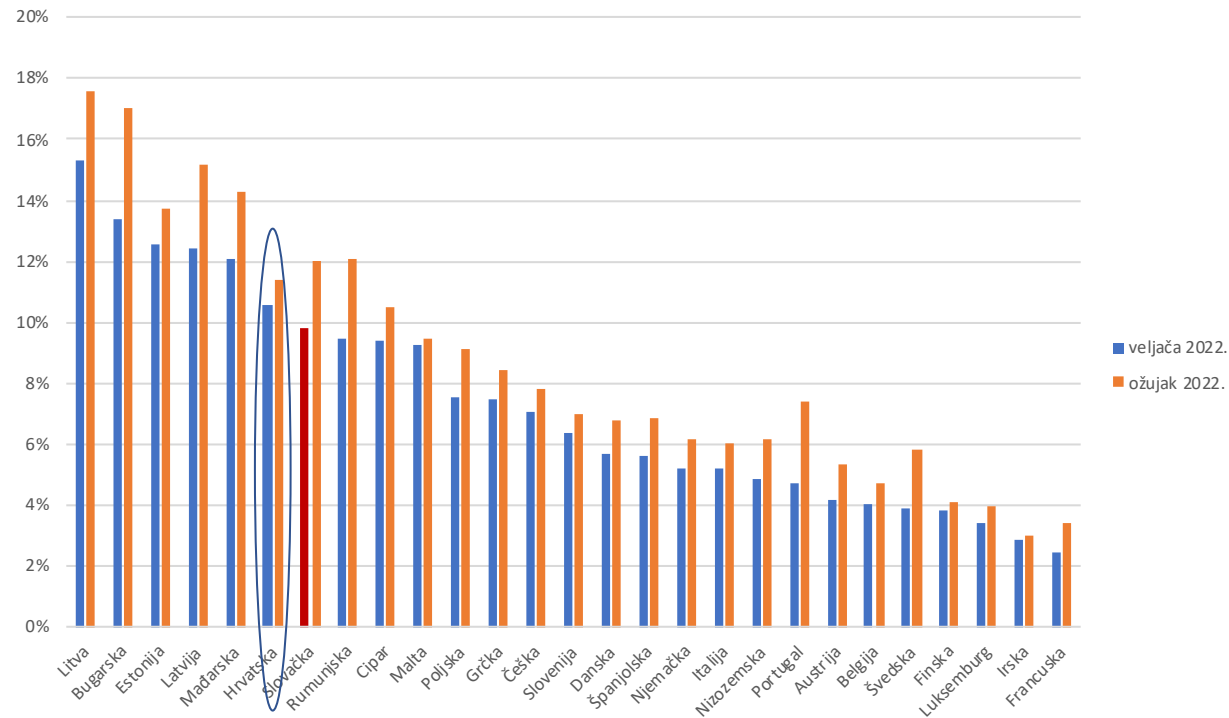


Inflacija i varijacije relativnih cijena: među zemljama

Slika 9. Rast cijena energenata za kućanstva 2022:02 / 2020:02 i 2022:03 / 2020:03

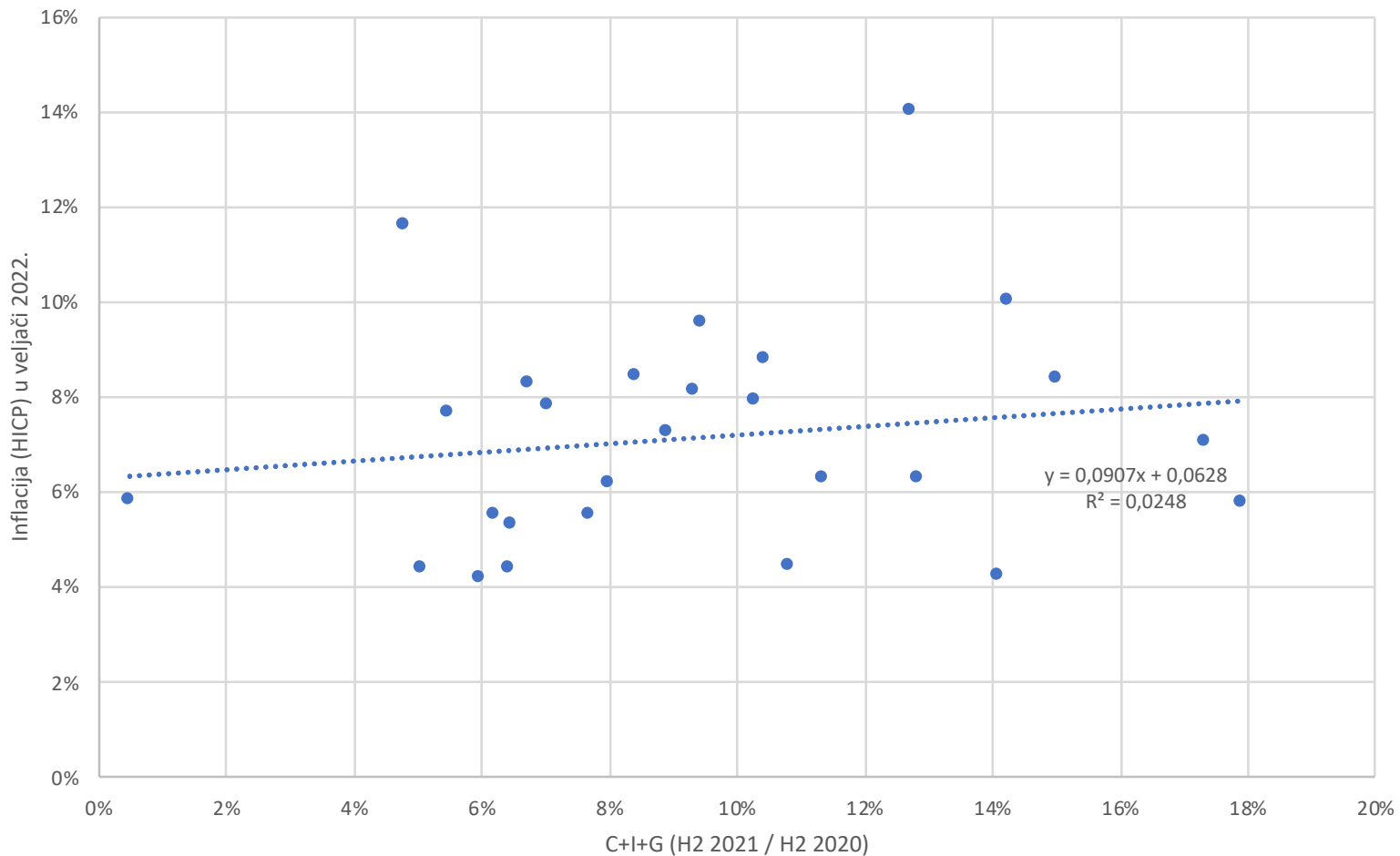


Slika 10. Rast cijena hrane 2022:02 / 2020:02 i 2022:03 / 2020:03



Varijacije rasta cijena hrane su puno manje jer je državni upliv u rast tih cijena manji.

Slika 8. Domaća apsorpcija i inflacija 2021.-2022.



Rasap točaka (država članica) na slici pokazuje da se razlika stopa inflacije ne može objasniti razlikama rasta domaće potražnje, što upućuje na dominaciju šokova druge vrste (cijene energenata, disrupcije u lancima nabave) i veoma različite reakcije nacionalnih politika na te šokove (fiskalna politika, kontrole cijena), što uzrokuje prikazane varijacije.

Gdje je HR prema kriteriju inflacije i rasta

Rast domaće apsorpcije (C+I+G) – mjera
agregatne potražnje

	Brz oporavak domaće apsorpcije (iznad 8,9%)*	Spor oporavak domaće apsorpcije
Elastična agregatna ponuda (rast realnog BDP-a* iznad 1,4%)	(I) Irska 5,7%; Hrvatska 6,3% ; Litva 14,0%; Mađarska 8,4%; Nizozemska 7,3%; Poljska 8,1%; Rumunjska 7,9%; Slovenija 7,0%; Švedska 4,4% Ø = 7,7%, bez Litve 6,9%	(II) Danska 6,5%; Estonija 11,6%; Cipar 5,8%; Luksemburg 7,8%; Finska 4,4%; Ø = 7,2%, bez Estonije 6,1%
Manje elastična agregatna ponuda	(III) Belgija 9,5%; Češka 10,0%; Grčka 6,3%; Latvija 8,8%; Malta 4,2%; Ø = 7,8%, bez Malte 8,7%	(IV) Bugarska 8,4%; Njemačka 5,5%; Austrija 5,5%; Španjolska 7,6%; Francuska 4,2%; Italija 6,2%; Portugal 4,4%; Slovačka 8,0%; Ø = 6,3%

Rast
realnog
BDP-a u
odnosu na
medijalni
rast
2021/2019

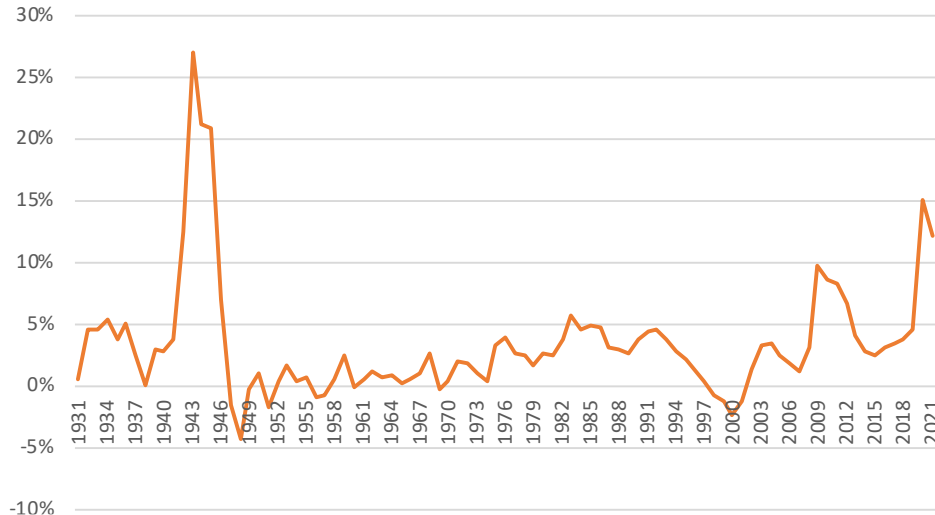
Zbog prikazanog
“rasapa”:

- vrlo je teško razumjeti prirodu inflacijskog procesa
- još teže ga je predviđati
- a centralni bankari su frustrirani zbog “disrupcija u transmisijskom mehanizmu monetarne politike”

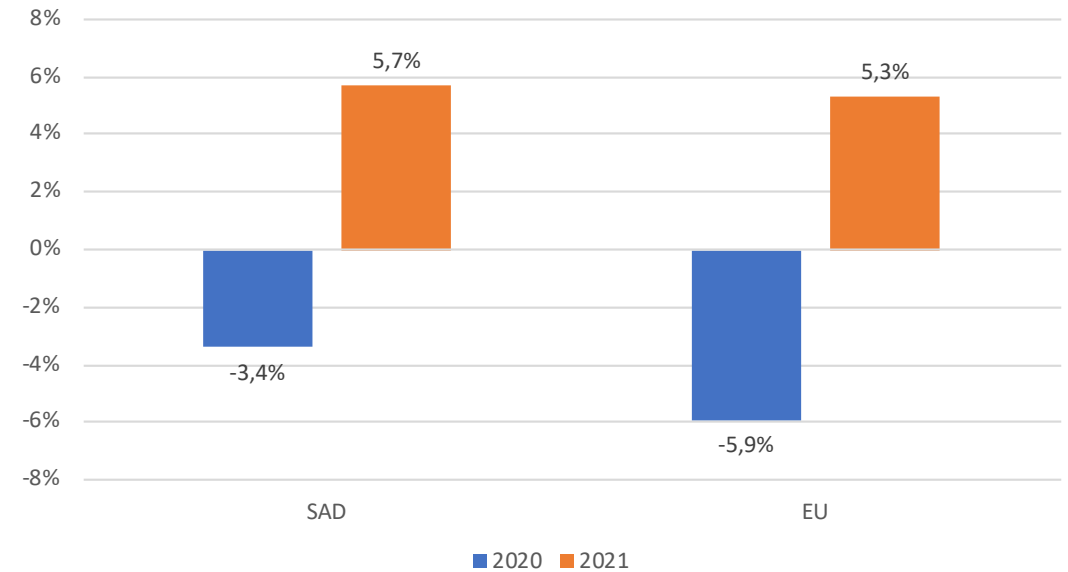
Brojke u tablici su stope inflacije u veljači 2022.

Kompleksnost je i dio globalne priče o inflaciji

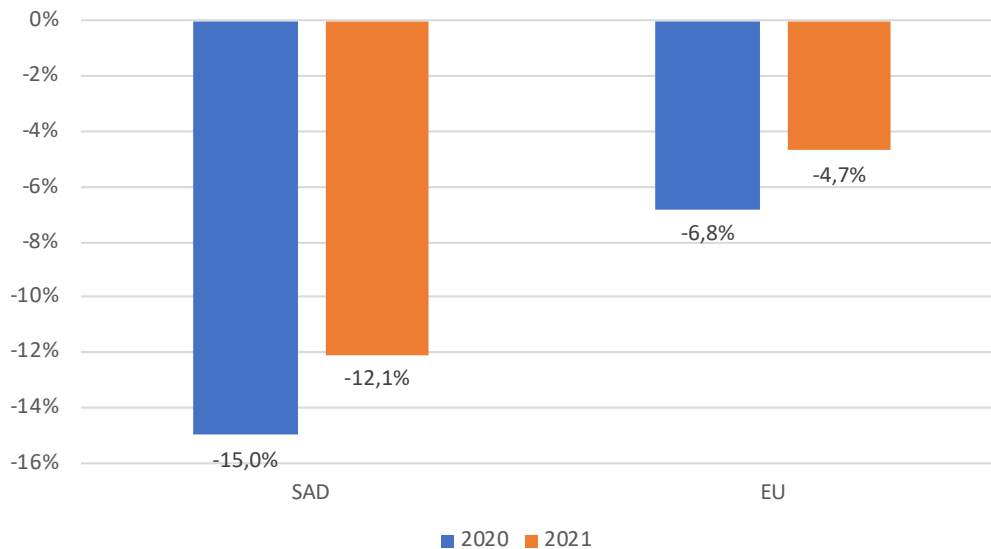
Deficit proračuna u % BDP-a, SAD 1931.-2021.



Promjena realnog BDP 2020. i 2021.



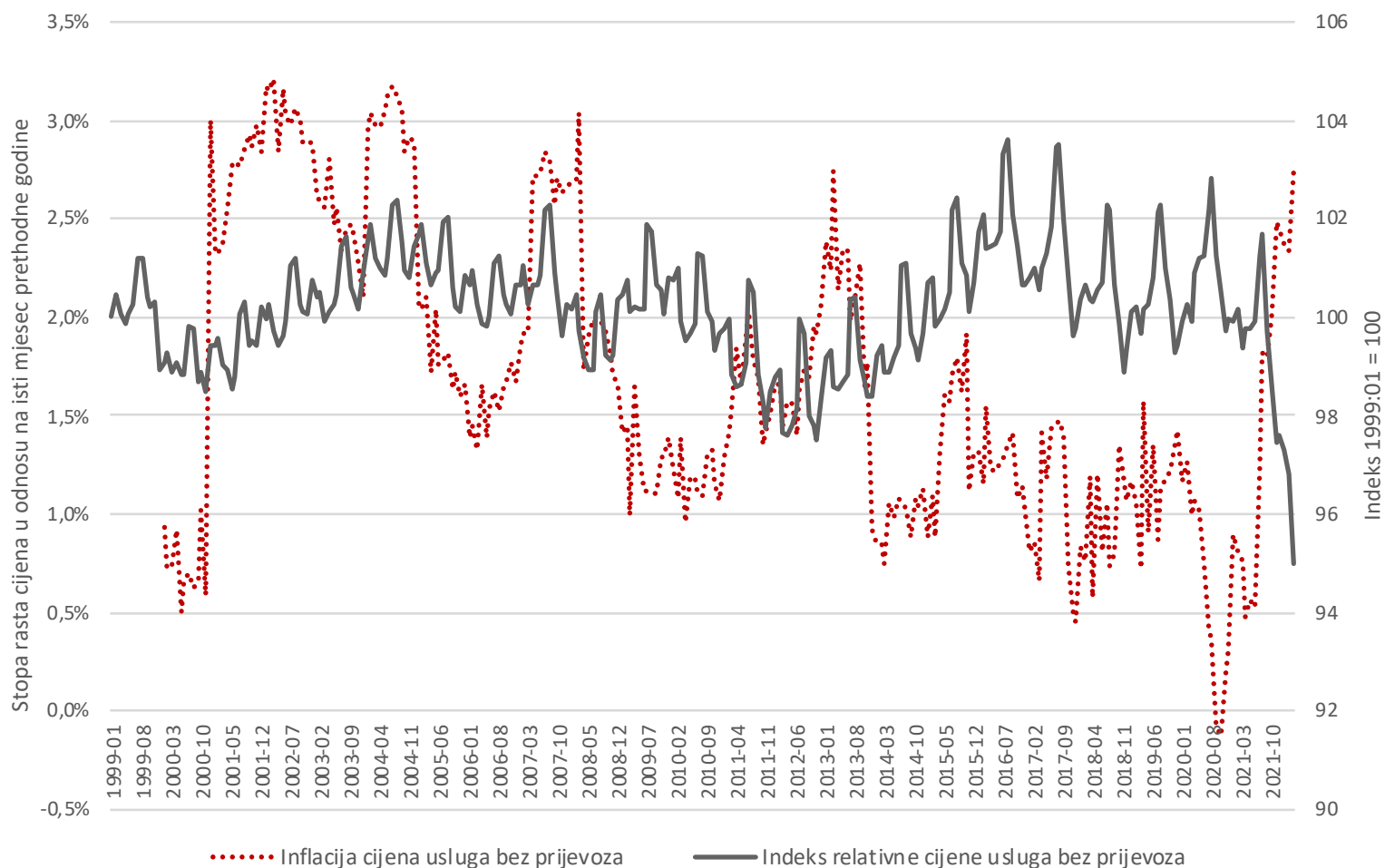
Deficit u % BDP-a 2020. i 2021.



- SAD: demand pull
- FED se akomodirao fiskalnoj ekspanziji bez presedana i zakasnio sa stezanjem
- Utjecaj na svjetsku cijenu energenata skupa s Kinom (+8% 2021.)
- Ono što je s motrišta SAD-a i Kine demand pull za EU može biti cost push

Jedan način identifikacije pritiska potražnje: cijene usluga bez prijevoza i restorana

Slika 11. Cijene usluga bez prijevoza



Slika je za europodručje.

S cijenama roba dogodio se vanjski šok kakav nismo vidjeli desetljećima.

S cijenama usluga se nije dogodilo ništa što već nismo vidjeli 2001., 2004., 2007. i 2012.-2013.

Kako središnje banke vide problem

- Frustracije

- zbog promašaja prošlih inflacijskih prognoza
- u europodručju zbog varijacija P i Q (“disrupcije mehanizma monetarne transmisije”)

- FED: “grižnja savjesti”

- +25bps u ožujku, najave +50bps u svibnju u sklopu još 6(!) povećanja do kraja 2022
- početak kontrakcije bilance FED-a u svibnju
- ali što sad kad je BDP u Q1 nenadano pao za 0,4%?

- ECB: “sve opcije su otvorene”

- kraj PEPP-a i revizija APP-a na 40B IV, 30B V i 20B VI uz “fleksibilnost”, “opcionalnost” i “ovisnost o nadolazećim podacima”
- ali, rast kamatnih stopa u drugoj polovici ove godine je moguć;
- ali što sad kad imamo usporavanje BDP u Q1 na 0.2%?

ECB-ovi promašaji

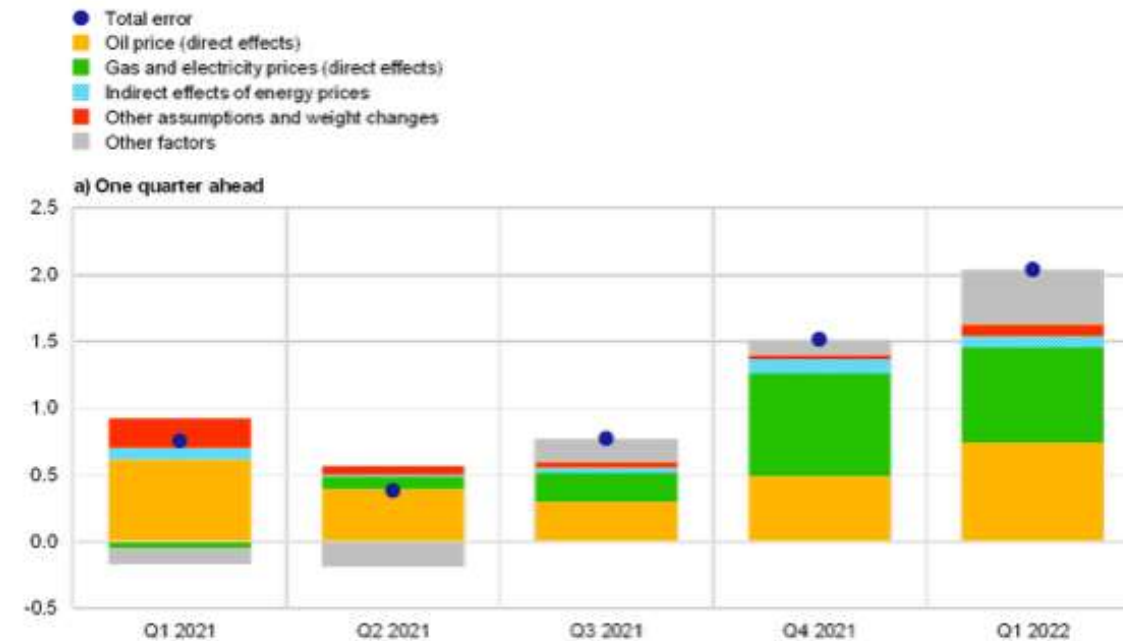
Mjesec prognoze	2022.	2023.	2024.
Ožujak 2021.	1,2%	1,4%	-
Rujan 2021.	2,2%	1,7%	1,5%
Prosinac 2021.	3,2%	1,8%	1,8%
Ožujak 2022.**	5,2%	2,1%	1,9%

Što ECB kaže o prognostičkim promašajima

Chart D

Decomposition of HICP projection errors at different horizons

(percentage points)



Izvor: ECB Economic Bulletin, 3/2022

Što sve može utjecati na inflaciju

- Inflacija u proteklom razdoblju (mjesecu): normalna inercija
- Demand pull
 - Fiskalna politika
 - Monetarna politika
 - Promjene ponašanja potrošača i investitora (percepcije rizika)
- Cost push (negativno djelovanje na stranu ponude)
 - Cijene inputa, primarno energenata (mjerljivo)
 - Disrupcije lanaca nabave, rat (teško mjerljivo)
- Nove “ne-normalne” inflacijske inercije
 - Inflacijska očekivanja (zahtjevi za veće plaće)
 - Novi mehanizmi prilagođavanja relativnih cijena

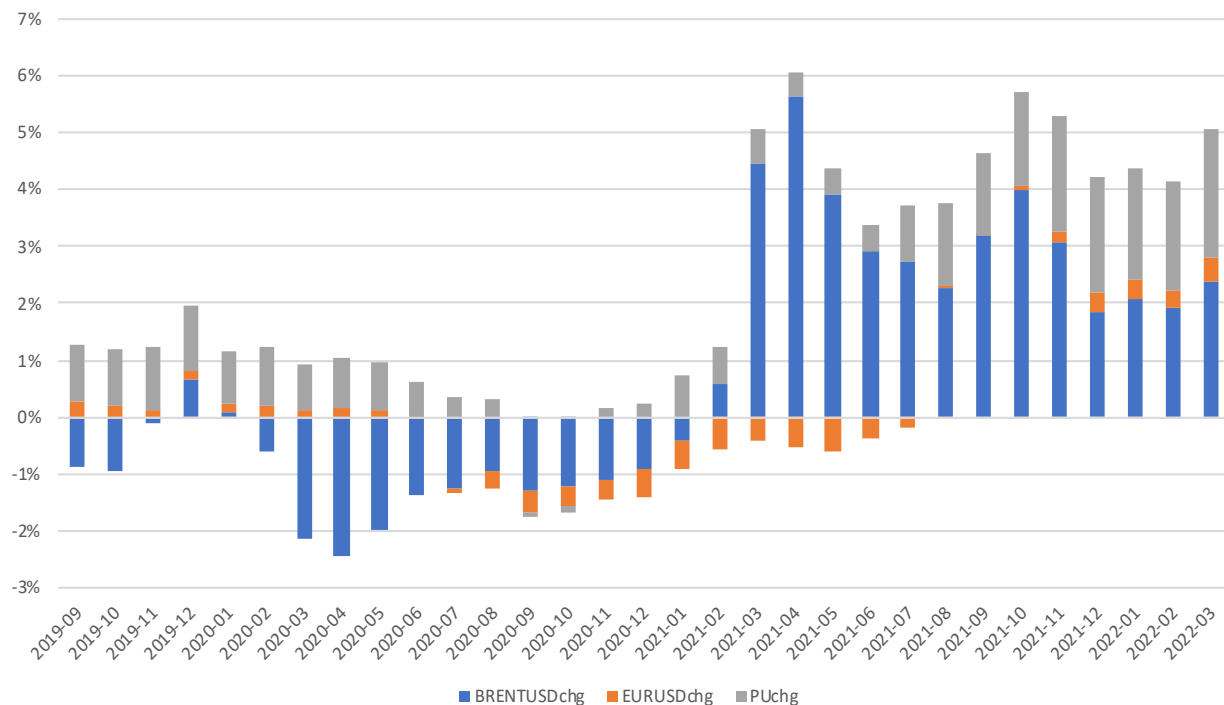
Tankeri pred lukom u Šangaju
jedan dan u travnju



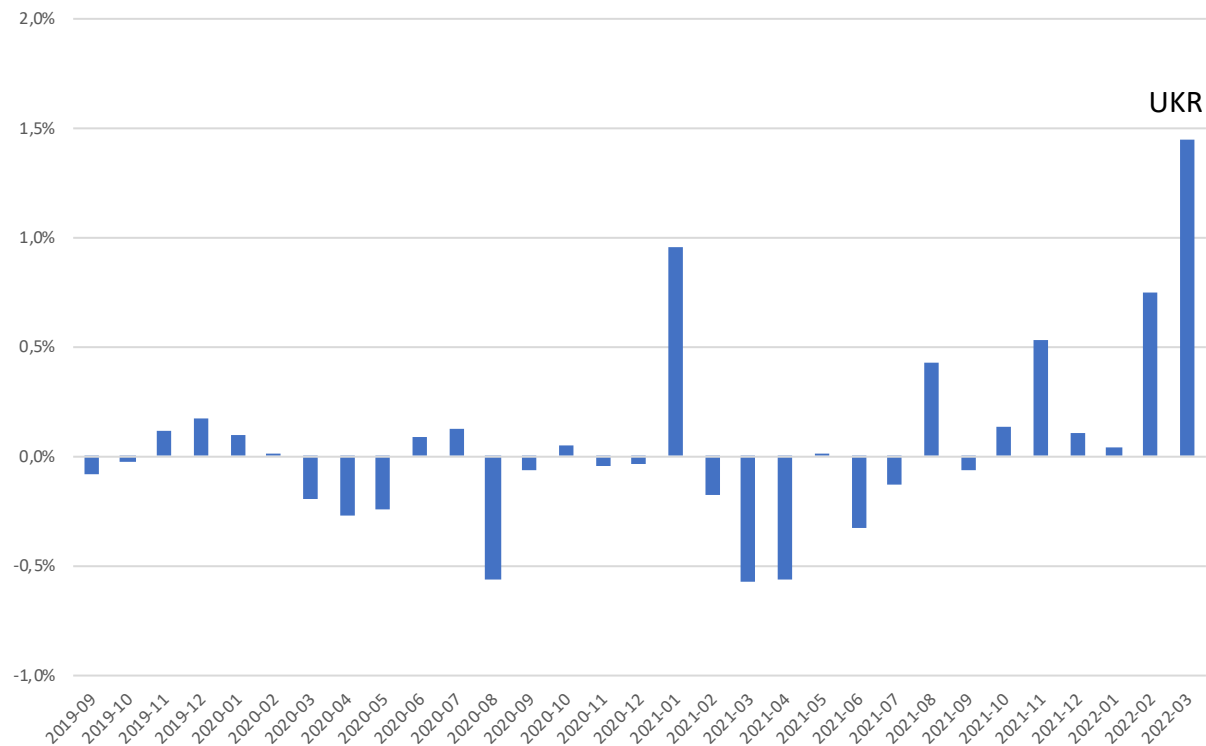
The green and red dots show the mass congestion of cargo vessels and tankers off the coast of Shanghai. Pic: MarineTraffic

Model inflacije u europodručju

Slika 13. Dugoročni učinci promjena objašnjavajućih varijabli u mjesecu 2019:09 - 2022:03



Slika 14. Odstupanja stvarne od inflacije ocijenjene modelom



- PUchg – proxy za učinak rasta agregatne potražnje. Oko 2pb doprinosa od jeseni 2021 uz pojačanje početkom 2022
- Dominacija cost-push faktora s uključenim efektom tečaja (pad vrijednosti eura prema dolaru)
- Veliko inflacijsko iznenađenje u ožujku 2022.

Umjesto zaključka: scenariji uz očito usporavanje rasta, rast obvezničkih prinosa i pojavu opasnosti od recesije

Scenarij A

- Usprkos usporavanju CB kalkuliraju cost/benefit tako da je u prvom planu strah od gubitka vjerodostojnosti i inflacijske inercije i stežu monetarne slavine, u EA možda počinje i rast referentne stope u H2
- Kolebanja, obveznički prinosi dalje rastu
- Ali, opasnost je recesije, cijene rizičnih imovina padaju, obveznički prinosi udaraju u plafon, EA obveznice postaju “safe heaven”, raste potražnja i prinosi se korigiraju nadalje, osobito ako ECB odustane od stezanja zbog bržeg pada stope inflacije od očekivanja

Scenarij B

- Usporavanje se u toku Q2 + Q3 pokazuje kao manji bauk nego što se sada misli, inflacija tek malo usporava, ECB steže
- Obveznički prinosi dalje rastu

Scenarij C

- Usporavanje uvjerljivo ide dalje, inflacija se postupno smiruje, CB relaksiraju najave, možda i blago popuštaju
- Obvenički prinosi počinju padati

Hvala!

Arhiv**analitika**