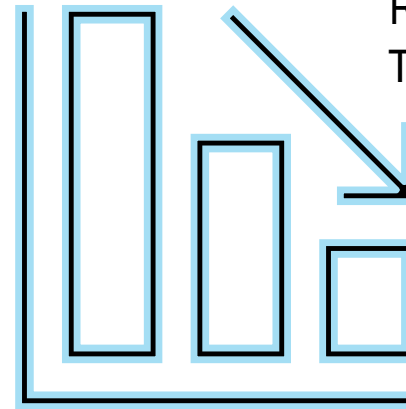
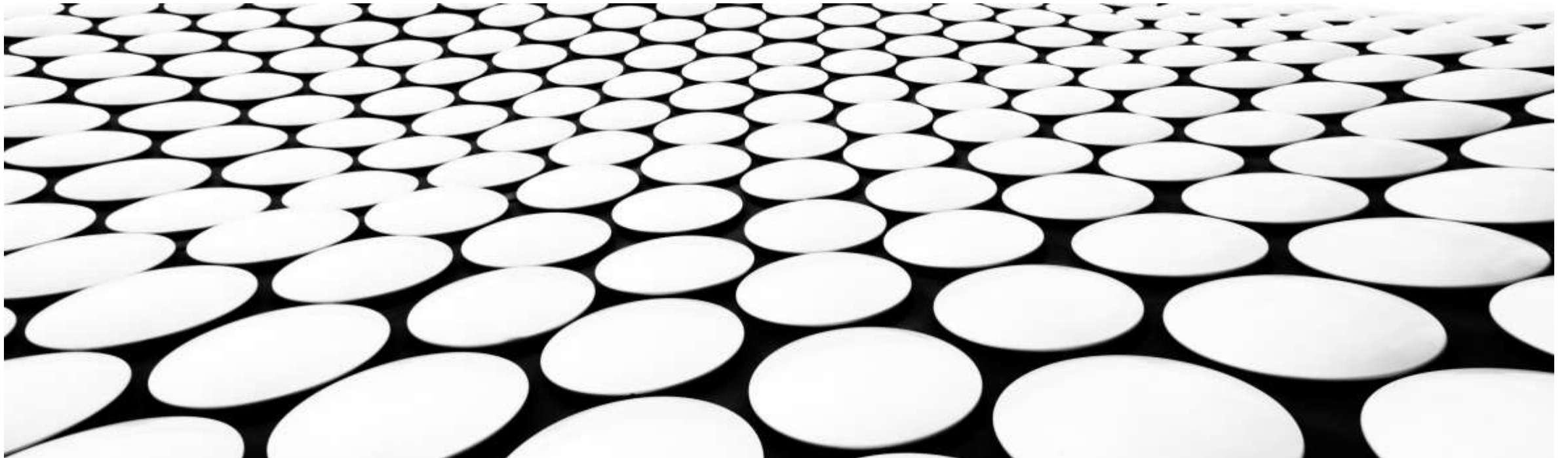


INFLACIJA

OTKUD JE DOŠLA I HOĆE LI OTIĆI BEZ RECESIJE



REGIONALNA FINANCIJSKA KONFERENCIJA
TRAVANJ 2023

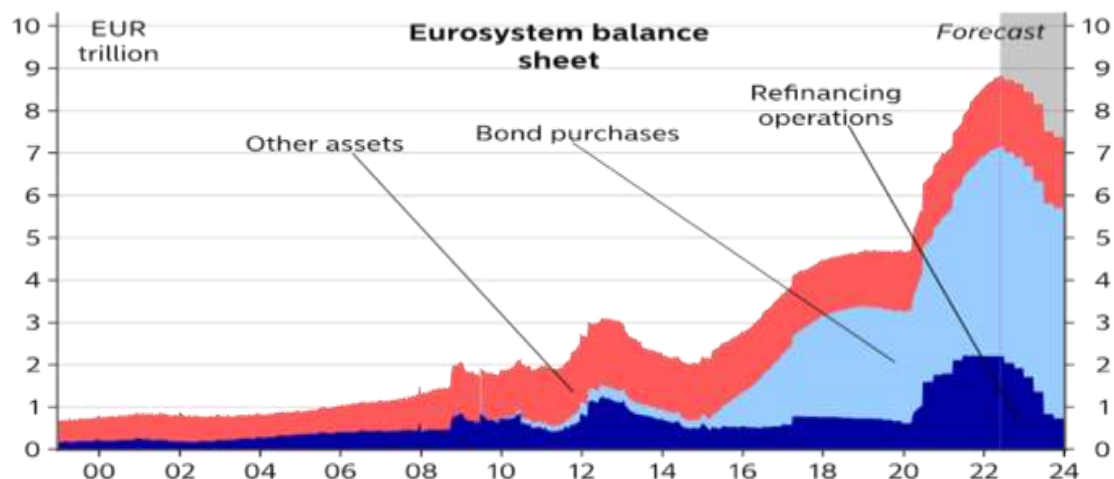


UČINCI INFLACIJE

Inflacija ima snažne učinke preraspodjela imovine, što je često i jedan od glavnih razloga njezine otpornosti. Glavni su učinci inflacije:

- Smanjivanje imovine srednjeg sloja – građana koji imaju značajne uštede. Inflacija i dizanje kamata stvaraju veliki pritisak na one koji imaju portfelj s fiksnim kamatama. Tome su najviše izloženi najkonzervativniji ulagači, tj umirovljenici i mirovinski fondovi.
- Smanjuje teret duga, a najveći je dužnik država. Nominalni rast BDP-a olakšava servisiranje i relativno smanjuje javni dug;
- Učinak na tržišta kapitala je neizvjestan. S jedne strane dionice nude hedging od inflacije, a s druge jako rastu nominalne diskontne stope i rizici;
- Djeluju povoljno na profite financijskog sektora, ali povećava rizike u sustavu.
- Najveće rizike za financijski sektor inflacija generira u fazi ubrzanja i u fazi smirivanja.

MONETARNA POLITIKA I INFLACIJA



Year-over-year change in eurozone harmonized index of consumer prices



Source: Eurostat - By The New York Times

Inflacija se često povezuje s emisijom novca. Iako je ta veza suštinski točna, u razdoblju 2000-2020 ne može se vidjeti jasna poveznica između monetarne politike ECB-a i inflacije.

Ta se veza javlja tek krajem 2020 i početkom 2021 kad je monetarna emisija usmjerena izravno u (re)financiranje javnog duga potrebnog za pokrivanje proračunskih troškova povezanih s COVID19 pandemijom.

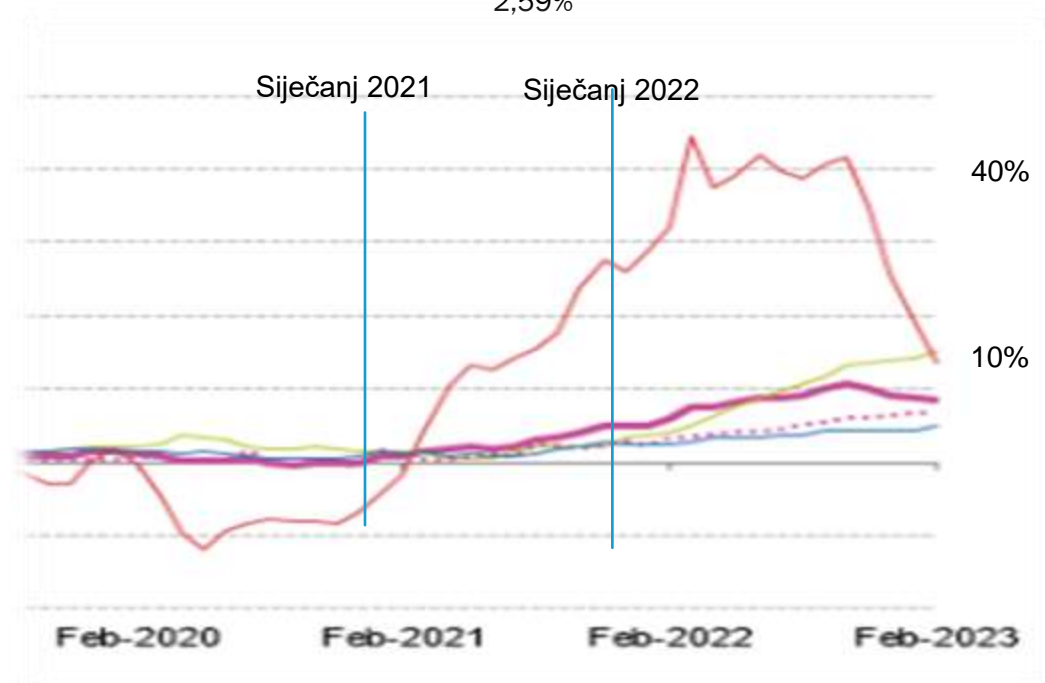
Globalna (USD) inflacija par mjeseci prethodi EU inflaciji. Istovremeno, USD jača prema EUR (sredina 2021 - listopad 2022) za 24% bitno povećavajući uvozne cijene

21.4.2023.

RAST CIJENA U EUROZONI



Cijena energije vodeća je varijabla inflacije u Eurozoni. Rast i pad cijena energije prethodi rastu i padu inflacije.



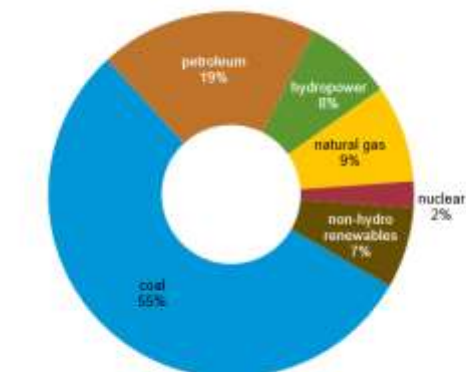
ENERGIJA VODI, ALI KOJA

			Udio u energiji (EEA)	Doprinos porastu cijene	Porast cijena ukupno
■ Nafta :					
■ Sječanj 2021	52 USD	100%	34%		
■ Sječanj 2022	79 USD	152%		18%	36%
■ Sječanj 2023	82 USD	158%		20%	52%
■ Ugljen:					
■ Sječanj 2021	68 USD	100%	12%		
■ Sječanj 2022	182 USD	268%		20%	
■ Sječanj 2023	275 USD	404%		48%	
■ Plin (Nizozemski):					
■ Sječanj 2021	17 EUR	100%	24%		
■ Sječanj 2022	92 EUR	532%		104%	
■ Sječanj 2023	65 EUR	376%		64%	

- Kako bi samo zbog ove tri stavke cijena energije od početka 2021 do početka 2023 trebala porasti 132%, a porasla je „samo” 52%, znači da su ostali izvori djelovali kao snažan stabilizator cijena.

ZANEMARENA VEZA

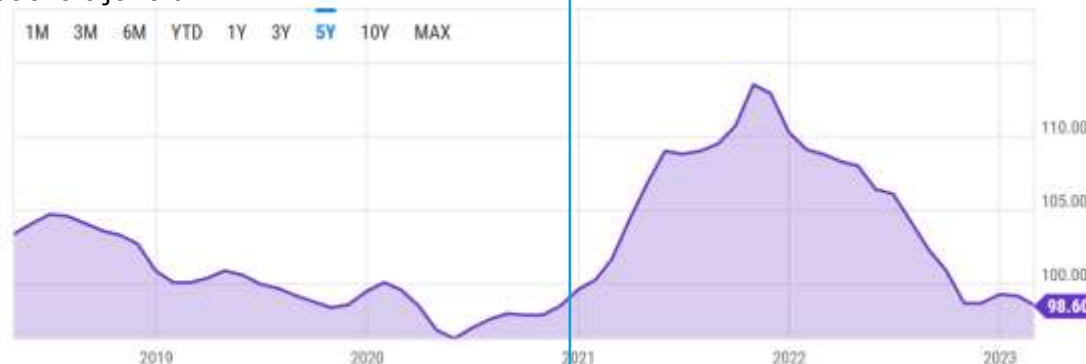
Figure 1. Total primary energy consumption in China by fuel type, 2021



Data source: BP Statistical Review of World Energy 2022
Note: Total may not equal 100% because of independent rounding. Includes only commercial fuel sources and does not account for biomass used outside of power generation.

Proizvođačke cijene u Kini

Godine 2021 Kina sudjeluje u ukupnom uvozu Eu s 22%.



Kineska industrijska proizvodnja i izvoz značajni su faktor stabilizacije cijena.

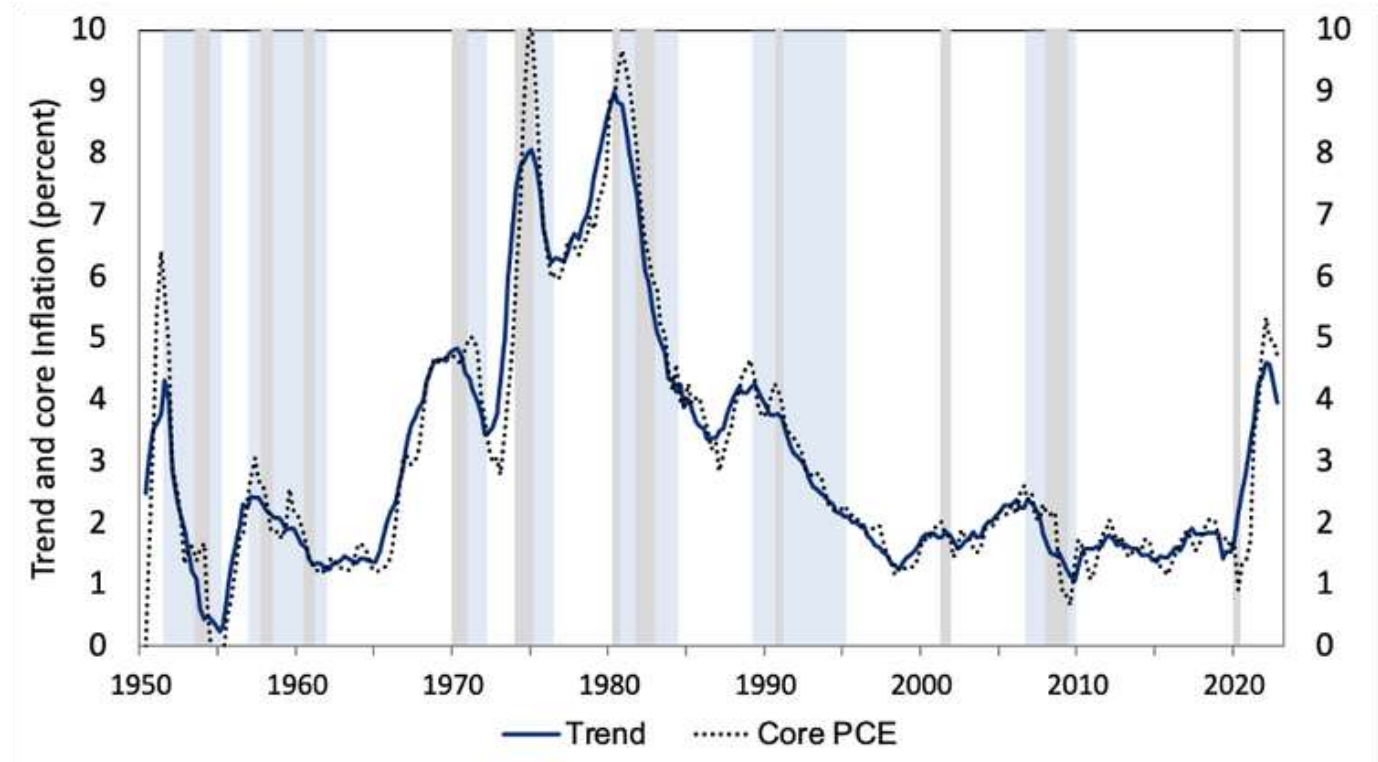
Međutim, Kina je mnogo izloženija cijeni ugljena od prosjeka svijeta i rast Kineskih proizvođačkih cijena počinje u isto vrijeme kad i rast cijena ugljena.

Istovremeno (sredina 2021-Q3 2022) USD jača za 24% prema EUR. Kina uglavnom ugovara izvoz u USD.

U listopadu 2022 kumulativni utjecaj proizvođačkih cijena i tečaja je oko 25% za kupce u EU. Time nestaje stabilizacijski učinak kineskog izvoza. Upravo tada inflacija dosiže vrhunac.

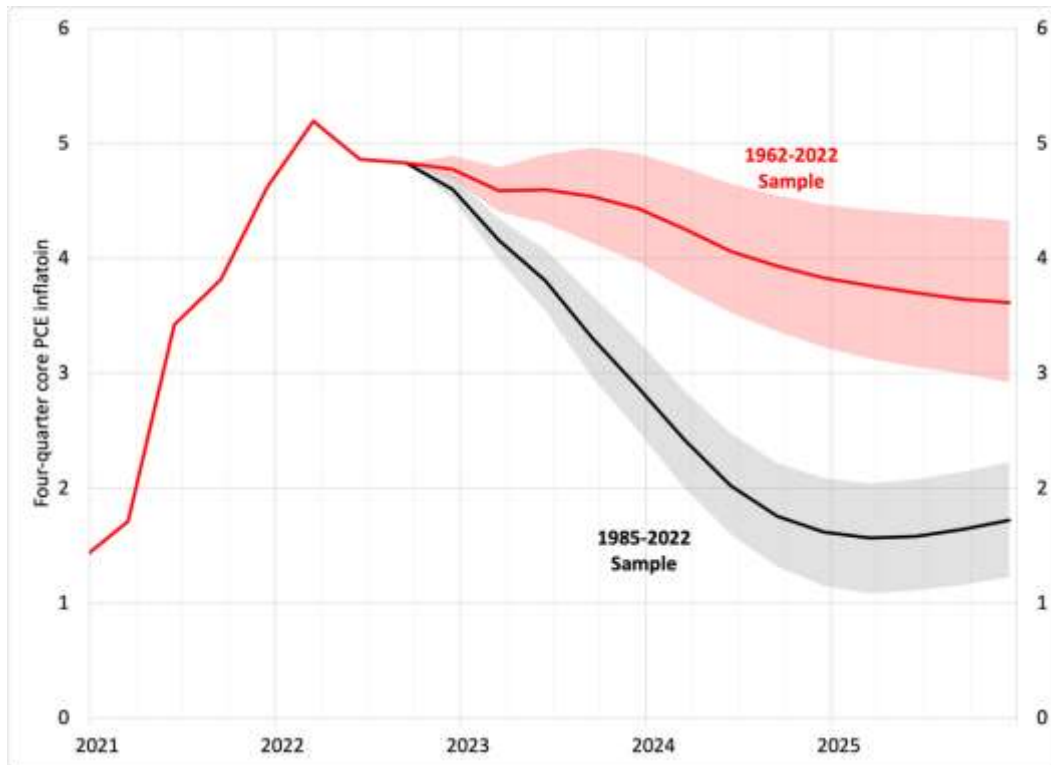
NAKON 1950 U USA, SVAKO SMANJIVANJE INFLACIJE IZAZIVALO JE RECESIJU

Slika se odnosi na USA. Ako se doda Kanada, UK i Njemačka, dobije se od 1950 do danas ukupno 17 perioda dezinflacije s 17 recesija.



Svijetlo plavo – razdoblja monetarne restrikcije
Sivo - recesija

NEIZVJESNOST UČINKA MJERA SMANJIVANJA INFLACIJE ZBOG STRUKTURNE PROMJENE U OČEKIVANJU INFLACIJE POSLIJE 1985

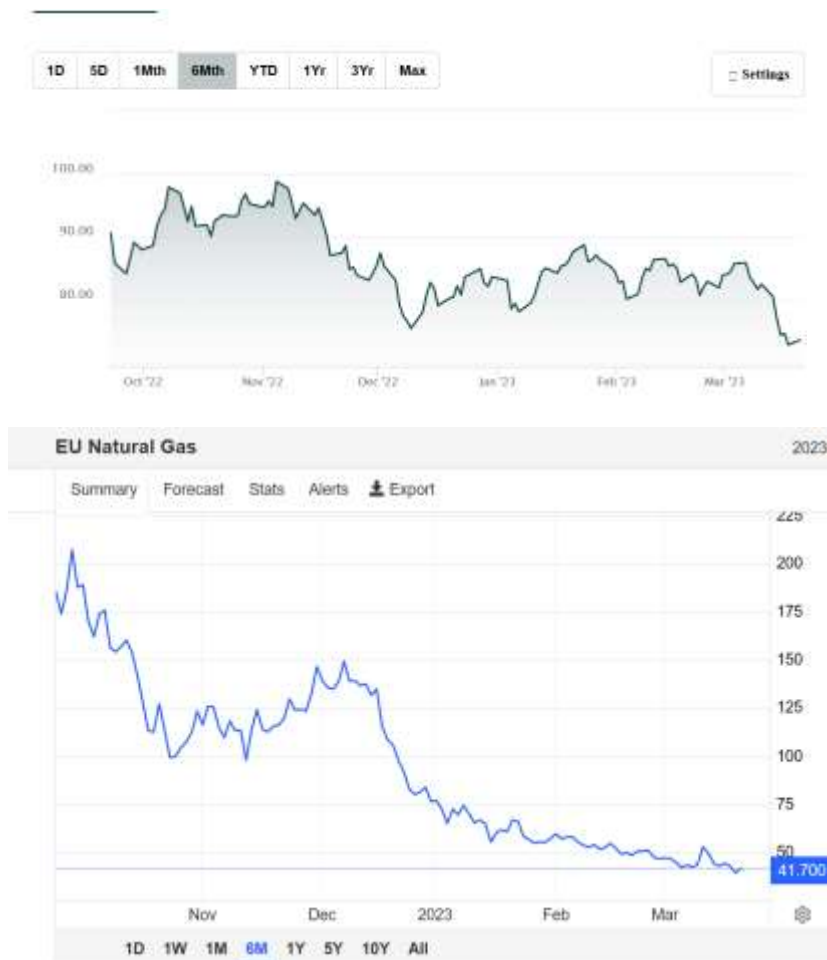


Usporedba prognoza ekonometrijskog modela koji je formiran nad uzorkom makroekonomskih varijabli za USA i za razdoblje od 1962 do danas i istog modela ocijenjenog za razdoblje 1985 do danas.

Oba modela su dala prognozu na osnovu istog skupa makroekonomskih varijabli.

Dugo razdoblje niske inflacije nakon 1985 dovodi do očekivanja brzog smanjivanja inflacije. Hoće li se to dogoditi? Gledano cijelo razdoblje, inflacija je mnogo rezistentnija na primijenjene politike.

ENERGIJA SADA POJEFTINJUJE



Nafta

Plin



Ugljen

HOĆE LI PAD CIJENA ENERGIJE I SIROVINA ZAUSTAVITI INFLACIJU?

Skoro će je sigurno usporiti, ali neće vratiti cijene na razinu iz 2021.

Što će se desiti s inflacijom ovisi o sljedećim pitanjima:

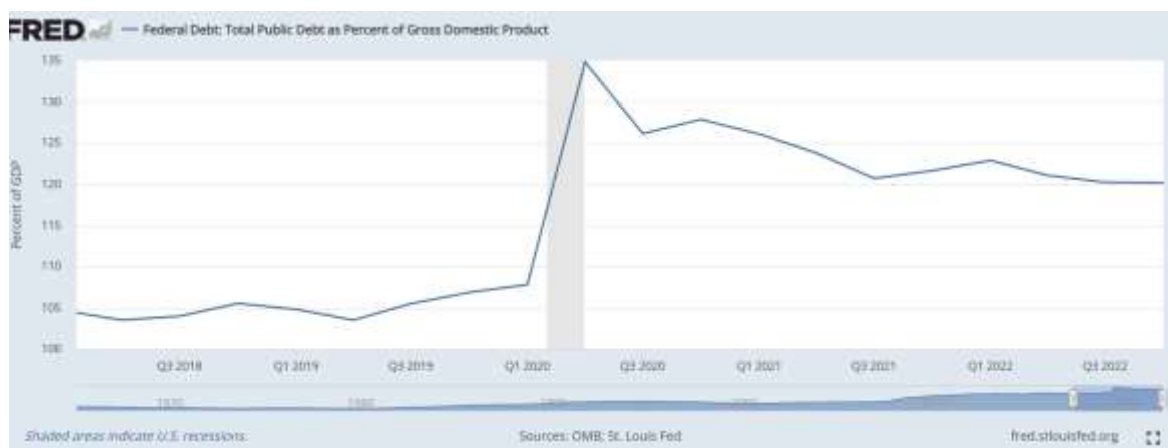
- Pritisak na rast plaća
- Javni dug
- Utjecaj dezinflacije na financijski sektor
- Reakcija izvoznika



PLAĆE (PONEGDJE) ZAOSTAJU ZA INFLACIJOM

- Tijekom 2022 plaće su u Eurozoni porasle 5,1%, a cijene su porasle za 9%. Ako se cijene ne spuste, nastaviti će se pritisak na rast plaća
- U USA su maloprodajne cijene u 2022 porasle za 7%, a plaće za 6,9%, dakle tamo nema gapa.
- U Hrvatskoj su cijene porasle 12% u 2022, dok su plaće porasle 8%. Međutim, nagli rast plaća u siječnju je to poravnao, tako da u Hrvatskoj trenutno nema zaostatka u rastu plaća
- Spirala inicirana rastom plaća može još neko vrijeme održavati malo povišenu, ali relativno nisku inflaciju u usporedbi s 2022.

JAVNI DUG



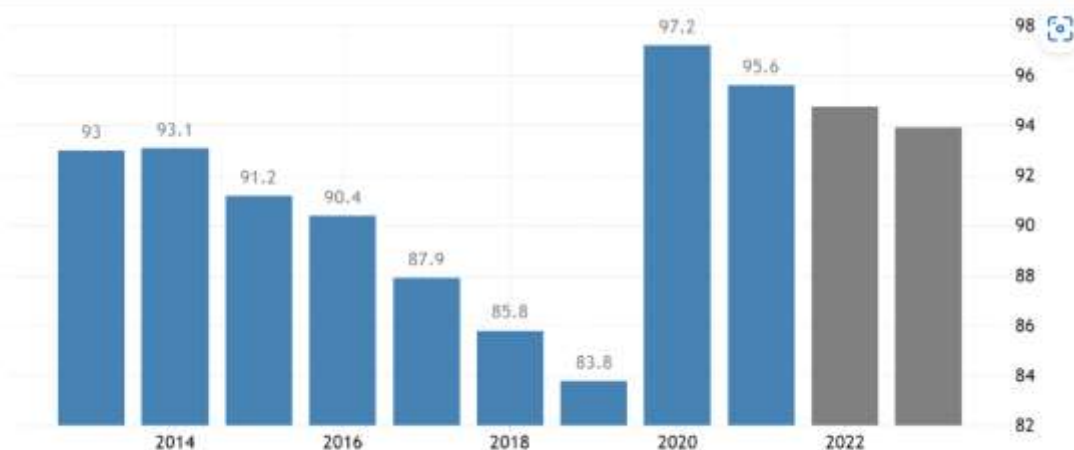
US

Krajem 1945
Javni dug US bio
Je 107% BDP-a

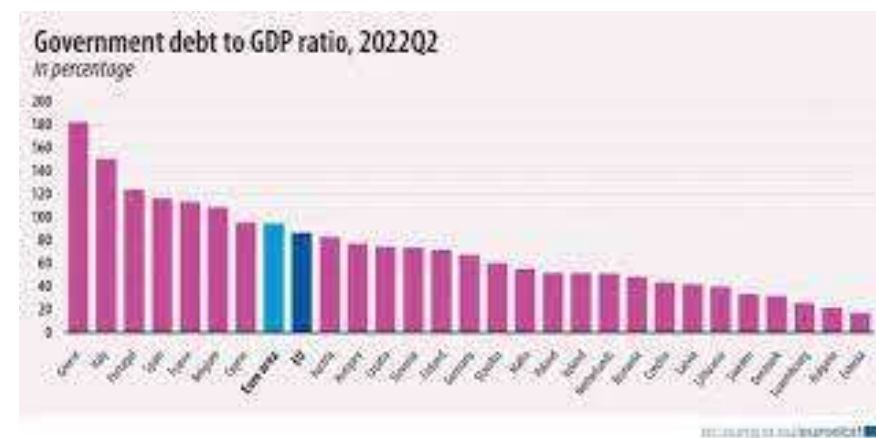
Inflacija relativno smanjuje
javni dug kroz realno negativnu kamatu.

Realno pozitivne kamate brzo povećavaju
javni dug i njegovo servisiranje uskoro
zahtjeva mjere štednje.

Te rashode proračun nije imao tijekom
zadnjih petnaest godina i ako nastupe to će
zahtijevati prilagodbu.



EZ



21.4.2023.

PRORAČUNI VOLE INFLACIJU

- Inflacija relativno smanjuje javni dug kroz realno negativnu kamatu. Uz to seniorage središnjih banaka jača ukupnu poziciju proračuna
- Kod gašenja inflacije realno pozitivne kamate brzo povećavaju javni dug i njegovo servisiranje uskoro zahtjeva mjere štednje. Mjere štednje uzrokuju recesiju
- Recimo realna kamata od 3% na dolar na javni dug povećava rashode US proračuna više od rashoda za obranu.
- Te rashode proračun nije imao tijekom zadnjih petnaest godina i ako nastupe to će zahtijevati prilagodbu. Međutim, oni ne nastupaju brzo, nego se javljaju tek kad se refinancira većina duga. Kako prosječni US dug ima oko 5 godina do dospelosti, godišnje se refinancira oko 20%.
- Brzo gašenje inflacije omogućuje brzo spuštanje kamate i tako se izbjegava potreba štednje. Zato je za proračun bolje da središnja banka djeluje radikalno, jer tako manje duga dospelosti za refinanciranje tijekom dezinflacije
- S druge strane radikalno djelovanje središnje banke često izaziva recesiju
- U slučaju pojedinih zemalja eurozone trošak realne kamate bi bio toliki da bi sadašnja razina duga brzo postala neodrživa. To bi imalo dosta složene posljedice za cijelu eurozonu.

FINANCIJSKI SEKTOR ISTO VOLI INFLACIJU (TKO JE PREŽIVI)

- Inflacija povećava mogućnost kreiranja kamatne marže, ali uzrokuje smanjenje količine novca u opticaju. Ukupni učinak očekivano je pozitivan za banke;
- Najveći rizici su ubrzavanje i usporavanje inflacije. Ubrzavanje inflacije brzo povećava trosak pasive da se sačuvaju depoziti, dok je to kod aktive mnogo teže ostvariti. Ilustrativni primjer je SVB.
- Usporavanje inflacije povećava realnu kamatu. To naglo povećava teret otplate, te time i trošak kreditnih rizika.
- Kako u inflaciji dolazi do sustavnog re-pricinga, najgora je dugoročna imovina s fiksnim prinosom. Nje na žalost ima jako mnogo (javni dug).

REAKCIJA IZVOZNIKA

- Stabilnost cijena velikim se dijelom oslanja na izvoznike koji imaju stalni i sustavni trgovinski suficit (Kina, Indija, Indonezija)
- Stalni trgovinski suficit znači akumulacija ogromnih potraživanja u valuti uvoznika. To nije problem ako je vrijednost tog duga stabilna. No, ako se vrijednost tog duga brzo smanjuje izvoznik ima jaku potrebu da uravnoteži trgovinsku bilancu.
- Smanjivanje priljeva robe iz tih zemalja djelovalo bi na pretežne uvoznike (EU i USA) pro-inflacijski, a na izvoznike snažno pro-recesijski.

MOŽE LI SE SMANJITI INFLACIJA BEZ RECESIJE

- Gledajući u prošlost, rekli bismo ne. Međutim, prošlost nikad ne određuje budućnost;
- Glavni problem je što brzo dizanje kamata usporava rast, dok sporo dizanje kamata sporo smanjuje inflaciju. Pritom više opterećuje proračun budućim visokim kamatama;
- Kakova će biti reakcija kreatora monetarne i fiskalne politike ostaje nam vidjeti. To je posebno zanimljivo u EU gdje je koordinacija monetarne i fiskalne politike izuzetno zahtjevna.