



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

Ekonomski bilten

Broj 2/2024.



Sadržaj

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja	2
Pregled	2
1. Vanjsko okružje	7
2. Gospodarska aktivnost	13
3. Cijene i troškovi	21
4. Kretanja na financijskim tržištima	28
5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja	34
6. Fiskalna kretanja	41
Okviri	44
1. Špekulacija s cijenama nafte i plina u okružju geopolitičkih rizika	44
2. Kako geopolitika mijenja trgovinu	51
3. Kako su kućanstva prilagodila svoje potrošačke i štedne navike visokoj inflaciji?	57
4. Što je utjecalo na inflaciju cijena hrane u europodručju u protekle dvije godine?	63
5. Posuvremenjenje točnosti nedavnih projekcija kratkoročne inflacije stručnjaka Eurosustava/ESB-a	69
6. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 1. studenoga 2023. do 30. siječnja 2024.	76
7. Euro kao svjetska valuta iz perspektive plaćanja	82
8. ESB-ov plan za klimu i prirodu za 2024. i 2025.	86

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja

Pregled

Na sastanku održanom 7. ožujka 2024. Upravno vijeće odlučilo je da će tri ključne kamatne stope ESB-a ostati nepromijenjene. Inflacija se dodatno smanjila od sastanka povezanog s monetarnom politikom koji se održao 25. siječnja 2024. U makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje inflacija je revidirana naniže, i to posebno za 2024., uglavnom zbog manjeg doprinosa cijena energije. Stručnjaci ESB-a sada predviđaju da će inflacija prosječno iznositi 2,3 % u 2024., 2,0 % u 2025. i 1,9 % u 2026. Revidirane su naniže i projekcije inflacije bez energije i hrane: prosječna stopa za 2024. iznosi 2,6 %, za 2025. 2,1 % te za 2026. 2,0 %. Premda se većina mjera temeljne inflacije dodatno smanjila, domaći cjenovni pritisci i dalje su snažni, djelomično zbog snažnog rasta plaća. Uvjeti financiranja restriktivni su, a prethodna povećanja kamatnih stopa i dalje nepovoljno utječu na potražnju, što pridonosi smanjenju inflacije. Stručnjaci ESB-a revidirali su projekciju gospodarskog rasta za 2024. naniže, i to na 0,6 %. Očekuje se da će gospodarska aktivnost u kratkoročnom razdoblju ostati slaba. Stručnjaci ESB-a očekuju da će gospodarska aktivnost potom jačati i rasti po stopi od 1,5 % u 2025. i 1,6 % u 2026., čemu će na početku pridonijeti potrošnja, a poslije i ulaganje.

Upravno vijeće odlučno se zalaže za skori povratak inflacije na njegov srednjoročni cilj od 2 %. Na temelju svoje sadašnje procjene Upravno vijeće smatra da su ključne kamatne stope ESB-a na razinama na kojima će, zadržane dovoljno dugo, dati znatan doprinos postizanju tog cilja. Upravno vijeće budućim će odlukama određivati razine ključnih kamatnih stopa koje će biti dovoljno restriktivne onoliko dugo koliko to bude potrebno.

Pri određivanju odgovarajuće razine restriktivnosti i trajanja restriktivne monetarne politike Upravno vijeće nastavit će primjenjivati pristup koji se zasniva na podacima. Naime, njegove će odluke o kamatnim stopama ovisiti o njegovoj procjeni inflacijskih izgleda na temelju novih gospodarskih i financijskih podataka te dinamici temeljne inflacije i jačini transmisije monetarne politike.

Gospodarska aktivnost

Gospodarstvo je i dalje slabo. Potrošači su i nadalje bili suzdržani u potrošnji, dinamika ulaganja bila je umjerenija i poduzeća su manje izvozila zbog usporavanja inozemne potražnje i gubitaka konkurentnosti. Međutim, ankete upućuju na postupan oporavak tijekom 2024. Kako se inflacija bude smanjivala i kako plaće budu i dalje rasle, realni dohodci povećat će se i poduprijeti gospodarski rast. Osim toga, nepovoljni utjecaj prethodnih povećanja kamatnih stopa postupno će slabjeti i potražnja za izvozom europodručja trebala bi porasti.

Stopa nezaposlenosti na najnižoj je razini od uvođenja eura. Stopa rasta zaposlenosti u posljednjem tromjesečju 2023. iznosila je 0,3 % i ponovno bila veća od stope gospodarskog rasta. Stoga se nastavilo smanjivanje proizvodnje po zaposlenom. Istodobno, poslodavci oglašavaju manje slobodnih radnih mjesta i manje poduzeća izvještava o ograničenju proizvodnje zbog manjka radne snage.

Prema projekcijama iz ožujka 2024. očekuje se da će gospodarski rast postupno jačati tijekom 2024. usporedno s rastom realnog raspoloživog dohotka u uvjetima pada inflacije i snažnog rasta plaća te poboljšanim trgovinskim uvjetima. S obzirom na to da trenutačni poremećaji pomorskog prijevoza u Crvenome moru vjerojatno neće prouzročiti znatna nova ograničenja na strani ponude, očekuje se da će rast izvoza dosegnuti sve veću inozemnu potražnju. Očekuje se da će oporavku u srednjoročnom razdoblju pridonijeti i postupno slabljenje utjecaja pooštavanja monetarne politike ESB-a. Općenito govoreći, očekuje se da će godišnji prosječni rast realnog BDP-a iznositi 0,6 % u 2024. i povećati se na 1,5 % u 2025. te 1,6 % u 2026. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2023. izgledi za rast BDP-a revidirani su naniže za 2024. zbog učinaka prijenosa prethodnih negativnih iznenađenja i zbog novih informacija o slabijim budućim kretanjima. Nerevidirani su za 2025. i revidirani su malo naviše za 2026.

Vlade bi trebale nastaviti ukidati mjere potpore povezane s energijom kako bi omogućile održiv nastavak procesa dezinflacije. Trebalo bi ojačati fiskalne i strukturne politike tako da pridonose produktivnosti i konkurentnosti gospodarstva europodručja, povećanju kapaciteta proizvodnje te postupnom smanjivanju velikog udjela javnog duga u BDP-u. Brža provedba programa Next Generation EU i veće zalaganje za uklanjanje nacionalnih prepreka produbljivanju i većoj integraciji bankovnih tržišta i tržišta kapitala mogu pridonijeti povećanju ulaganja u zelenu i digitalnu tranziciju i smanjiti cjenovne pritiske u srednjoročnom razdoblju. Treba bez odgode provesti revidirani okvir gospodarskog upravljanja EU-a.

Inflacija

Inflacija se blago smanjila na 2,8 % u siječnju i, prema brznoj procjeni Eurostata, na 2,6 % u veljači. Inflacija cijena hrane ponovno se smanjila, i to na 5,6 % u siječnju i 4,0 % u veljači, dok su cijene energije u oba mjeseca nastavile padati u odnosu na prethodnu godinu, ali slabijom dinamikom nego u prosincu. Nastavila se smanjivati i inflacija cijena dobara, i to na 2,0 % u siječnju i 1,6 % u veljači. Inflacija cijena usluga, koja je tri uzastopna mjeseca iznosila 4,0 %, blago se smanjila na 3,9 % u veljači.

Većina mjera temeljne inflacije nastavila se smanjivati u siječnju zbog daljnjeg slabljenja utjecaja prošlih šokova na strani ponude i nepovoljnog utjecaja pooštrene monetarne politike na potražnju. Međutim, domaći cjenovni pritisci još su pojačani, među ostalim zbog snažnog rasta plaća i smanjivanja produktivnosti rada. Istodobno, postoje naznake da rast plaća postaje umjereniji. Osim toga, dobit apsorbira dio većih troškova rada, što smanjuje inflacijske učinke.

Očekuje se da će se trend smanjenja inflacije u sljedećim mjesecima nastaviti. Dugoročnije gledano, očekuje se da će se inflacija smanjiti na ciljnu razinu Upravnog vijeća zbog umjerenijega kretanja troškova rada i slabljenja utjecaja prošlih šokova cijena energije, uskih grla u opskrbnim lancima i ponovnog otvaranja gospodarstva poslije pandemije. Mjere dugoročnijih inflacijskih očekivanja i dalje su uglavnom stabilne i većinom su na razini od oko 2 %.

Prema projekcijama iz ožujka 2024. predviđa se da će se nastaviti smanjivanje inflacije zbog daljnjeg slabljenja pritiska proizvođačkih troškova i utjecaja pooštavanja monetarne politike, premda umjerenijim tempom nego u 2023. Očekuje se da će se nastaviti slabljenje pritiska proizvođačkih troškova jer bi poremećaji pomorskog prijevoza u Crvenome moru trebali imati tek ograničen utjecaj na njihovo jačanje. Kako cijene energije budu padale, najveći doprinos inflaciji bez energije i hrane trebala bi dati snažna kretanja troškova rada. Očekuje se da će rast nominalnih plaća ostati na povišenim razinama zbog kontinuirane oskudice na tržištu rada, ali bi se tijekom projekcijskog razdoblja trebao postupno smanjivati zbog slabljenja utjecaja naknade za inflaciju na rast inflacije. Jačanje rasta produktivnosti trebalo bi pridonijeti ublažavanju pritiska troškova rada. Rast dobiti trebala bi se smanjivati tijekom projekcijskog razdoblja i biti zaštitni sloj za prijenos troškova rada. Sveukupno, očekuje se da će se prosječna ukupna inflacija smanjiti s 5,4 % u 2023. na prosječnih 2,3 % u 2024., 2,0 % u 2025. i 1,9 % u 2026. S obzirom na slabe izgleda za inflaciju cijena energije očekuje se da će ukupna inflacija ostati niža od inflacije bez energije i hrane tijekom cijeloga projekcijskog razdoblja. U odnosu na projekcije iz prosinca 2023. ukupna inflacija revidirana je naniže za 2024. i 2025. uglavnom zbog izravnih i neizravnih učinaka pretpostavki o nižim cijenama energenata i slabijim pritiscima troškova rada, a za 2026. nije revidirana.

Procjena rizika

Rizici za gospodarski rast i dalje su pretežno negativni. Rast bi mogao biti slabiji budu li učinci monetarne politike snažniji nego što se očekuje. Na rast u europodručju nepovoljno bi utjecalo i slabije globalno gospodarstvo ili daljnje usporavanje globalne trgovine. Neopravdani rat koji Rusija vodi protiv Ukrajine i tragični sukob na Bliskom istoku važni su izvori geopolitičkog rizika. Stoga bi moglo oslabjeti povjerenje poduzeća i kućanstava u budućnost te doći do poremećaja u globalnoj trgovini. Rast bi mogao biti veći bude li se inflacija smanjivala brže nego što se očekuje i dovede li rast realnih dohodaka do potrošnje koja bi bila veća od očekivane te bude li rast svjetskoga gospodarstva snažniji nego što se očekuje.

Među pozitivnim su rizicima za inflaciju povećana geopolitička napetost, posebno na Bliskom istoku, zbog koje bi mogle porasti cijene energije i troškovi teretnog prijevoza u kratkoročnom razdoblju i koja bi mogla dovesti do poremećaja u globalnoj trgovini. Inflacija bi mogla nadmašiti očekivanja i u slučaju da rast plaća bude veći od očekivanoga ili se profitne marže pokažu otpornijima. Nasuprot tomu, inflacija bi mogla biti iznenađujuće niska u slučaju da nepovoljan utjecaj monetarne politike na potražnju bude veći od očekivanoga ili se gospodarsko okruženje u ostatku svijeta neočekivano pogorša.

Financijski i monetarni uvjeti

Tržišne kamatne stope povećale su se od sastanka Upravnog vijeća 25. siječnja 2024., a širi uvjeti financiranja i dalje su restriktivni zbog njegove monetarne politike. Kamatne stope na kredite poduzećima uglavnom su se stabilizirale, a kamatne stope na hipotekarne kredite smanjile su se u prosincu i siječnju. Bez obzira na to, kamatne stope na kredite i dalje su bile na povišenim razinama: 5,2 % za kredite poduzećima i 3,9 % za hipotekarne kredite.

Bankovno kreditiranje poduzeća u prosincu je postalo pozitivno i raslo je po godišnjoj stopi od 0,5 %. No u siječnju se godišnja stopa rasta blago smanjila na 0,2 % zbog negativnog toka u tom mjesecu. Rast kredita kućanstvima nastavio je slabjeti: u siječnju se godišnja stopa rasta kredita kućanstvima smanjila na 0,3 %. Najširi monetarni agregat (M3) rastao je po niskoj stopi od 0,1 %.

Odluke o monetarnoj politici

Ključne kamatne stope ESB-a ostale su nepromijenjene: kamatna stopa za glavne operacije refinanciranja iznosi 4,50 %, kamatna stopa za mogućnost posudbe na kraju dana 4,75 %, a kamatna stopa na novčani depozit 4,00 %.

Portfelj programa kupnje vrijednosnih papira (engl. *asset purchase programme*, APP) smanjuje se umjerenom i predvidljivom dinamikom jer Eurosustav više ne reinvestira glavnice dospjelih vrijednosnih papira.

U prvoj polovini 2024. Upravno vijeće namjerava i dalje u potpunosti reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase programme*, PEPP). U drugoj polovini godine namjerava mjesečno smanjivati portfelj PEPP-a za prosječno 7,5 mlrd. EUR. Upravno vijeće namjerava obustaviti reinvestiranje u sklopu PEPP-a na kraju 2024.

Upravno vijeće i dalje će, radi smanjenja rizika za transmisijski mehanizam monetarne politike povezanih s pandemijom, fleksibilno reinvestirati dospjele iznose 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 i otplate pozajmljenih iznosa stajalištu monetarne politike.

Zaključak

Na sastanku održanom 7. ožujka 2024. Upravno vijeće odlučilo je da će tri ključne kamatne stope ESB-a ostati nepromijenjene. Upravno vijeće odlučno se zalaže za skori povratak inflacije na njegov srednjoročni cilj od 2 %. Na temelju svoje sadašnje procjene Upravno vijeće smatra da su ključne kamatne stope ESB-a na razinama na kojima će, zadržane dovoljno dugo, dati znatan doprinos postizanju tog cilja.

Upravno vijeće budućim će odlukama određivati razine ključnih kamatnih stopa ESB-a koje će biti dovoljno restriktivne onoliko dugo koliko to bude potrebno. Pri određivanju odgovarajuće razine restriktivnosti i trajanja restriktivne monetarne politike Upravno vijeće nastavit će primjenjivati pristup koji se zasniva na podacima. U svakom slučaju, Upravno vijeće spremno je prilagoditi sve instrumente u sklopu svojih ovlasti kako bi se inflacija u srednjoročnom razdoblju vratila na ciljnu razinu od 2 % i kako bi se očuvala neometana transmisija monetarne politike.

1. Vanjsko okružje

Globalni rast usporio se na prijelazu u 2024., zrcaleći prenošenje pooštavanja monetarne politike na svjetsko gospodarstvo. Usporavanje rasta potrošnje djelomično odražava iščezavanje povoljnih činitelja u glavnim razvijenim gospodarstvima u uvjetima postupnog hlađenja tržišta rada koja unatoč tome i nadalje bilježe nedostatak radne snage i iscrpljivanja viška štednje akumulirane tijekom pandemije. U Kini je osobna potrošnja i nadalje prigušena u okružju niskog obujma trgovanja na tržištu nekretnina. Predviđa se da će se globalne godišnje stope rasta postupno smanjivati u razdoblju između 2024. i 2026. i da će njihova razina u srednjoročnom razdoblju ostati nešto niža od one u posljednjem desetljeću. U usporedbi s makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2023., makroekonomske projekcije globalnog rasta za ovu godinu stručnjaka ESB-a iz ožujka 2024. revidirane su naviše, uglavnom zahvaljujući snažnijem rastu u Sjedinjenim Američkim Državama. Za ovu godinu predviđa se i oporavak globalne trgovine te nakon toga njezin daljnji rast više u skladu s globalnom aktivnošću. Iako projekcija za globalnu trgovinu uglavnom ostaje nepromijenjena u usporedbi s projekcijama iz prosinca 2023., očekuje se da će tijekom projekcijskog razdoblja globalna trgovina ostati ispod trenda zabilježenog u prijašnjem razdoblju. Predviđa se da će se globalna inflacija smanjiti tijekom tog razdoblja.

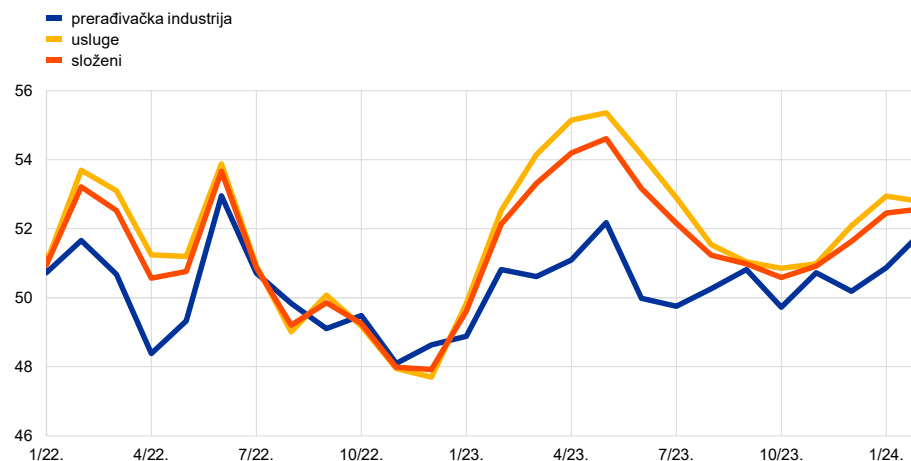
Globalni gospodarski rast usporio se na prijelazu u 2024., zrcaleći prenošenje pooštavanja monetarne politike na svjetsko gospodarstvo. Procjenjuje se da se rast globalnoga realnog BDP-a usporio s 1,0 % u trećem tromjesečju 2023. na 0,8 % u četvrtom tromjesečju 2023.¹ Gledano u cjelini, procjenjuje se da je globalna gospodarska aktivnost porasla za 3,5 % u 2023., što je dinamika slična onoj iz prethodne godine i prosječnoj stopi rasta u posljednjem desetljeću. Ona također premašuje za 0,2 postotna boda globalnu stopu rasta iz makroekonomskih projekcija stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2023. Međutim, najnoviji podatci upućuju na to da se rast globalne potrošnje usporava u uvjetima slabljenja činitelja koji potiču osobnu potrošnju. Iako i nadalje donekle bilježi nedostatak radne snage, tržište rada postupno se usporava u glavnim razvijenim gospodarstvima, kao što se vidi iz pada stope slobodnih radnih mjesta u odnosu na stopu nezaposlenosti i postupan pad nominalnog rasta plaća. Osim toga, višak štednje akumuliran tijekom pandemije uvelike je iscrpljen. U Kini je osobna potrošnja i nadalje slaba u okružju kretanja na tržištu stambenih nekretnina. Stoga globalna osobna potrošnja, koja je u razdoblju oporavka nakon pandemije pridonosila gospodarskoj aktivnosti, ostaje prigušena. Prema najnovijim podacima globalni kompozitni indeks PMI za proizvodnju blago je porastao u veljači, što upućuje na povećanu aktivnost i u prerađivačkoj industriji i u sektoru usluga (Grafikon 1.). Međutim, taj signal treba promatrati u svjetlu šireg skupa novih podataka koji i nadalje općenito upućuju na prigušenu globalnu aktivnost.

¹ S obzirom na to da se u ovom odjeljku opisuju kretanja u globalnom okružju, sva upućivanja na svjetske i/ili globalne agregatne gospodarske pokazatelje isključuju europodručje.

Grafikon 1.

Globalna proizvodnja mjerena indeksom PMI

(indeksi rasprostranjenosti)



Izvori: S&P Global Market Intelligence i izračun stručnjaka ESB-a
Napomena: Posljednji podatci odnose se na veljaču 2024.

Predviđa se da će se globalni rast postupno smanjiti tijekom projekcijskog razdoblja.

Nešto sporiji rast ove godine odražava nastavak iščezavanja učinka spomenutih činitelja koji su poticali osobnu potrošnju u razvijenim gospodarstvima u razdoblju nakon pandemije. Tim su kretanjima pridonijeli učinci prijašnjeg pooštavanja monetarne politike kao i povećana nesigurnost u uvjetima geopolitičkih napetosti. Gledano u cjelini, očekuje se da će globalni rast realnog BDP-a ove godine biti 3,4 %, ali potom će se usporiti na 3,2 % godišnje u razdoblju između 2025. i 2026., dinamikom nešto sporijom od one zabilježene u posljednjem desetljeću. Globalni rast revidiran je naviše za ovu godinu u usporedbi s makroekonomskim projekcijama iz prosinca 2023., uglavnom zahvaljujući učinku prijenosa snažnog rasta u Sjedinjenim Američkim Državama.

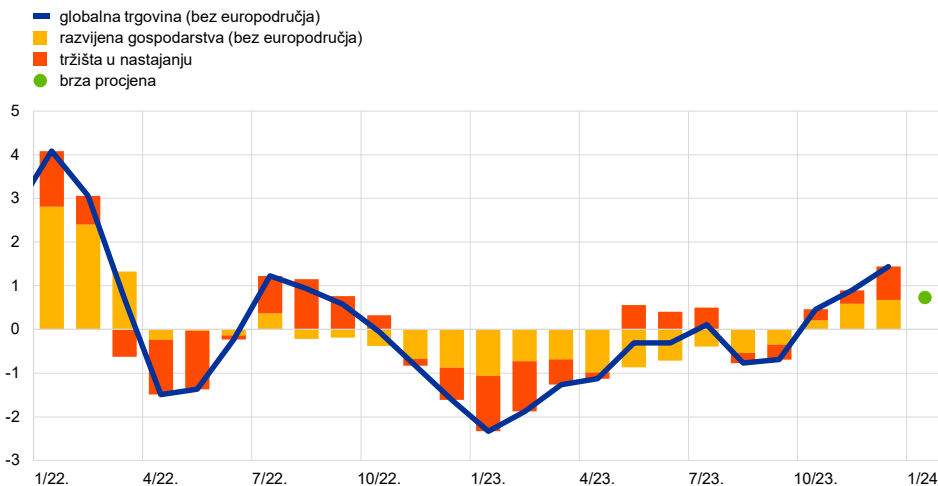
Rast globalne trgovine i nadalje je pozitivan.

Rast svjetske robne razmjene zabilježio je pozitivan rast u četvrtom tromjesečju 2023. i procjenjuje se da je ostao pozitivan u siječnju 2024. (Grafikon 2.). To poboljšanje odražava korekcije kretanja koja su obilježila oporavak nakon pandemije, poput okretanja potrošnje s robe na usluge i prilagodbe globalnih zaliha. Očekuje se da će se globalna trgovina nastaviti oporavljati s postupnim smanjivanjem utjecaja kretanja iz razdoblja nakon pandemije i stabilizacijom ciklusa globalne prerađivačke industrije i privatnih investicija početkom 2024. Očekuje se da će i poboljšanje globalnoga tehnološkog ciklusa, ranog pokazatelja ukupnog rasta prerađivačke industrije, podupirati trgovinu u kratkoročnom razdoblju.²

² Smatra se da kretanja u globalnoj prerađivačkoj industriji tehnološke robe poput računala, elektroničke i električne opreme nagovještavaju buduća kretanja u sektoru globalne prerađivačke industrije i u širem smislu globalnoga gospodarstva. Vidi okvir pod nazivom „What the maturing tech cycle signals for the global economy”, *Ekonomski bilten*, broj 3, ESB, 2019.

Grafikon 2. Rast robne razmjene

(realni uvoz, tromjesečne anualizirane promjene u postotcima, postotni bodovi)



Izvori: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, nacionalni izvori iz LSEG-a i izračun stručnjaka ESB-a
Napomene: Brza procjena uključuje posljednje objavljene podatke primjenom prognoze globalnih agregata i niza makroekonomskih varijabla. Posljednji podatci odnose se na prosinac 2023. za službene podatke CPB-a i na siječanj 2024. za brzu procjenu.

Poremećaji u brodskom prometu na Crvenom moru mogli bi kočiti oporavak globalne robne razmjene, no u ovome se trenutku smatra da je njihov utjecaj ograničen. Opseg provoza kroz Crveno more znatno je pao jer brodarska društva izbjegavaju to područje i preusmjeravaju svoje brodove na rutu koja vodi preko Rta dobre nade. No bez obzira na to, gledano u cjelini, globalni opskrbeni lanci i nadalje ostaju snažni – na globalnoj se razini ove godine vrijeme potrebno za isporuku samo blago produljilo. Ono je i nadalje u skladu s njegovim povijesnim prosjekom, odnosno znatno je ispod razina zabilježenih u razdoblju ozbiljnih napetosti u globalnim opskrbnim lancima između 2021. i 2022. Niz je činitelja koji povoljno djeluju. Kao prvo, brodarski su kapaciteti izdašni jer globalna potražnja za robom relativno je prigušena, a povećana je flota teretnih brodova. Kao drugo, razina zagušenja u svjetskim lukama i nadalje je uglavnom nepromijenjena, što upućuje na sposobnost tih luka za prihvrat preusmjerenih brodova. I naposljetku, velika zaliha proizvođača pomaže u ublažavanju utjecaja produženog vremena isporuke na proizvodnju. Međutim, rizici za globalnu trgovinu i inflaciju i nadalje će biti prisutni ako se poremećaji na Crvenom moru pojačaju i pokažu trajnima.³

Za ovu godinu predviđa se postupni oporavak globalne trgovine i nakon toga njezin daljnji rast više u skladu s globalnom aktivnošću. Očekuje se da će se rast globalnog uvoza povećati s 1,2 % u 2023. na 2,8 % ove godine te će se nakon toga postupno ubrzavati na 3,1 % u 2025. i na 3,2 % u 2026., što je uglavnom u skladu s prethodnim projekcijama. No, unatoč projiciranom oporavku, predviđa se da će globalna trgovina ostati ispod svojega povijesnog trenda i odražavati utjecaj kontinuiranih strukturnih promjena u trgovinskim odnosima uzrokovanih rastućim geopolitičkim napetostima. Predviđa se postupniji oporavak inozemne potražnje

³ Za iscrpnu procjenu poremećaja na Crvenom moru i njihov utjecaj na globalno gospodarstvo i europsko područje vidi Okvir 3. u [Makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europsko područje, ožujak 2024.](#), objavljenima na mrežnim stranicama ESB-a 7. ožujka 2024.

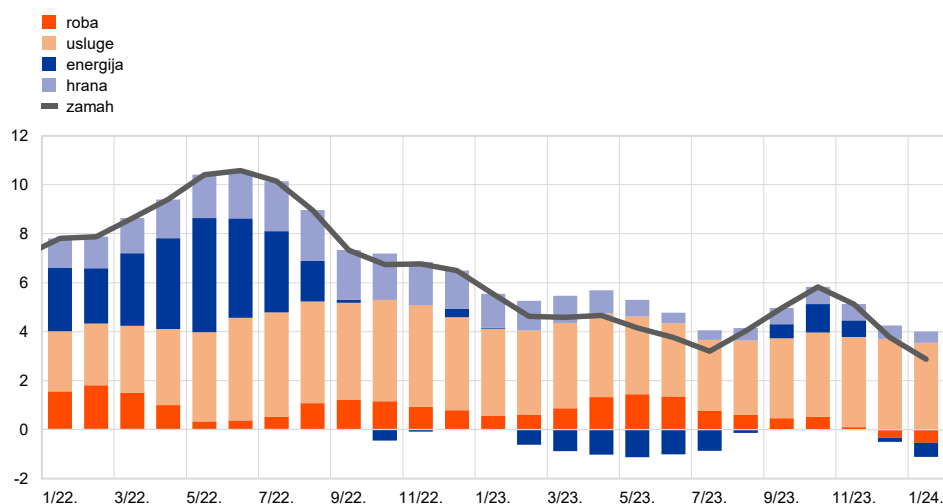
europodručja u usporedbi s prethodnim projekcijama zbog slabijeg rasta uvoza prošle godine u pojedinim glavnim trgovinskim partnerima europodručja, uključujući Ujedinjenu Kraljevinu i zemlje srednje i istočne Europe. Taj slabiji rast utječe na postupniji oporavak inozemne potražnje europodručja ove godine u usporedbi s projekcijama iz prosinca 2023.

Nastavlja se postupni trend dezinflacije. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena (IPC) u državama članicama Organizacije za gospodarsku suradnju i razvoj (OECD) smanjila se na 5,7 % u siječnju sa 6,0 % u prethodnom mjesecu. Temeljna inflacija (bez hrane i energije) blago se smanjila na 6,6 % u siječnju sa 6,7 % u prosincu. Zamah ukupne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena, iskazan kao tromjesečna anualizirana promjena, upućuje na vjerojatni nastavak globalnog trenda dezinflacije u 2024., iako se očekuje da će se brzina dezinflacije usporiti u usporedbi s proteklom godinom (Grafikon 3.). To potvrđuju posljednji pokazatelji indeksa PMI za cijene inputa i outputa koji su vodeći pokazatelji globalne temeljne inflacije cijena robe i usluga. Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz ožujka 2024. očekuje se da će se dezinflacija u smjeru ciljeva središnjih banaka postupno nastaviti tijekom projekcijskog razdoblja u razvijenim gospodarstvima, dok će inflacija u gospodarstvima u nastajanju ove godine blago porasti prije nego što opet počne padati. Ta dinamika odražava višu projiciranu inflaciju u pojedinim većim gospodarstvima poput Kine, Rusije i Turske. Predviđa se da će rast izvoznih cijena konkurenata europodručja ove godine zabilježiti pozitivne vrijednosti i ostati na svojem procijenjenom dugoročnom prosjeku tijekom preostalog dijela projekcijskog razdoblja. Ovaj je rast u 2024. revidiran blago niže u usporedbi s projekcijama iz prosinca 2023. zbog smanjenog pritiska proizvođačkih troškova i nižih cijena energenata.

Grafikon 3.

Zamah ukupne inflacije potrošačkih cijena na području OECD-a

(tromjesečne anualizirane promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: OECD i izračun ESB-a

Napomene: Doprinosi odnosnih sastavnica zamaha ukupne inflacije na području OECD-a prikazani na grafikonu dobiveni su primjenom pristupa „odozdo prema gore“ upotrebom dostupnih podataka za svaku zemlju, koji zajedno čine 84 % agregata za područje OECD-a. Inflacija cijena proizvoda izračunata je kao rezidual doprinosa ukupnih proizvoda umanjenoj za doprinose energije i hrane. Posljednji podatci odnose se na siječanj 2024.

U razdoblju od projekcija iz prosinca, cijene sirove nafte ostale su uglavnom nepromijenjene, dok su europske cijene plina znatno pale. Cijene nafte i nadalje su relativno stabilne, unatoč povećanom geopolitičkom riziku na Bliskom istoku. Napadi pobunjenih Huta na brodove na Crvenom moru doveli su do određenih poremećaja u trgovini naftom. No, to uglavnom nije utjecalo na trgovinu naftom koja se odvija kroz mnogo važniji Hormuški tjesnac, čime se ublažio utjecaj na gospodarstvo tih napada. I prijevoz brodovima kroz Crveno more koji je preusmjeren na Rt dobre nade ograničio je pritisak na rast cijena nafte zbog većih troškova prijevoza koji čine samo oko 1 % – 2 % cijene nafte. Na cijene nafte nije uglavnom djelovalo ni smanjenje opskrbe koje su skupine zemalja OPEC-a+ najavile krajem studenoga za prvo tromjesečje 2024. i naknadno ga produžile na drugo tromjesečje. Gledano u cjelini, očekuje se da će globalno tržište nafte ostati uravnoteženo u prvom tromjesečju 2024., a u preostalom dijelu godine bilježiti višak zbog veće ponude nafte iz Sjedinjenih Američkih Država i slabije potražnje za naftom u razvijenim gospodarstvima. Europske cijene plina snažno su pale, uglavnom zbog manje potražnje, čemu je pridonijela kombinacija činitelja poput blage zime, smanjene potrošnje plina kućanstava i smanjene industrijske aktivnosti. Činitelji ponude također su povoljno djelovali na niže cijene plina zbog i nadalje visokih razina zaliha plina.

Rast u Sjedinjenim Američkim Državama i nadalje je snažan, no ove se godine očekuje njegovo smanjenje. Visokofrekventni pokazatelji poput pouzdanja potrošača i maloprodaje upućuju na donekle mješovite signale u vezi s osobnom potrošnjom na početku 2024. koja je u četvrtom tromjesečju 2023. zabilježila dobre rezultate. Rastući broj neispunjavanja obveze otplate kredita upućuje na sve veći pritisak na bilance kućanstava, dok je stopa štednje kućanstava na niskih 4 %. Osim toga, restriktivna monetarna politika Sustava federalnih rezerva i nadalje nepovoljno utječe na gospodarsku aktivnost. Uvjeti na tržištu rada, na kojemu je i nadalje iz povijesne perspektive prisutan manjak radne snage, postupno se ublažavaju i rast plaća blago se smanjuje, no još uvijek ostaje povišen. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena blago je pala na 3,1 % u siječnju zbog cijena energije, a godišnja stopa temeljne inflacije ostala je stabilna na 3,9 %. Cijene temeljnih usluga porasle su, ponajprije zbog ponovnog ubrzanja cijena nestambenih sastavnica. Raščlamba PCE (engl. *personal consumption expenditures*, PCE) inflacije po sektorima pokazuje uspješnu transmisiju monetarne politike Sustava federalnih rezerva tijekom ovog ciklusa pooštavanja, a sektori osjetljivi na promjene kamatnih stopa pokazuju veći pad inflacije od sektora koji nisu osjetljivi na promjene kamatnih stopa.

Noviji pokazatelji aktivnosti u Kini upućuju na mješovite signale u uvjetima aktualne prilagodbe na tržištu stambenih nekretnina. Iako je rast industrijske proizvodnje u prosincu blago porastao na 6,5 % na godišnjoj razini, ankete upućuju na mješovite signale u prvim mjesecima ove godine. Slaba aktivnost u sektoru stambenih nekretnina i nadalje je glavna prepreka gospodarskoj aktivnosti i ona nepovoljno utječe na rast osobne potrošnje. Prilagodba u sektoru stambenih nekretnina nastavila se u 2024. u uvjetima snažnog pada prodaje stambenih nekretnina i nadalje niske razine započete izgradnje i prodaje nekretnina. U okružju takvih nepovoljnih kretanja, dioničko tržište u novije vrijeme bilježi snažnu

kolebljivost, a pouzdanje potrošača stabiliziralo se na povijesno niskoj razini. Godišnja ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena pala je u siječnju na $-0,8\%$ s $-0,3\%$ u prethodnom mjesecu, ponajprije s obzirom na daljnji pad cijena hrane. Godišnja temeljna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena (bez hrane i energije) ostala je pozitivna na razini od $0,4\%$. Tako niska razina temeljne inflacije odražava vrlo prigušenu razinu potražnje potrošača.

U Japanu je realni BDP neočekivano pao u završnom tromjesečju 2023.

Gospodarska aktivnost ponovno se smanjila u četvrtom tromjesečju za $0,1\%$, nakon naniže revidiranog pada od $0,8\%$ u trećem tromjesečju. Taj rezultat odražava slabosti u domaćoj potražnji koje su bile relativno raširene. Vjerojatno je da će rast biti pozitivan početkom 2024., na što upućuju bolji anketni pokazatelji, posebno u sektoru usluga, i rastuće pouzdanje potrošača. Godišnja ukupna inflacija u siječnju 2024. iznosila je $2,2\%$, što je iznad tržišnih očekivanja, ali ispod razina zabilježenih krajem prošle godine. Usporavanje ukupne inflacije uglavnom odražava usporavanje inflacije cijena hrane i pad cijena energije. I temeljna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena smanjila se u siječnju na $2,6\%$ s $2,8\%$ u prosincu.

U Ujedinjenoj Kraljevini gospodarska se aktivnost u četvrtom tromjesečju ponovno smanjila.

Realni rast BDP-a u četvrtom je tromjesečju iznenadio padom na $-0,3\%$ s $-0,1\%$ u trećem tromjesečju. To smanjenje uzrokovano je padom neto trgovine i odražava veliko smanjenje izvoza usluga. Osobna i državna potrošnja također su zabilježile nepovoljne rezultate, a nepovoljni rezultati u državnoj potrošnji proizlaze iz čestih štrajkova u javnom sektoru. Kompozitni indeks PMI, pokazatelji u maloprodaji i pokazatelji pouzdanja nastavili su rasti u siječnju 2024. te upućuju na snažniji zamah rasta u Ujedinjenoj Kraljevini u okružju u kojemu niži troškovi financiranja, rast realnoga raspoloživog dohotka i otporno tržište rada podupiru domaću potražnju. Tržište rada postupno se hladi, no i nadalje je, s povijesne perspektive, obilježeno nedostatkom radne snage. Broj slobodnih radnih mjesta pao je, no nedostatak radne snage koji se mjeri kao omjer slobodnih radnih mjesta po nezaposlenom radniku i nadalje je iznad povijesnih prosjeka. Posljednji podatci o dohodcima upućuju na to da se nominalni rast plaća usporio na $6,2\%$ u tri mjeseca prije prosinca sa $6,6\%$ u tri mjeseca prije studenoga i da se očekuje njegovo daljnje usporavanje. U siječnju su ukupna i temeljna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena ostale stabilne na razini od $4,0\%$ odnosno $5,1\%$. Očekuje se da će se u sljedećih nekoliko mjeseci ukupna inflacija spustiti na razinu bliže inflacijskom cilju Bank of England od 2% no samo na kratko zbog baznih učinaka prethodnih povećanja regulirane cijene energije.

2. Gospodarska aktivnost

Proizvodnja europodručja nastavila je stagnirati krajem 2023. pod utjecajem slabe globalne trgovine, smanjenja zaliha i transmisije pooštavanja monetarne politike ESB-a. Očekuje se nastavak slabe gospodarske aktivnosti u kratkoročnom razdoblju i njezin postupni oporavak kasnije tijekom godine kao posljedica smanjenja inflacije, snažnog rasta plaća i jačanja inozemne potražnje. Anketni podatci nastavljaju upućivati na malen ili nikakav rast u kratkoročnom razdoblju, ali većina anketnih pokazatelja budućih kretanja pokazuju neke naznake poboljšanja. Osobna potrošnja i dalje je slaba jer potrošači su i nadalje osjetljivi na cijene te odgađaju velike kupnje. Međutim, očekuje se da će se ona poboljšavati kako se bude oporavljao realni raspoloživi dohodak. Smanjenje zaostataka u izvršavanju narudžba i pooštrena monetarna politika nepovoljno utječu na kratkoročne izgleda za poslovna ulaganja premda poboljšanje povjerenja investitora upućuje na to da su možda ostvareni preduvjeti za oporavak u drugom dijelu godine. Nasuprot tome, ulaganja u stambene nekretnine vjerojatno će ostati slaba. Iako je potražnja za radnom snagom i nadalje slaba, zaposlenost je dodatno porasla u četvrtom tromjesečju 2023. u skladu s rastućom radnom snagom. U srednjoročnom razdoblju oporavak će poduprijeti i postupno slabljenje utjecaja pooštrene monetarne politike.

Takve izgleda odražavaju makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz ožujka 2024., koji predviđaju godišnji rast realnog BDP-a od 0,6 % u 2024., koji bi se potom trebao povećati na 1,5 % u 2024. i 1,6 % u 2025. i 2026. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz prosinca 2023. izgledi za rast BDP-a revidirani su naniže u 2024., a za 2025. i 2026. ostali su uglavnom nepromijenjeni.

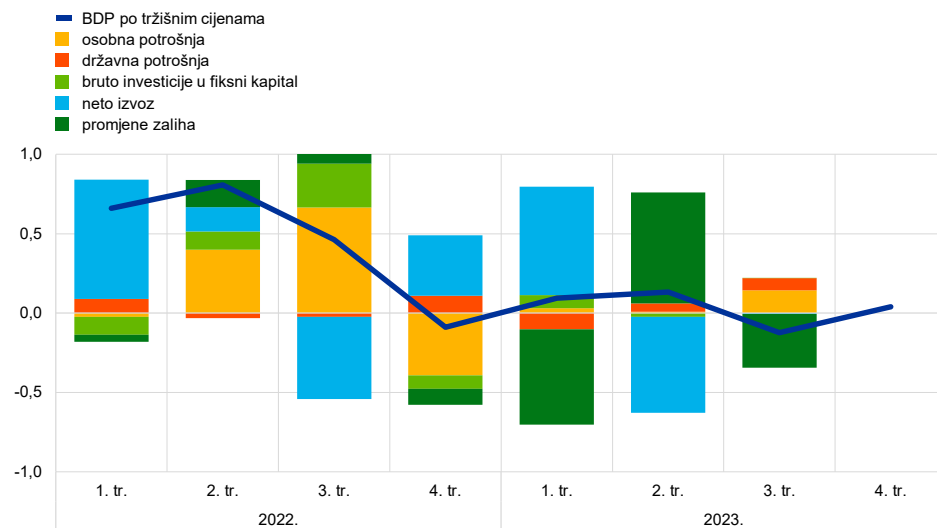
Proizvodnja europodručja nastavila je stagnirati krajem 2023. Prema brznoj procjeni Eurostata zabilježena je nulta stopa rasta realnog BDP-a na tromjesečnoj osnovi u četvrtom tromjesečju 2023. zbog rastućeg utjecaja slabe globalne trgovine i snažne transmisije monetarne politike (Grafikon 4.). To upućuje na to da je proizvodnja ostala uglavnom stabilna od trećeg tromjesečja 2022.¹

¹ Raščlamba rashoda BDP-a za četvrto tromjesečje 2023. objavljena je nakon krajnjeg datuma za podatke uključene u ovaj broj Ekonomskog biltena.

Grafikon 4.

Realni BDP europodručja i njegove komponente

(tromjesečne promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2023. za BDP i na treće tromjesečje 2023. za ostale stavke.

Očekuje se da će gospodarska aktivnost ostati slaba u prvom

tromjesečju 2024.

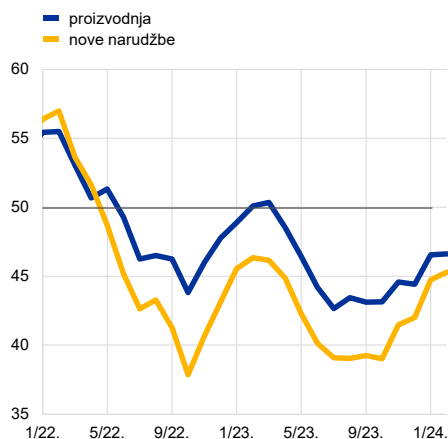
Kompozitni indeks PMI za proizvodnju iznosio je u prosjeku 48,6 u siječnju i veljači, što je porast u odnosu na 47,2 zabilježenih u četvrtom tromjesečju 2023. Iako se nedvojbeno oporavio od svoje najnovije najniže razine od 46,5 ostvarene u listopadu 2023., taj je indeks i nadalje ispod praga rasta od 50. Po sektorima, indeks PMI za proizvodnju u prerađivačkoj industriji nastavio se smanjivati u veljači bez obzira na to što se postojano povećava od ljeta prošle godine (Grafikon 5., panel a). Indeks novih narudžba zabilježio je nešto snažniji oporavak, što je vjerojatno povezano sa smanjenjem zaostataka u radu. Poslovna aktivnost u uslužnom sektoru zabilježila je posljednjih mjeseci stabilniju dinamiku na višoj, ali još uvijek potisnutoj razini, prije nego što je porasla u veljači, upućujući na to da je smanjenje započeto prošle godine završilo (Grafikon 5., panel b).

Grafikon 5.

Pokazatelji mjereni indeksom PMI po sektorima gospodarstva

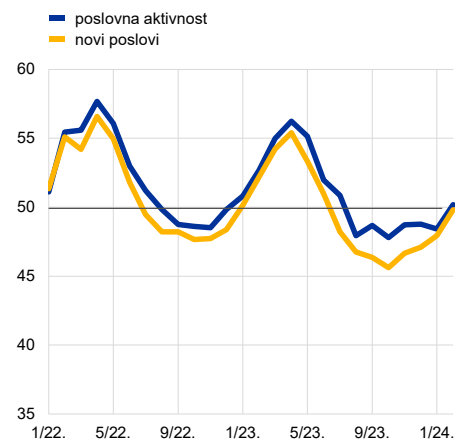
a) prerađivačka industrija

(indeksi rasprostranjenosti)



b) usluge

(indeksi rasprostranjenosti)



Izvor: S&P Global Market Intelligence

Napomena: Posljednji podatci odnose se na veljaču 2024.

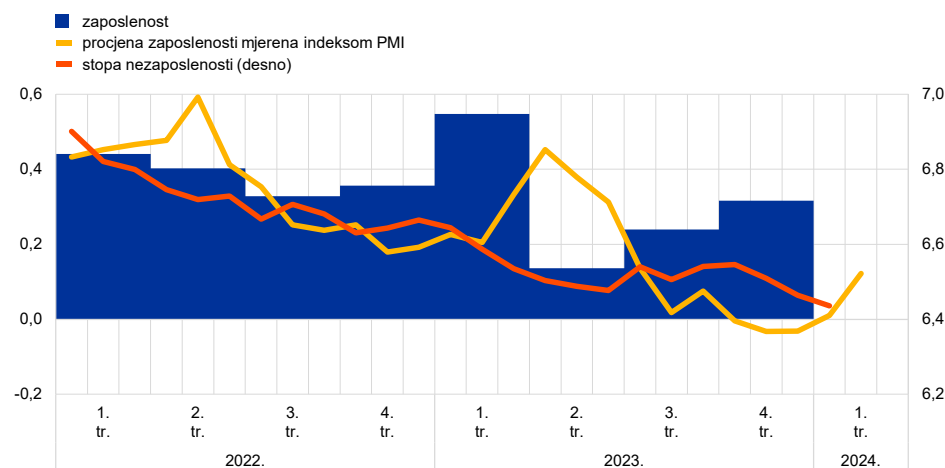
Općenito gledano, tržište rada ostalo je otporno na slabljenje gospodarske aktivnosti u četvrtom tromjesečju 2023. Zaposlenost se povećala za 0,3 % u četvrtom tromjesečju (Grafikon 6. panel a) uglavnom zbog nastavka povećanja radne snage koja se također povećala za 0,3 % u četvrtom tromjesečju 2023. Nasuprot tome, preliminarni podatci upućuju na smanjenje broja odrađenih sati u četvrtom tromjesečju 2023., što upućuje na kontinuirano zadržavanje radne snage (dio inputa rada kojim se poduzeće ne koristi u cijelosti u svakom trenutku tijekom svojega proizvodnog procesa). Stopa nezaposlenosti neznatno se smanjila na 6,4 % u siječnju, sa 6,5 % u prosincu, i zabilježila svoju najnižu razinu od uvođenja eura. Potražnja za radnom snagom smanjuje se iako je i nadalje na visokim razinama, pri čemu se stopa slobodnih radnih mjesta smanjila, na 2,7 % u četvrtom tromjesečju, što je za 0,2 postotna boda manje nego u prethodnom tromjesečju.

Grafikon 6.

Zaposlenost u europodručju, procjena zaposlenosti mjerena indeksom PMI i stopa nezaposlenosti te indeksi PMI za zaposlenost po sektorima

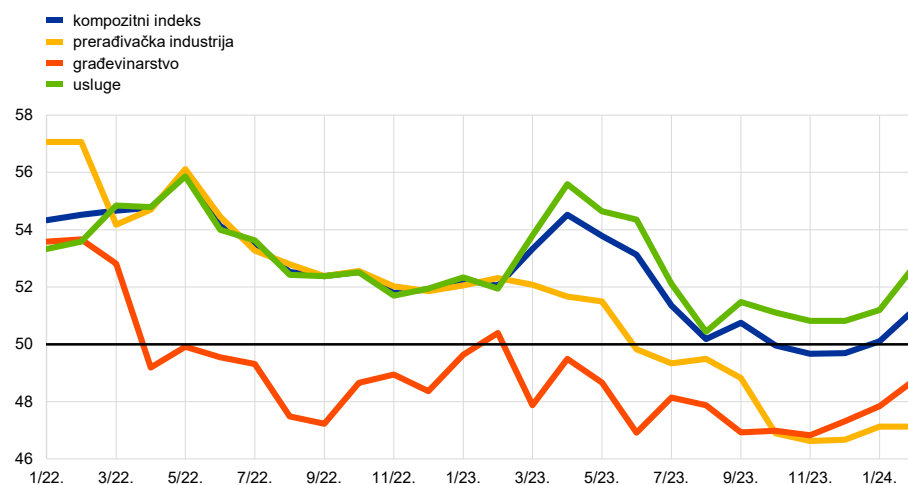
a) zaposlenost, procjena zaposlenosti mjerena indeksom PMI i stopa nezaposlenosti

(lijevo: tromjesečne promjene u postotcima, indeks rasprostranjenosti, desno: postotci radne snage)



b) indeksi PMI za zaposlenost po sektorima

(indeksi rasprostranjenosti)



Izvori: Eurostat, S&P Global Market Intelligence i izračun ESB-a

Napomene: Na panelu a) dvije linije označuju mjesečna kretanja, a stupci prikazuju tromjesečne podatke. Indeks PMI izražen je kao odstupanje od vrijednosti 50 podijeljeno s 10. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2023. za zaposlenost, na veljaču 2024. za procjenu zaposlenosti mjerenu indeksom PMI i na siječanj 2024. za stopu nezaposlenosti. Na panelu b) posljednji podatci odnose se na veljaču 2024.

Kratkoročni pokazatelji tržišta rada upućuju na nastavak rasta zaposlenosti u prvom tromjesečju 2024. Mjesečni pokazatelj zaposlenosti mjereno kompozitnim indeksom PMI povećao se s 50,1 u siječnju na 51,2 u veljači i upućuje na daljnje povećavanje zaposlenosti. Taj se pokazatelj znatno smanjio sa svoje najviše razine u travnju 2023, ali ponovno se blago povećao u posljednja dva mjeseca zahvaljujući uslužnom sektoru (Grafikon 6., panel b). Indeks PMI za uslužni sektor smanjio se s 51,2 u siječnju na 52,7 u veljači. Nasuprot tome, indeks PMI za proizvodnju u prerađivačkoj industriji nastavio se smanjivati.

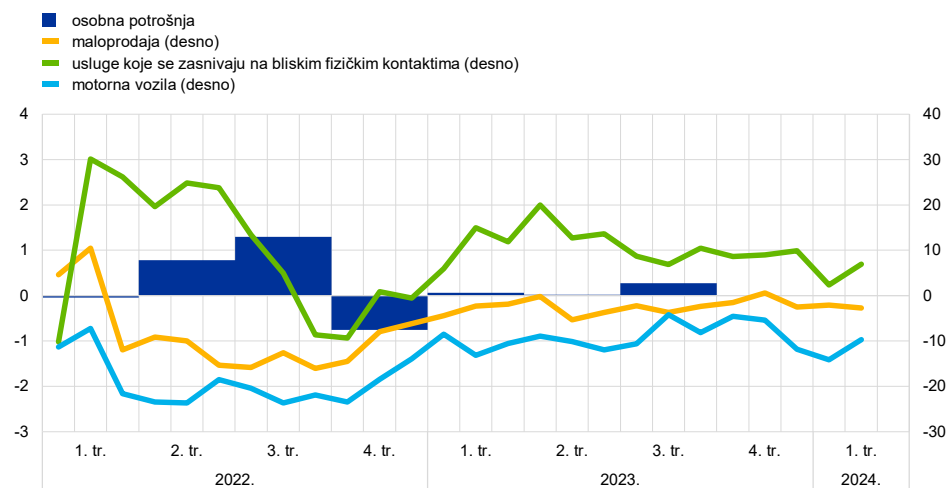
Osobna potrošnja vjerojatno je stagnirala u četvrtom tromjesečju 2023., a novi podatci upućuju na nastavak potisnutih izgleda u kratkoročnom razdoblju.

Agregiranje dostupnih podataka o osobnoj potrošnji za pojedinačne države upućuje na stagnaciju u četvrtom tromjesečju prošle godine, pri čemu se potrošnja usluga vjerojatno blago povećala, ali bila je neutralizirana smanjenjem potrošnje robe.² To upućuje na kontinuirano slab obujam maloprodaje i prodaje automobila, pri čemu je oboje nastavilo biti slabo krajem godine, a u siječnju ispod razine prosjeka za četvrto tromjesečje. Novi anketni podatci i nadalje upućuju na općenito slabu potrošnju robe na početku nove godine. Pokazatelj pouzdanja potrošača Europske komisije blago se poboljšao u veljači, ali i nadalje je na razini koja je malo niža od njegova dugoročnog prosjeka. Istodobno, pokazatelji Europske komisije o očekivanjima glede maloprodaje ostali su na niskim razinama u prva dva mjeseca 2024., pri čemu je došlo do smanjenja očekivane prodaje motornih vozila u odnosu na četvrto tromjesečje 2023. Očekivanja glede usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima smanjena su u siječnju, ali oporavila su se u veljači te nastavljaju rasti (Grafikon 7.). ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača iz siječnja upućuje na otpornu očekivanu potražnju za rezervacijama putovanja. Općenito gledano, kontinuirana razlika između potrošnje robe i usluga zabilježena je i u analizi ankete o očekivanjima potrošača, koja upućuje na to da su kućanstva uglavnom prilagodila svoju potrošnju robe kao odgovor na inflacijske pritiske u proteklih nekoliko godina, dok je potrošnja na rekreaciju i putovanja nastavila rasti, što upućuje na promjenu sklonosti.³

Grafikon 7.

Osobna potrošnja i očekivanja glede maloprodaje, usluga i motornih vozila

(tromjesečne promjene u postocima, neto stanje u postocima)



Izvori: Eurostat, Europska komisija i izračun ESB-a

Napomene: Očekivanja glede maloprodaje (isključujući motorna vozila), očekivana potražnja za uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima i očekivana prodaja motornih vozila u sljedeća tri mjeseca odnose se na neto stanje u postocima, „usluge koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima” odnose se na usluge smještaja, usluge pripreme i usluživanja hrane te usluge putovanja. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2023. za osobnu potrošnju i veljaču 2024. za očekivanja glede maloprodaje, usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima i motornih vozila.

² Pokrivenost država glede raščlambe rashoda BDP-a iznosi oko 89 %.

³ Vidi okvir pod nazivom „Kako su kućanstva prilagodila svoje potrošačke i štedne navike visokoj inflaciji?” u ovom izdanju Ekonomskog biltena.

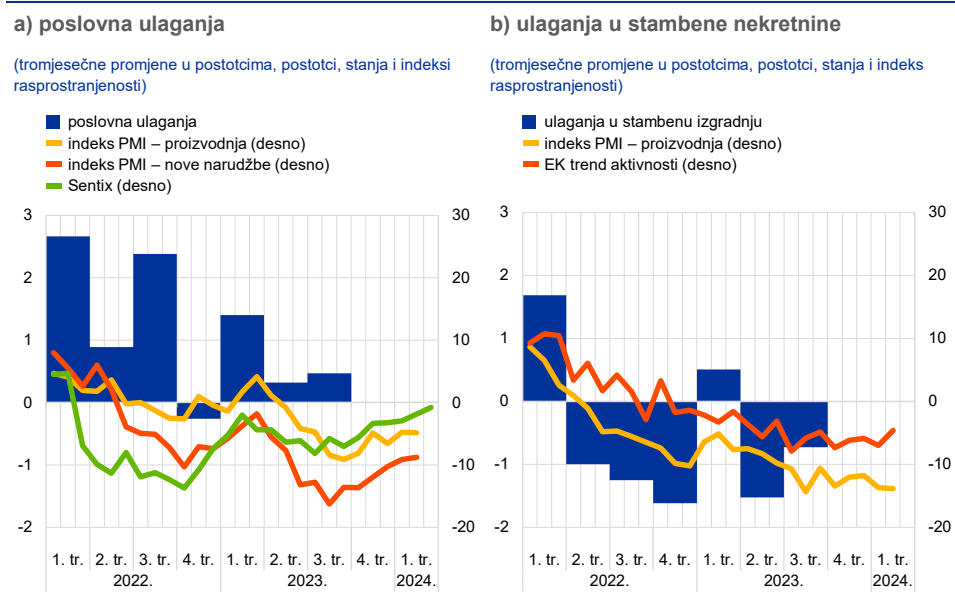
Poslovna su se ulaganja vjerojatno znatno smanjila u četvrtom tromjesečju 2023. i očekuje se da će kratkoročno ostati slaba. Agregiranje

dostupnih podataka o ulaganjima izvan građevinarstva za pojedine države (isključujući irsku nematerijalnu imovinu) upućuje na smanjenje od 1,6 % na tromjesečnoj osnovi u četvrtom tromjesečju 2023., dok se industrijska proizvodnja u sektoru kapitalnih dobara u europodručju (isključujući Irsku), koji opskrbljuje tvrtke iz europodručja i šire investicijskim dobrima, nastavila smanjivati.⁴ U uvjetima smanjenja zaostataka u izvršavanju narudžba, koje je podupiralo poslovna ulaganja u proteklih nekoliko tromjesečja, nagli pad u četvrtom tromjesečju vjerojatno je odraz slabe aktivnosti u okolnostima snažne transmisije monetarne politike. Što se tiče kratkoročnih izgleda, indeks PMI za sektor kapitalnih dobara zabilježio je usporavanje smanjenja proizvodnje i novih narudžba u četvrtom tromjesečju (Grafikon 8., panel a). Međutim, podatci koji upućuju na buduća kretanja u širem gospodarstvu, kao podindeks raspoloženja investitora Sentix za sljedećih šest mjeseci, najavljuju oporavak od rujna 2023., pri čemu indeks bilježi rast tromjesečnog prosjeka koji nije ostvaren od početka 2022. Štoviše, prema anketi o kreditnoj aktivnosti banaka u europodručju iz siječnja 2024. oporavak potražnje za dugoročnim kreditima (koji se obično upotrebljavaju za investicije u fiksni kapital) do pozitivnih vrijednosti očekuje se u prvom tromjesečju 2024. Gleda li se dalje unaprijed, očekuje se da će odgođene isplate sredstava u sklopu programa Next Generation EU također pomoći privući poslovna ulaganja povezana s prelaskom na zeleno i digitalno gospodarstvo.

⁴ Podatci koji su postali dostupni nakon krajnjeg datuma za ovaj broj Ekonomskog biltena uglavnom to potkrepljuju.

Grafikon 8.

Dinamika realnih ulaganja i anketni podatci



Izvori: Eurostat, Europska komisija, S&P Global Market Intelligence, Sentix i izračun ESB-a
Napomene: Linije označuju mjesečna kretanja, a stupci se odnose na tromjesečne podatke. Indeksi PMI izraženi su kao odstupanje od vrijednosti 50. Na panelu a) poslovno ulaganje mjeri se ulaganjima izvan građevinarstva isključujući nematerijalnu imovinu u Irskoj. Linije se odnose na odgovore iz sektora kapitalnih dobara, osim podindeksa Sentix za sljedećih šest mjeseci, koji odražava šire povjerenje investitora za buduće razdoblje (serije su podijeljene s tri radi promjene mjerila). Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2023. za poslovna ulaganja, na ožujak 2024. za indeks Sentix i veljaču 2024. za sve ostale stavke. Na panelu b) linija pokazatelja Europske komisije o trendu aktivnosti odnosi se na procjenu sektora gradnje zgrada glede trenda aktivnosti u odnosu na prethodna tri mjeseca. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2023. za ulaganja u stambene nekretnine i veljaču 2024. za sve ostale stavke.

Ulaganja u stambene nekretnine vjerojatno su se donekle smanjila u četvrtom tromjesečju 2023. te se očekuje da će se i dalje smanjivati u kratkoročnom razdoblju. Agregiranje dostupnih podataka iz nacionalnih računa upućuje na to da su se ulaganja u stambene nekretnine u europodručju smanjila za 0,4 % u četvrtom tromjesečju 2024. u odnosu na treće tromjesečje, dok se gradnja zgrada u europodručju – glavni pokazatelj ulaganja u stambene nekretnine smanjila za 0,5 %. Kratkoročni pokazatelji upućuju na daljnje smanjivanje ulaganja u stambene nekretnine u prvom tromjesečju 2024. pri čemu su se i indeks PMI za proizvodnju stambenih nekretnina i pokazatelj aktivnosti gradnje zgrada Europske komisije nastavili smanjivati početkom godine (Grafikon 8., panel b). Općenito gledano, nastavak trenda smanjivanja ulaganja u stambene nekretnine odražava znatan porast kamatnih stopa na hipotekarne kredite zbog pooštavanja monetarne politike i njezina negativnog utjecaja na cjenovnu pristupačnost stambenih nekretnina. Dugotrajno visoke razine kamatnih stopa vjerojatno će uzrokovati nastavak niske cjenovne pristupačnosti stambenih nekretnina te i nadalje nepovoljno utjecati na zamah u ulaganjima u stambene nekretnine.

Rast izvoza europodručja i dalje je usporen na prijelazu u novu godinu. Izvoz u države izvan europodručja smanjio se u prosincu na tromjesečnoj osnovi jer je smanjena globalna potražnja nastavila nepovoljno utjecati na izvoz. Slabost kineskoga gospodarstva odražavala se u slabom izvozu u Kinu, ali pojavile su se naznake oporavka izvoza u Sjedinjene Američke Države. Istodobno, izazovi za cjenovnu konkurentnost negativno su utjecali na izvoz i odražavaju – iako u padu –

cijene energije i prošlu aprecijaciju eura. Uvoz europodručja i nadalje je bio prigušen u prosincu, kao posljedica usporene aktivnosti u europodručju. S obzirom na to da se uvoz nastavio smanjivati brže od izvoza, doprinos neto izvoza BDP-u u četvrtom tromjesečju ostao je pozitivan. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, očekuje se oporavak izvoza kako se bude oporavljala globalna potražnja i vanjski pritisci na cjenovnu konkurentnost budu popuštali. Međutim, anketni pokazatelji upućuju na kontinuirane slabosti u izvozu europodručja u kratkoročnom razdoblju s obzirom na to da se nove izvozne narudžbe proizvedenih dobara i usluga i nadalje smanjuju.

Tijekom ove godine očekuje se početak cikličkog oporavka rasta u europodručju. Ako ne dođe do daljnjih šokova, oporavak će u početku biti potaknut porastom realnoga raspoloživog dohotka koji će poduprijeti osobnu potrošnju u uvjetima smanjenja inflacije i snažnog rasta plaća. U srednjoročnom razdoblju, oporavak će poduprijeti ulaganja djelomično kao posljedica postupnog slabljenja utjecaja pooštavanja monetarne politike ESB-a.

Prema projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2024. realni BDP povećavat će se po godišnjoj stopi od 0,6 % u 2024., koja bi trebala potom porasti na 1,5 % u 2025. i 1,6 % u 2026. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz prosinca 2023. izgledi za rast BDP-a revidirani su naniže u 2024., a za 2025. i 2026. ostali su nepromijenjeni.⁵

⁵ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, ožujak 2024.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 7. ožujka 2024.

3. Cijene i troškovi

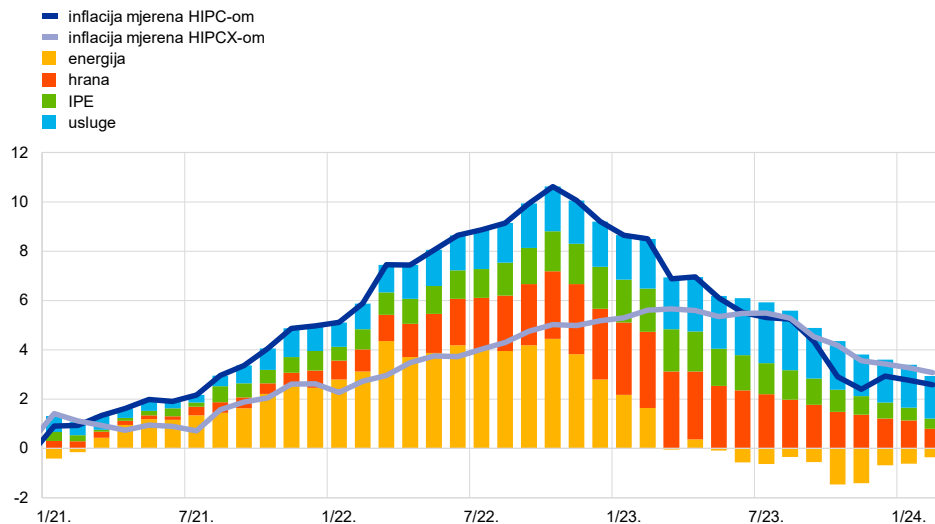
Ukupna inflacija u europodručju smanjila se s 2,8 % u siječnju na 2,6 % u veljači 2024. Većina mjera temeljne inflacije dodatno se smanjila u siječnju, a inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane smanjila se i u veljači. Međutim, domaći cjenovni pritisci još su pojačani, među ostalim zbog snažnog rasta plaća i smanjivanja produktivnosti rada. Mjerila dugoročnih inflacijskih očekivanja ostala su uglavnom stabilna u veljači i većinom su bila na razini od oko 2 %. U makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2024. predviđa se da će se ukupna inflacija postupno smanjivati i da će prosječno iznositi 2,3 % u 2024., 2,0 % u 2025. i 1,9 % u 2026.

Prema brzoj procjeni Eurostata ukupna inflacija, mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC), smanjila se s 2,8 %, koliko je iznosila u siječnju, na 2,6 % u veljači (Grafikon 9.). To je smanjenje rezultat nižih stopa inflacije u svim glavnim komponentama osim inflacije cijena energije, koja je postala manje negativna u veljači (–3,7 % nakon –6,1 % u siječnju). Inflacija cijena hrane nastavila se smanjivati, s 5,6 % u siječnju na 4,0 % u veljači. To smanjenje odražava nižu godišnju stopu promjene kada je riječ o cijenama prerađenih i neprerađenih prehrambenih proizvoda. To je osobito bilo izraženo kod cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda zbog negativnoga baznog učinka u odnosu na 2023. Inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane (HIPCX) dodatno se smanjila, s 3,3 % u siječnju na 3,1 % u veljači, zbog smanjenja inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije (IPE) (1,6 % u veljači, što je smanjenje u odnosu na 2,0 % u siječnju) i inflacije cijena usluga (3,9 % u veljači, što je smanjenje u odnosu na 4,0 % u siječnju). Smanjenje stopa rasta za prerađene prehrambene proizvode i IPE odražava daljnje popuštanje pritisaka proizvođačkih troškova na cijene, a postojanija inflacija cijena usluga povezana je sa snažnijim utjecajem troškova rada u nekim njezinim stavkama, među ostalim činiteljima.

Grafikon 9.

Ukupna inflacija i njezine glavne komponente

(godišnje promjene u postocima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

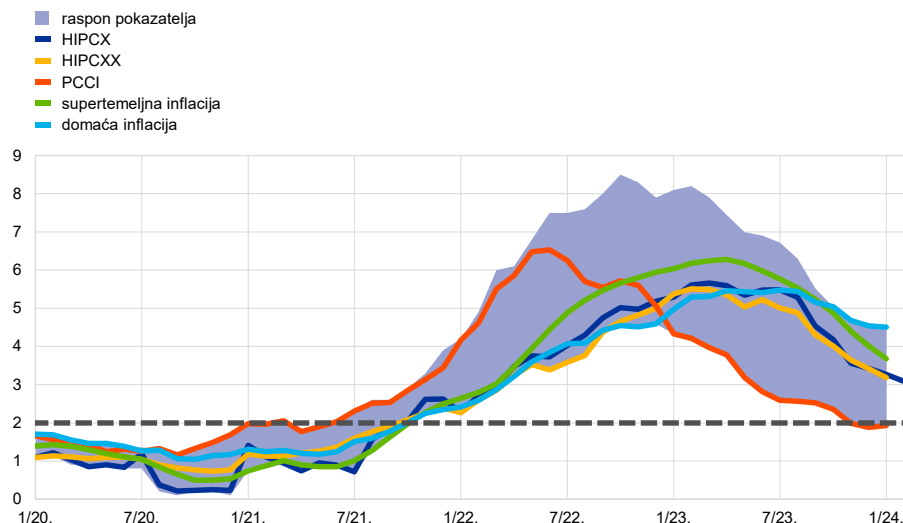
Napomena: Posljednji podatci odnose se na veljaču 2024. (brza procjena).

Prema najnovijim dostupnim podacima većina pokazatelja temeljne inflacije nastavila se smanjivati zbog slabljenja učinaka prethodnih šokova na troškove energije i poremećaja u opskrbnim lancima kao i slabije potražnje u uvjetima pooštavanja monetarne politike (Grafikon 10.). Vrijednosti pokazatelja u siječnju su se kretale u rasponu od 1,9 % do 4,5 %, pri čemu se perzistentna i zajednička komponenta inflacije (engl. *Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) nalazila na najnižoj razini raspona, a pokazatelj domaće inflacije na najvišoj razini raspona. Inflacija mjerena HIPCXX-om (odnosno inflacija mjerena HIPCX-om bez stavka povezanih s putovanjima, odjeće i obuće) smanjila se s 3,4 %, koliko je iznosila u prosincu, na 3,2 % u siječnju. Pokazatelj supertemeljne (engl. *Supercore*) komponente inflacije, koji se sastoji od stavka HIPC-a osjetljivih na poslovni ciklus, smanjio se s 4,0 % u prosincu na 3,7 % u siječnju, a mjera perzistentne i zajedničke komponente inflacije zasnovane na modelu u istom je razdoblju ostala nepromijenjena i iznosila je 1,9 %. Pokazatelj domaće inflacije (isključujući stavke s velikim udjelom uvoza) bio je na najvišoj razini i najdulje se zadržao na toj razini i iznosio je 4,5 % u prosincu 2023. i siječnju 2024., što odražava relativnu važnost pritisaka na plaće.

Grafikon 10.

Pokazatelji temeljne inflacije

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

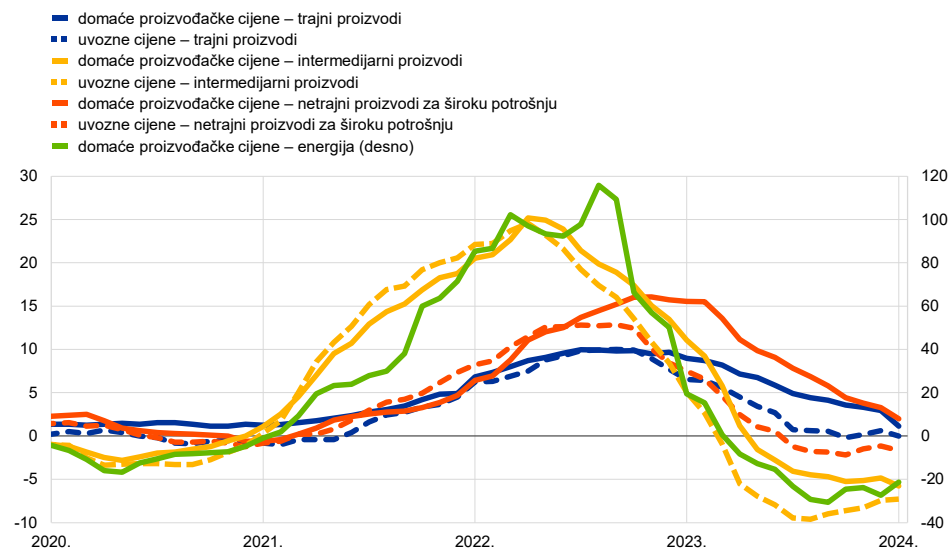
Napomene: Raspon pokazatelja temeljne inflacije uključuje HIPC bez energije, HIPC bez energije i neprerađenih prehrambenih proizvoda, HIPCX, HIPCXX, domaću inflaciju, aritmetičku sredinu modificiranu za 10 % odnosno 30 %, PCCI, pokazatelj supertemeljne (engl. *Supercore*) komponente inflacije i ponderirani medijan. Siva isprekidana linija označuje inflacijski cilj ESB-a od 2 % u srednjoročnom razdoblju. Posljednji podatci odnose se na veljaču 2024. (brza procjena) za HIPCX i na siječanj 2024. za ostale stavke.

Pritisaci proizvođačkih troškova nastavili su popuštati s daljnjim nestajanjem kumulativnih učinaka prošlih šokova (Grafikon 11.). U ranim fazama cjenovnog lanca inflacija proizvođačkih cijena energije, koja je negativna od ožujka 2023., blago se povećala na $-21,3\%$ u siječnju, s $-27,3\%$ u prosincu. Godišnja stopa rasta proizvođačkih cijena za domaću prodaju intermedijarnih proizvoda također je ostala negativna i iznosila je $-5,8\%$ u siječnju, što je smanjenje u odnosu na $-4,8\%$, koliko je iznosila u prosincu. Isto vrijedi i za inflaciju uvoznih cijena intermedijarnih proizvoda ($-7,3\%$ u siječnju, što je smanjenje u odnosu na $-7,4\%$ u prosincu). U kasnijim fazama cjenovnog lanca inflacija domaćih proizvođačkih cijena trajnih proizvoda za široku potrošnju smanjila se s $2,9\%$ u prosincu na $1,1\%$ u siječnju, a godišnja stopa rasta uvoznih cijena iznosila je nula u siječnju, nakon što je u prosincu iznosila $0,6\%$, iz čega je vidljivo kontinuirano postupno popuštanje akumuliranih pritisaka proizvođačkih troškova na cijene. Daljnje popuštanje zabilježeno je i kada je riječ o inflaciji proizvođačkih cijena netrajnih proizvoda za široku potrošnju, koja se u siječnju dodatno smanjila na $2,0\%$, što je najniža razina zabilježena od svibnja 2021. Godišnja stopa rasta uvoznih cijena netrajnih proizvoda za široku potrošnju ostala je negativna ($-1,7\%$ u siječnju, što je smanjenje u odnosu na $-1,2\%$, koliko je iznosila u prosincu). Netrajni proizvodi za široku potrošnju uključuju prehrambene proizvode, čije su se godišnje stope promjene proizvođačkih cijena u početku smanjivale brže nego kada je riječ o neprehrambenim proizvodima. Međutim, nedavno su se s obzirom na brzinu smanjivanja približile neprehrambenim proizvodima.

Grafikon 11.

Pokazatelji pritisaka proizvođačkih troškova

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na siječanj 2024.

Najnoviji dostupni podatci u promatranom razdoblju upućuju na to da su domaći troškovni pritisci, mjereni porastom deflatora BDP-a, počeli popuštati.

Godišnja stopa rasta deflatora BDP-a smanjila se na 5,9 % u trećem tromjesečju 2023. sa 6,1 % u prethodnom tromjesečju zbog manjeg doprinosa jedinične dobiti (Grafikon 12.). Najnoviji podatci stoga potvrđuju očekivano ublažavanje u odnosu na snažnije pritiske troškova rada. Malo snažnije godišnje povećanje jediničnih troškova rada u trećem tromjesečju može se pripisati negativnijoj stopi rasta produktivnosti rada, što skriva činjenicu da se rast plaća mjereno naknadom po zaposlenom ili po satu blago smanjio. Dostupni podatci za velik broj država upućuju na daljnje usporavanje rasta plaća u europodručju i određeno smanjenje rasta jediničnih troškova rada u četvrtom tromjesečju 2023.¹ Rast dogovorenih plaća smanjio se na 4,5 % u četvrtom tromjesečju 2023. s 4,7 %, koliko je iznosio u prethodnom tromjesečju, što potvrđuje slabljenje pritisaka na plaće u drugom dijelu godine. Podatci o najnovijim sporazumima o plaćama upućuju na kontinuirano postupno slabljenje pritisaka na plaće, iako će oni i nadalje ostati na relativno visokim razinama u nadolazećem razdoblju.²

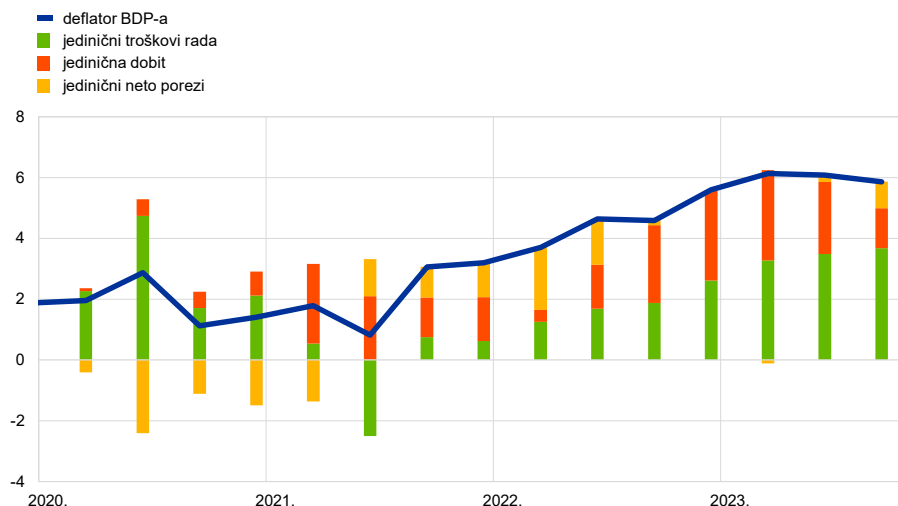
¹ Krajnji datum za podatke uključene u ovaj broj Ekonomskog biltena bio je 6. ožujka 2024. Podatci iz nacionalnih računa objavljeni 8. ožujka 2024. upućuju na slabiji godišnji rast naknade po zaposlenom u četvrtom tromjesečju 2023. (4,6 %, što je smanjenje u odnosu na 5,1 % u trećem tromjesečju) i jediničnih troškova rada (5,8 %, što je smanjenje u odnosu na 6,5 % u trećem tromjesečju). Godišnja stopa rasta deflatora BDP-a smanjila se na 5,3 % u četvrtom tromjesečju 2023. s 5,9 % u trećem tromjesečju, što je uključivalo i smanjenje rasta jedinične dobiti s 4,7 % na 2,8 %.

² Vidi Górnicka i Koester (urednici), „A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area”, *Occasional Paper Series*, br. 338, ESB, veljača 2024.

Grafikon 12.

Raščlamba deflatora BDP-a

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2023. Naknada po zaposlenom pozitivno pridonosi promjenama jediničnih troškova rada, a produktivnost rada negativno pridonosi tim promjenama.

Pokazatelji dugoročnih inflacijskih očekivanja koji se zasnivaju na anketama i mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima također su uglavnom ostali nepromijenjeni i većinom su bili na razini od oko 2 %

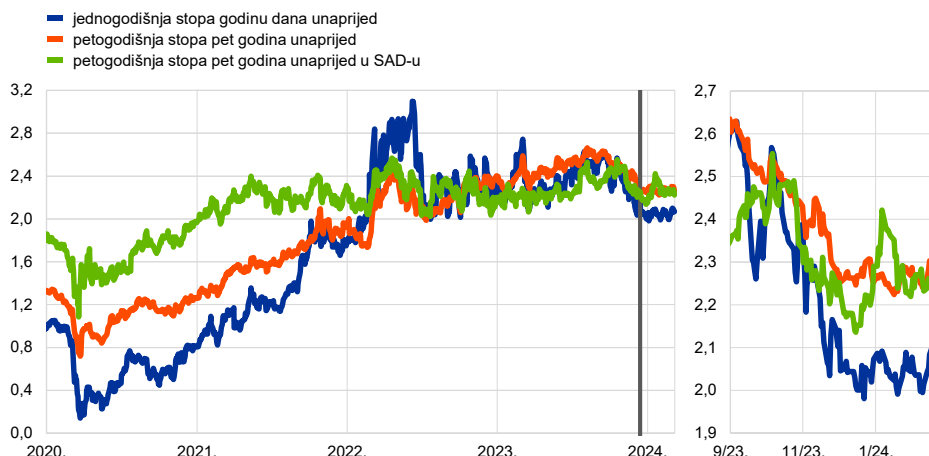
(Grafikon 13.). Prosječna dugoročnija inflacijska očekivanja (za 2028.) iznosila su 2,0 % u ESB-ovoj Anketi o prognozama stručnjaka (engl. *Survey of Professional Forecasters*) za prvo tromjesečje 2024. i u ESB-ovoj Anketi monetarnih analitičara (engl. *Survey of Monetary Analysts*) iz ožujka 2024. Mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima (na temelju HIPC-a bez duhanskih proizvoda) na duljem kraju krivulje bila su stabilna, pri čemu je petogodišnja kamatna stopa na petogodišnje terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije iznosila oko 2,3 %, što je smanjenje u odnosu na višegodišnju najvišu razinu koju je dosegla početkom kolovoza 2023. Međutim, valja napomenuti da ta mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima nisu izravno mjerilo stvarnih inflacijskih očekivanja sudionika na tržištu s obzirom na to da ta mjerila uključuju premiju za inflacijski rizik. Procjene stvarnih inflacijskih očekivanja zasnovane na modelu, isključujući premiju za inflacijski rizik, upućuju na to da i sudionici na tržištu očekuju da će inflacija iznositi oko 2 % u dugoročnijem razdoblju. Ishodi mjera inflacije u europodručju u kratkoročnom razdoblju zasnovanih na tržišnim pokazateljima upućuju na to da ulagači očekuju da će se inflacija nastaviti smanjivati u 2024. i iznositi prosječno 2 % u drugoj polovini godine. Jednogodišnja kamatna stopa na jednogodišnje terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije uglavnom je ostala nepromijenjena u promatranom razdoblju i iznosila je 2,1 %. Kada je riječ o potrošačima, prema ESB-ovoj anketi o očekivanjima potrošača iz siječnja 2024. medijan očekivanja glede ukupne inflacije za sljedećih godinu dana iznosi 3,3 % (u odnosu na 3,2 % u prosincu), a inflacijska očekivanja za sljedeće tri godine ostala su nepromijenjena i iznosila su 2,5 %.

Grafikon 13.

Mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima i inflacijska očekivanja potrošača

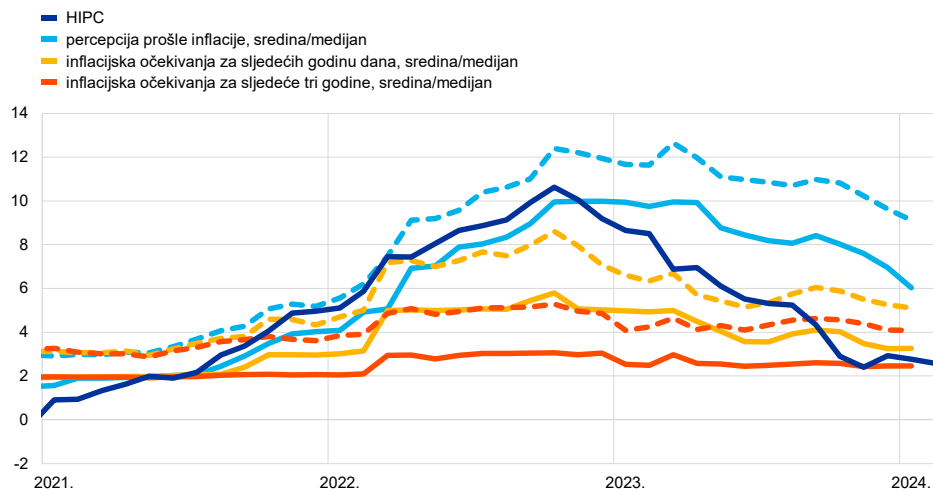
a) mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima

(godišnje promjene u postotcima)



b) ukupna inflacija i ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Refinitiv, Bloomberg, Eurostat, anketa o očekivanjima potrošača i izračun ESB-a
Napomene: Panel a) prikazuje kamatne stope na terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije za različita razdoblja za europodručje i petogodišnju izvedenu stopu inflacije pet godina unaprijed za Sjedinjene Američke Države. Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 14. prosinca 2023. Na panelu b) isprekidane linije označuju sredinu, a pune linije označuju medijan. Posljednji podatci odnose se na 6. ožujka 2024. za terminske stope, veljaču 2024. (brza procjena) za HIPC i na siječanj 2024. za ostale stavke.

U makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz ožujka 2024. predviđa se da će se ukupna inflacija nastaviti smanjivati, s 2,3 % u 2024. na 2,0 % u 2025. i 1,9 % u 2026. (Grafikon 14.).³ To smanjivanje proizlazi iz kontinuiranog slabljenja pritiska proizvođačkih troškova i učinka pooštavanja monetarne politike. Očekuje se da će rast plaća ostati na povišenim razinama zbog visoke inflacije i oskudice na tržištima rada. Međutim, predviđa se da će se rast nominalnih plaća do 2025. postupno smanjivati, ali će i nadalje biti povišen, zbog čega će realne plaće dosegnuti razine koje su prevladavale prije snažnog povećanja inflacije. U odnosu

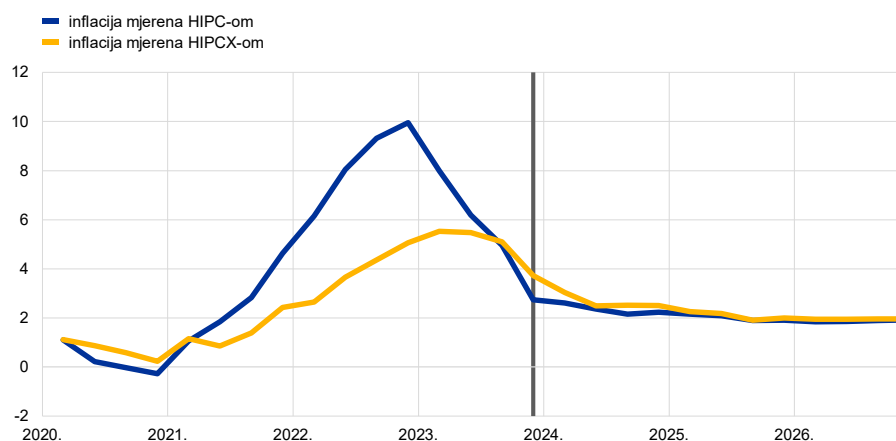
³ Više pojedinosti vidi u [Makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz ožujka 2024.](#)

na projekcije iz prosinca 2023. projekcije za ukupnu inflaciju revidirane su naniže za 0,4 postotna boda u 2024. i 0,1 postotni bod u 2025. uglavnom zbog izravnih i neizravnih učinaka nižih pretpostavki o cijenama energetskih sirovina i slabijih pritisaka troškova rada. Projekcije za ukupnu inflaciju u 2026. ostale su nepromijenjene. Predviđa se da će se inflacija mjerena HIPCX-om nastaviti smanjivati u sljedećim godinama i prosječno iznositi 2,6 % u 2024., 2,1 % u 2025. i 2,0 % u 2026. U odnosu na projekcije iz prosinca 2023. inflacija mjerena HIPCX-om revidirana je naniže u cijelom projekcijskom razdoblju. Revidirana je naniže za 0,1 postotni bod za 2024., za 0,2 postotna boda za 2025. i za 0,1 postotni bod za 2026.

Grafikon 14.

Inflacija mjerena HIPC-om i HIPCX-om za europodručje

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz ožujka 2024.

Napomene: Vertikalna linija označuje početak projekcijskog razdoblja. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2023. za podatke i četvrto tromjesečje 2026. za projekcije. Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2024. dovršene su 21. veljače, a krajnji datum za tehničke pretpostavke bio je 9. veljače 2024. Povijesni i aktualni podatci za inflaciju mjerenu HIPC-om i HIPCX-om na tromjesečnoj su osnovi.

4. Kretanja na financijskim tržištima

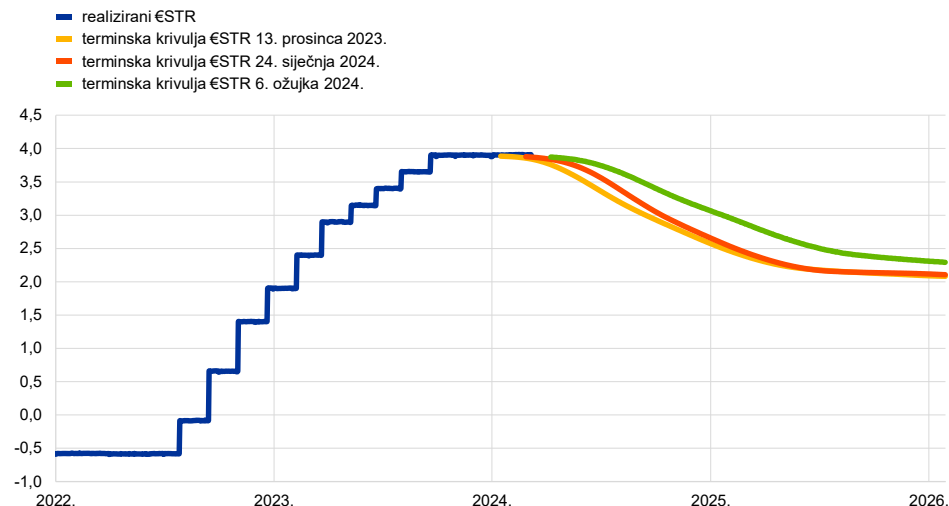
U promatranom razdoblju od 14. prosinca 2023. do 6. ožujka 2024. pozornost na financijskim tržištima u europodručju bila je i nadalje usmjerena na vrijeme i opseg mogućih smanjenja kamatnih stopa monetarne politike. Kratkoročne nerizične kamatne stope porasle su jer sudionici na tržištu sada očekuju da će do smanjenja kamatnih stopa monetarne politike ESB-a doći kasnije i da će ih biti manje u 2024. Na kraju promatranog razdoblja u terminsku krivulju eurske kratkoročne kamatne stope (€STR) gotovo su u potpunosti uključeni početno smanjenje stope od 25 baznih bodova u drugom tromjesečju 2024. i kumulativno smanjenje od 100 baznih bodova tijekom 2024. Dugoročnije nerizične kamatne stope u početku su pokazale pomak naniže nakon sastanka u prosincu, ali su se kasnije ta kretanja preokrenula, što je također bilo u skladu sa snažnijom korekcijom američke krivulje zbog toga što su podatci o rastu i inflaciji u Sjedinjenim Američkim Državama bili iznenađujuće viši od očekivanja. Prinosi na državne obveznice kretali su se otprilike jednako kao nerizične kamatne stope, pri čemu se smanjila disperzija razlika prinosa na državne obveznice u odnosu na kamatnu stopu na prekonoćne kamatne ugovore o razmjeni (OIS), a ulagači su dobro apsorbirali veći obujam izdanja obveznica. Cijene dionica u europodručju malo su porasle, ali su bile nepovoljnije od cijena dionica u Sjedinjenim Američkim Državama, pri čemu su na njih negativno utjecale daljnje revizije naniže očekivanih zarada u europodručju. Na deviznim tržištima tečaj eura ponderiran obujmom trgovine neznatno je ojačao, ali je blago oslabio u odnosu na američki dolar.

Terminska krivulja OIS pomaknula se naviše od sastanka Upravnog vijeća u prosincu jer sudionici na tržištu sada očekuju da će prvo smanjenje kamatnih stopa nastupiti kasnije u drugom tromjesečju 2024. (Grafikon 15.). Referentna eurska kratkoročna kamatna stopa (€STR) u promatranom je razdoblju ostala nepromijenjena i iznosila je 3,9 % zbog nepromijenjene kamatne stope na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke koju je Upravno vijeće zadržalo na 4 % od sastanka o monetarnoj politici održanoga u rujnu 2023. Višak likvidnosti smanjio se za oko 83 mlrd. EUR i iznosio je 3.500 mlrd. EUR, ponajprije zbog otplata treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (operacije TLTRO III) i smanjenja portfelja programa kupnje vrijednosnih papira (APP) jer Eurosustav više ne reinvestira glavnice dospjelih vrijednosnih papira u tom portfelju. Termenske stope na OIS koje se zasnivaju na €STR-u i primjenjuju se između sastanaka Upravnog vijeća povećale su se nakon sastanka u prosincu. To upućuje na zaključak da sudionici na tržištu očekuju da će prvo smanjenje kamatnih stopa monetarne politike nastupiti malo kasnije nego što se ranije očekivalo te da će do kraja godine biti manje smanjenja tih stopa nego što se prethodno predviđalo. Na kraju promatranog razdoblja u terminsku krivulju bili su gotovo u potpunosti uključeni početno smanjenje stope od 25 baznih bodova u drugom tromjesečju 2024. i kumulativno smanjenje od 100 baznih bodova tijekom 2024.

Grafikon 15.

Terminske stope €STR

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: Bloomberg i izračun ESB-a

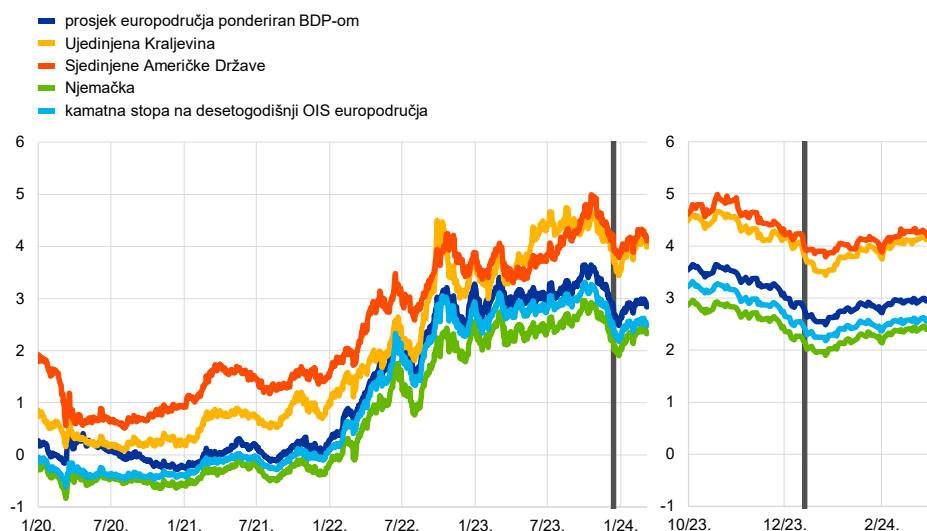
Napomena: Termenska krivulja procjenjuje se pomoću promptnih kamatnih stopa na prekonoćne kamatne ugovore o razmjeni (OIS) (€STR).

Dugoročne nerizične kamatne stope u europodručju povećale su se u skladu s još snažnijom korekcijom američke krivulje kamatnih stopa s obzirom na to da je američko gospodarstvo ostalo otporno (Grafikon 16.). Početkom promatranog razdoblja zabilježeno je znatno smanjenje dugoročnih nerizičnih kamatnih stopa, pri čemu je kamatna stopa na desetogodišnji OIS europodručja na kraju prosinca bila niža za oko 20 baznih bodova od razine zabilježene na početku promatranog razdoblja. Nakon toga došlo je do znatnog preokreta u kretanju dugoročnih nerizičnih kamatnih stopa u europodručju, uglavnom u skladu sa snažnijim kretanjima prinosa na američke državne vrijednosne papire, što djelomično odražava makroekonomske vijesti u Sjedinjenim Američkim Državama koje su bile povoljnije nego što se očekivalo kao i reviziju očekivanja glede monetarne politike s obiju strana Atlantika. Kamatna stopa na desetogodišnji OIS europodručja naposljetku je iznosila oko 2,5 % i bila je za oko 10 baznih bodova iznad razine zabilježene na početku promatranog razdoblja. Prinos na desetogodišnje američke državne vrijednosne papire povećao se za oko 19 baznih bodova, na 4,1 %, a njegov se ekvivalent u Ujedinjenoj Kraljevini povećao za oko 21 bazni bod, na otprilike 4 %.

Grafikon 16.

Prinosi na desetogodišnje državne obveznice i kamatna stopa na desetogodišnji OIS na osnovi €STR-a

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: LSEG i izračun ESB-a

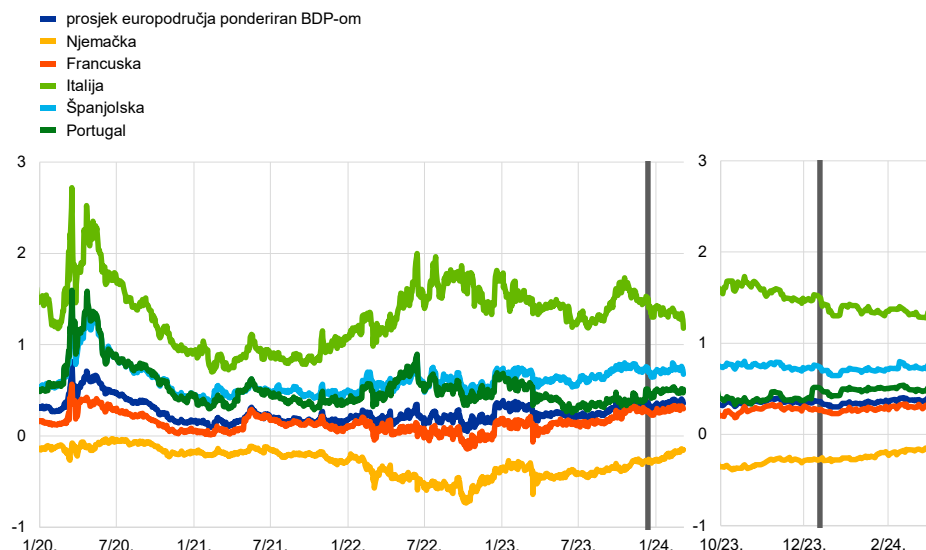
Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 14. prosinca 2023. Posljednji podatci odnose se na 6. ožujka 2024.

Prinosi na državne obveznice europa područja kretali su se jednako kao i nerizične kamatne stope, pri čemu se razlike prinosa na državne obveznice nisu znatno promijenile (Grafikon 17.). Na kraju promatranog razdoblja prinos na desetogodišnje državne obveznice europa područja ponderiran BDP-om povećao se za oko 11 baznih bodova i iznosio je oko 2,8 %, pri čemu se njegova razlika prinosa u odnosu na kamatnu stopu na OIS zasnovanu na €STR-u samo blago povećala. Razlike prinosa na državne obveznice u svim državama smanjile su se jer je kod nekih državnih obveznica s većim prinosom došlo do smanjenja razlike prinosa, a kod njemačkoga prinosa na državne obveznice došlo je do smanjenja negativne razlike u odnosu na OIS. Tržište državnih obveznica bilo je otporno u promatranom razdoblju, pri čemu su privatni ulagači dobro apsorbirali veći obujam izdanja obveznica.

Grafikon 17.

Razlike prinosa na desetogodišnje državne obveznice europskog područja u odnosu na kamatnu stopu na desetogodišnji OIS na osnovi €STR-a

(postotni bodovi)



Izvori: LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 14. prosinca 2023. Posljednji podatci odnose se na 6. ožujka 2024.

Razlike prinosa na korporativne obveznice s visokim prinomom znatno su se smanjile u uvjetima pozitivnog raspoloženja prema riziku. Razlike prinosa na korporativne obveznice s visokim prinomom znatno su se smanjile u promatranom razdoblju, za oko 37 baznih bodova, osobito na prijelazu u 2024. To je smanjenje bilo izrazitije kod financijskih u odnosu na nefinancijska društva. Nasuprot tome, razlike prinosa na korporativne obveznice s investicijskim rejtingom samo su umjereno fluktuirale i uglavnom su ostale nepromijenjene. Ako se promatra dulje razdoblje, sadašnje razine razlika prinosa na korporativne obveznice i nadalje su niske u odnosu na prijašnje vrijednosti, osobito kada je riječ o obveznicama s visokim prinomom, i niže su za oko 50 baznih bodova u odnosu na razine zabilježene u prosincu 2021., nakon što su tijekom 2022. bile za oko 250 baznih bodova više od tih razina. Manje razlike prinosa pridonijele su ograničavanju povećanja troška tržišnoga duga u razdoblju znatnih i brzih povećanja nerizičnih kamatnih stopa.

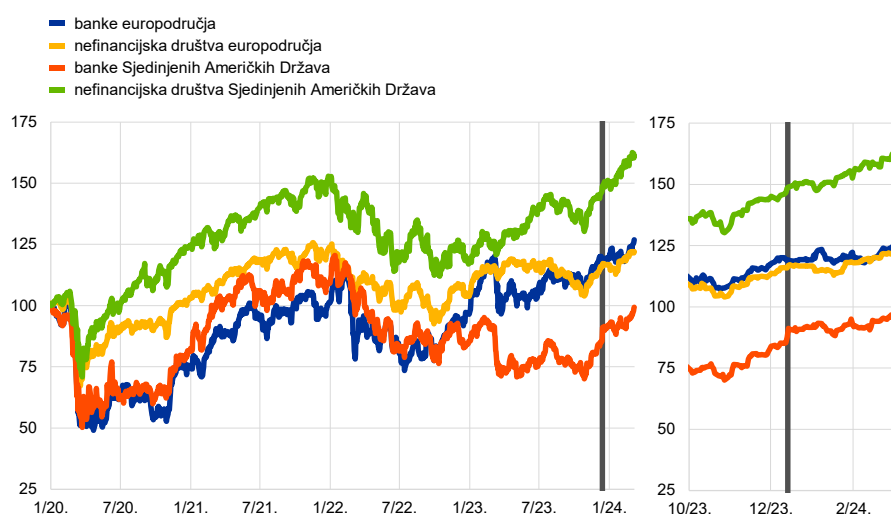
Cijene dionica u europskom području povećale su se, pod pozitivnim utjecajem raspoloženja tržišta, unatoč daljnjim revizijama naniže očekivanih zarada i neznatno viših diskontnih stopa (Grafikon 18.). Široki indeks tržišta dionica u europskom području u promatranom se razdoblju povećao, iako u manjoj mjeri od tog indeksa u Sjedinjenim Američkim Državama. Ta dva indeksa povećala su se za 6 %, odnosno za 8 %, pri čemu se očekuje da će tijekom 2024. povećanje nominalnih zarada u europskom području biti znatno manje od povećanja nominalnih zarada u Sjedinjenim Američkim Državama. Slabiji rezultati u europskom području, ne samo u promatranom razdoblju nego i od najnižih zabilježenih razina krajem listopada, bili su relativno sveobuhvatni, pri čemu su i indeks tržišne kapitalizacije i jednako ponderirani indeks porasli manje nego u Sjedinjenim Američkim Državama. Iako su

se cijene dionica za financijska društva povećavale po sličnim stopama s objiju strana Atlantika, nefinancijski sektor europodručja ostvario je slabije rezultate u odnosu na taj sektor u Sjedinjenim Američkim Državama. Na cijene dionica u europodručju pozitivno su djelovale niže premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira, čime je više nego neutraliziran učinak revizije naniže očekivanja glede zarada i viših diskontnih stopa.

Grafikon 18.

Indeksi cijena dionica u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama

(indeks: 1. siječnja 2020. = 100)



Izvori: LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 14. prosinca 2023. Posljednji podatci odnose se na 6. ožujka 2024.

Na deviznim tržištima tečaj eura ponderiran obujmom trgovine neznatno je ojačao, ali je blago oslabio u odnosu na američki dolar (Grafikon 19.).

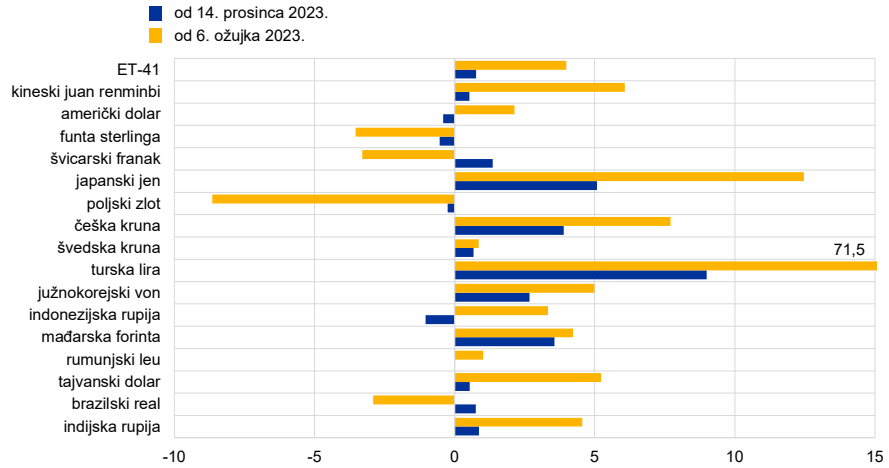
Nominalni efektivni tečaj eura mjereno u odnosu na valute 41 najvažnijega trgovinskog partnera europodručja ojačao je za 0,8 % u promatranom razdoblju. Blaga aprecijacija eura odražava jačanje u odnosu na valute nekoliko razvijenih gospodarstava (npr. za 5 % u odnosu na japanski jen), zemalja s tržištima u nastajanju i država članica EU-a izvan europodručja. Nasuprot tome, euro je blago oslabio u odnosu na američki dolar (za 0,4 %) u uvjetima fluktuacija unutar razdoblja, što uglavnom odražava promjene u očekivanjima sudionika na tržištu o relativnoj ekonomskoj snazi i kamatnim stopama monetarne politike. Od sredine prosinca do prijelaza u novu godinu euro je ojačao u odnosu na američki dolar jer su sudionici na tržištu protumačili sastanak Federalnog odbora za otvoreno tržište (engl. *Federal Open Market Committee*, FOMC) u prosincu kao zaokret prema popuštanju monetarne politike, pri čemu je jačanje sklonosti preuzimanju rizika nepovoljno utjecalo na američki dolar. Od početka 2024. euro je oslabio u odnosu na američki dolar, što odražava jaču otpornost gospodarstva Sjedinjenih Američkih Država od gospodarstva europodručja, a sudionici na tržištu smanjili su očekivanja glede smanjenja američkih kamatnih stopa u vrlo kratkom razdoblju nakon opreznijeg stava Sustava federalnih rezervi na sastanku FOMC-a u siječnju. Takvo je tumačenje dodatno potvrđeno podacima o snažnom američkom tržištu rada i

procjenom američkog indeksa potrošačkih cijena u veljači, koja je bila veća od očekivanja.

Grafikon 19.

Promjene tečaja eura u odnosu na odabrane valute

(promjene u postocima)



Izvor: ESB

Napomene: ET-41 jest nominalni efektivni tečaj eura u odnosu na valute 41 najvažnijega trgovinskog partnera europodručja. Pozitivna (negativna) promjena odgovara aprecijaciji (deprescijaciji) eura. Sve promjene izračunate su primjenom deviznih tečajeva koji su vrijedili 6. ožujka 2024.

5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja

Nakon pada u četvrtom tromjesečju 2023. složeni troškovi financiranja banaka ponovo su porasli u siječnju 2024. i ostali na visokoj razini u odnosu na prijašnje vrijednosti. Tijekom promatranog razdoblja od 14. prosinca 2023. do 6. ožujka 2024. trošak tržišnog duga za nefinancijska društva blago se povećao, dok se trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira neznatno smanjio. Kamatne stope banaka na kredite poduzećima bile su uglavnom nepromijenjene, a one za kućanstva za kupnju kuće malo su se smanjile. Godišnja stopa rasta najširega monetarnog agregata ostala je blizu nule zbog visokih oportunitetnih troškova, stagnirajućega kreditiranja i smanjenja bilance Eurosustava.

Troškovi financiranja banaka u europodručju zadržali su se na visokoj razini u odnosu na prijašnje vrijednosti, unatoč padajućim prinosima na obveznice. U siječnju 2024. složeni trošak dužničkog financiranja za banke europodručja ponovo je neznatno porastao uz znatne razlike među državama, nakon pada u odnosu na njegovu najvišu razinu dostignutu u listopadu 2023. (Grafikon 20., panel a). Nakon znatnog pada u četvrtom tromjesečju 2023. prinosi na bankovne obveznice su se oporavili u prvom tromjesečju 2024. (Grafikon 20., panel b), odražavajući slične promjene nerizične krivulje (vidi Odjeljak 4.). U siječnju 2024. (ukupne) kamatne stope na depozite, na koje se odnosi većina složenih troškova financiranja banaka, dodatno su porasle, uz razlike između instrumenata i sektora. Dok su se kamatne stope na prekonoćne depozite umjereno povećale, stope za oročene depozite pale su u siječnju, što je dovelo do neznatnog smanjenja velike razlike između oročenih i prekonoćnih depozita. Intenzivirano tržišno natjecanje među bankama za depozite klijenata stvorilo je pritiske na povećanje troškova financiranja depozita za banke. Za zajmodavce za kredite stanovništvu koji su vrlo ovisni o financiranju depozita, troškovi su nastavili rasti zbog postojanog pritiska na povećanje, koji proizlazi iz slabosti ukupnog obujma depozita. Nasuprot tome, bankama koje se oslanjaju na izvore financiranja velikih klijenata više je pogodovalo smanjenje prinosa na bankovne obveznice u četvrtom tromjesečju 2023., iako su zabilježile i veće i brže povećanje troškova financiranja depozita u ranim fazama ciklusa pooštavanja. Općenito, sastav obveza banaka nastavlja prelaziti na skuplje izvore financiranja. Nadalje, likvidnost se mehanički odlila iz financijskog sustava jer se bilanca Eurosustava nastavila normalizirati.

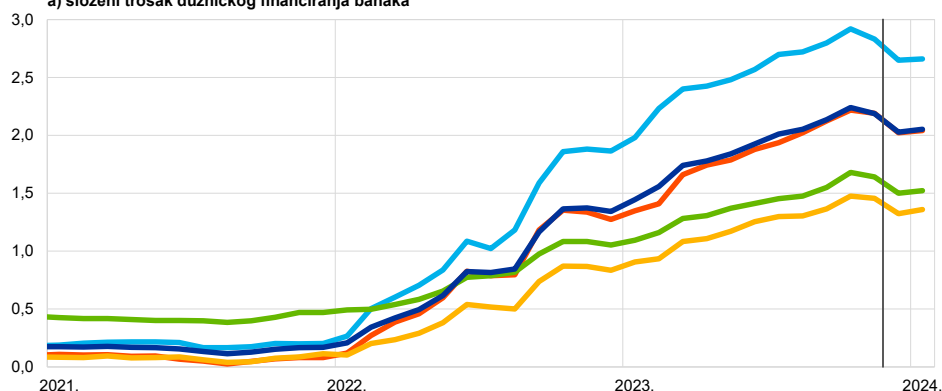
Grafikon 20.

Složeni troškovi financiranja banaka u odabranim državama europodručja

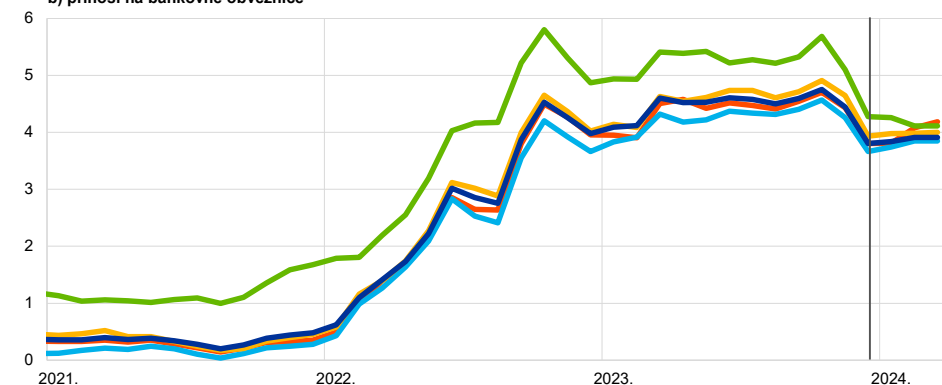
(postotci na godišnjoj razini)

- europodručje
- Njemačka
- Francuska
- Italija
- Španjolska

a) složeni trošak dužničkog financiranja banaka



b) prinosi na bankovne obveznice



Izvori: ESB, S&P Dow Jones Indices LLC i/ili njegova povezana društva i izračun ESB-a

Napomene: Složeni troškovi financiranja banaka jesu ponderirani prosjeci složenog troška depozita i financiranja neosiguranim tržišnim dugom. Složeni trošak depozita izračunava se kao prosjek kamatnih stopa na nove prekonoćne depozite, depozite s ugovorenim rokom dospijeća i depozite s otkaznim rokom, ponderiranih odgovarajućim nepodmirenim iznosima. Prinosi na bankovne obveznice jesu mjesečni prosjeci za nadređene tranše obveznica. Vertikalna siva linija u panelima a) i b) označuje 31. listopada 2023. Posljednji podatci odnose se na siječanj 2024. za složeni trošak dužničkog financiranja banaka i na 6. ožujka 2024. za prinose na bankovne obveznice.

U siječnju 2024. kamatne stope banaka na kredite poduzećima bile su uglavnom nepromijenjene, dok su se one za kućanstva za kupnju kuće malo smanjile.

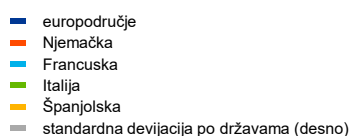
Kamatne stope i na kredite poduzećima i kućanstvima u državama europodručja počele su znatno rasti početkom 2022. i pokazale su naznake stabiliziranja na tim visokim razinama od studenoga 2023. (Grafikon 21.). U siječnju 2024. kamatne stope na kredite poduzećima iznosile su 5,22 %, u usporedbi s 5,25 % u prosincu 2023., dok su se one na nove kredite kućanstvima za kupnju kuće blago smanjile i pale s 3,97 % u prosincu na 3,87 % u siječnju. Smanjenje je zabilježeno u svim najvećim državama europodručja i bilo je izraženije za kredite sa srednjim i duljim razdobljima fiksiranja kamatnih stopa. Varijacije u veličini pada pomogle su smanjiti disperziju kamatnih stopa na kredite. Istodobno kamatne stope banaka na nove potrošačke kredite kućanstvima te za prekoračenja i potrošačke kredite nastavile su rasti u siječnju. Disperzija kamatnih stopa na kredite poduzećima

i kućanstvima po državama ostala je na niskoj razini (Grafikon 21.), što upućuje na neometanu transmisiju monetarne politike među državama europodručja. Budući da se više kamatne stope banaka na kredite i nadalje prenose na neotplaćene iznose (stanja) stambenih kredita, a troškovi servisiranja duga rastu, sve veći udio kućanstava, posebice među nižim kvintilima dohotka, naveo je u ESB-ovoj [anketi o očekivanjima potrošača](#) u siječnju 2024. da očekuju da će se suočiti s poteškoćama s plaćanjem hipoteke u iduća tri mjeseca.

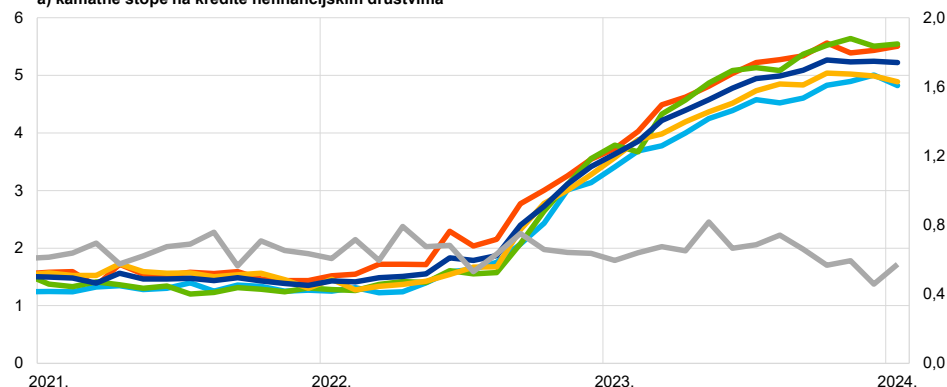
Grafikon 21.

Složene kamatne stope banaka na kredite nefinancijskim društvima i kućanstvima u odabranim državama

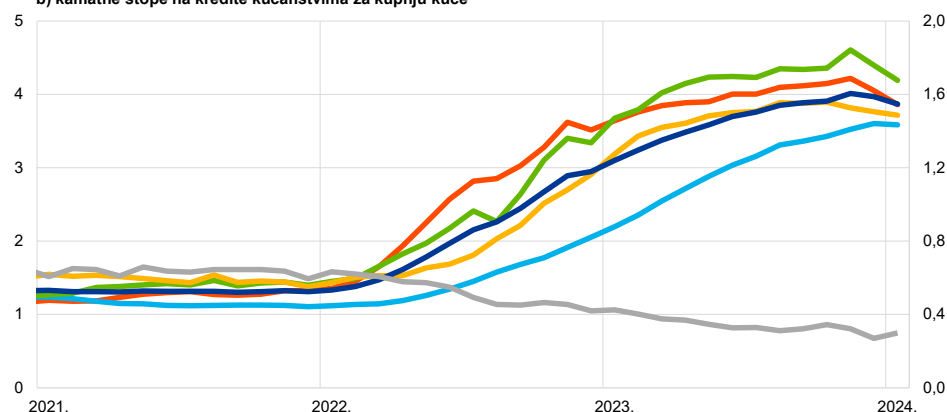
(postotci na godišnjoj razini, standardna devijacija)



a) kamatne stope na kredite nefinancijskim društvima



b) kamatne stope na kredite kućanstvima za kupnju kuće



Izvori: ESB i izračun ESB-a

Napomene: Složene kamatne stope banaka na kredite nefinancijskim društvima izračunavaju se agregiranjem kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa uporabom 24-mjesečnoga pomičnog prosjeka iznosa novih poslova. Standardna devijacija po državama izračunava se uporabom nepromjenjivog uzorka od 12 država europodručja. Posljednji podatci odnose se na siječanj 2024.

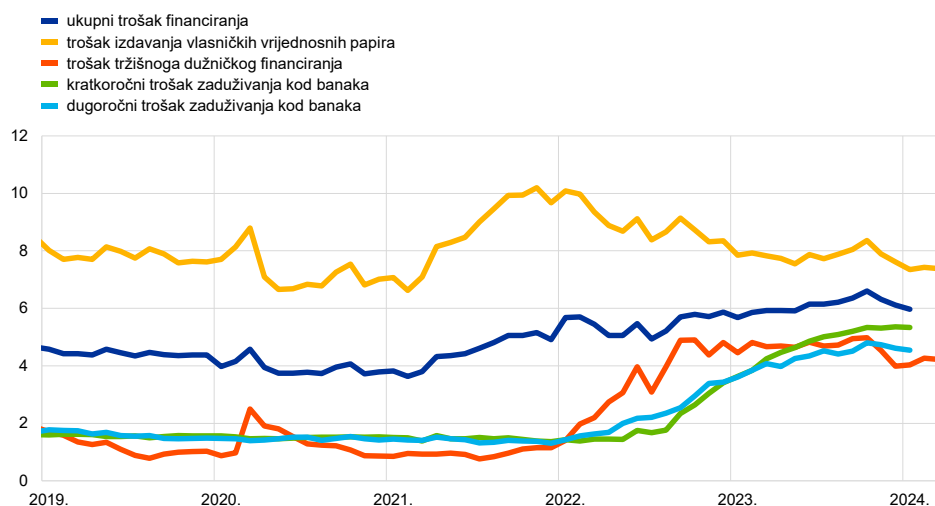
Dnevni podatci za promatrano razdoblje od 14. prosinca 2023. do 6. ožujka 2024. pokazuju blago povećanje troška tržišnog duga za nefinancijska društva i nezatno smanjenje troška izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira. Na osnovi mjesečnih podataka ukupni trošak financiranja za nefinancijska društva za siječanj 2024., odnosno složeni trošak zaduživanja kod

banaka, trošak tržišnog duga i trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira, znatno je smanjen u odnosu na višegodišnju visoku razinu koju je dosegnuo u listopadu 2023., na razinu od 6,0 %, odnosno 10 baznih bodova niže nego u prosincu (Grafikon 22.).¹ To je uglavnom bilo posljedica smanjenja troška izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira jer nije bilo znatne promjene bilo koje druge komponente troškova. Prema dnevnim podacima trošak tržišnoga dužničkog financiranja povećan je tijekom promatranog razdoblja zbog porasta nerizične stope koji nije bio potpuno neutraliziran smanjenjem razlika na obveznice nefinancijskih društava u segmentima visokog prinosa. Istodobno trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima neznatno je smanjen, odražavajući smanjenje premija za rizik vlasničkih vrijednosnih papira koje je poništilo prethodno navedeno povećanje nerizične stope (aproksimirano kamatnom stopom na desetogodišnje prekonoćne ugovore o razmjeni) (vidi Odjeljak 4.).

Grafikon 22.

Nominalni trošak vanjskog financiranja za nefinancijska društva u europodručju, raščlanjen na komponente

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: ESB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters i izračun ESB-a

Napomene: Ukupni trošak financiranja za nefinancijska društva zasniva se na mjesečnim podatcima i izračunava se kao ponderirani prosjek troška zaduživanja kod banaka (mjesečni prosječni podatci), tržišnog duga i izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (podatci na kraju mjeseca) na osnovi njihovih odgovarajućih nepodmirenih iznosa. Posljednji podatci odnose se na 6. ožujka 2024. za trošak tržišnoga dužničkog financiranja i za trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (dnevni podatci) i siječanj 2024. za ukupni trošak financiranja i trošak zaduživanja kod banaka (mjesečni podatci).

Bankovno kreditiranje poduzeća i kućanstava stabiliziralo se na niskim razinama u siječnju 2024. u uvjetima visokih kamatnih stopa na kredite, slabe potražnje za kreditima i strogih standarda odobravanja kredita. Godišnji rast kredita nefinancijskim društvima smanjio se na 0,2 % u siječnju 2024., što je pad u odnosu na 0,5 % u prosincu 2023. (Grafikon 23., panel a), uz znatne razlike među državama. Istodobno je kolebljivost u porastu, što se odražava u snažnom smanjenju kratkoročnoga kreditiranja u siječnju, zbog čega je došlo do preokreta povećanja sličnih razmjera u prethodna dva mjeseca. Općenito gledano, kontinuirano slab rast kredita ostaje u skladu sa stagnirajućom dinamikom

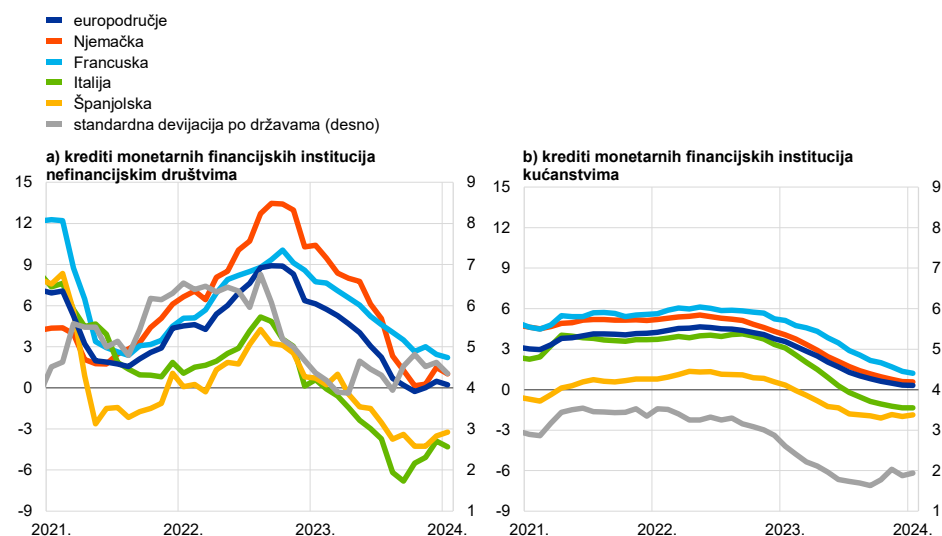
¹ S obzirom na dostupnost podataka o troškovima zaduživanja kod banaka s odmakom, podatci o ukupnom trošku financiranja za nefinancijska društva dostupni su samo za razdoblje do siječnja 2024.

kreditiranja koja je primjetna od početka 2023. zahvaljujući slaboj agregatnoj potražnji, strogim standardima odobravanja kredita i restriktivnoj monetarnoj politici. Godišnja stopa rasta kredita kućanstvima smanjila se s 0,4 % u prosincu 2023. na 0,3 % u siječnju 2024. (Grafikon 23., panel b) u uvjetima negativnih očekivanja u vezi s tržištima stambenih nekretnina, malo pooštrenijih standarda odobravanja kredita i visokih kamatnih stopa na kredite. Padu su ponajviše pridonijeli stambeni krediti i krediti trgovcima pojedincima (tj. malim subjektima bez pravne osobnosti), dok je rast potrošačkih kredita ostao nepromijenjen, uglavnom zbog potražnje nižih kvintila dohotka, što se odražavalo na povećanje odbijenih zahtjeva za kredite. Osim toga, rezultati ESB-ove [ankete o očekivanjima potrošača](#) u siječnju 2024. upućuju na to da su potrošači iz ankete u velikom neto postotku iskazali da su standardi odobravanja kredita strogi i da očekuju da će u idućih 12 mjeseci biti teže dobiti stambeni kredit.

Grafikon 23.

Kreditni monetarnih financijskih institucija u odabranim državama europodručja

(godišnje promjene u postotcima, standardna devijacija)



Izvori: ESB i izračun ESB-a

Napomene: Krediti monetarnih financijskih institucija prilagođeni su za prodaje kredita i sekuritizaciju, a u slučaju nefinancijskih društava krediti su prilagođeni i za obračunsko objedinjavanje sredstava. Standardna devijacija po državama izračunava se uporabom nepromjenjivog uzorka od 12 država europodručja. Posljednji podatci odnose se na siječanj 2024.

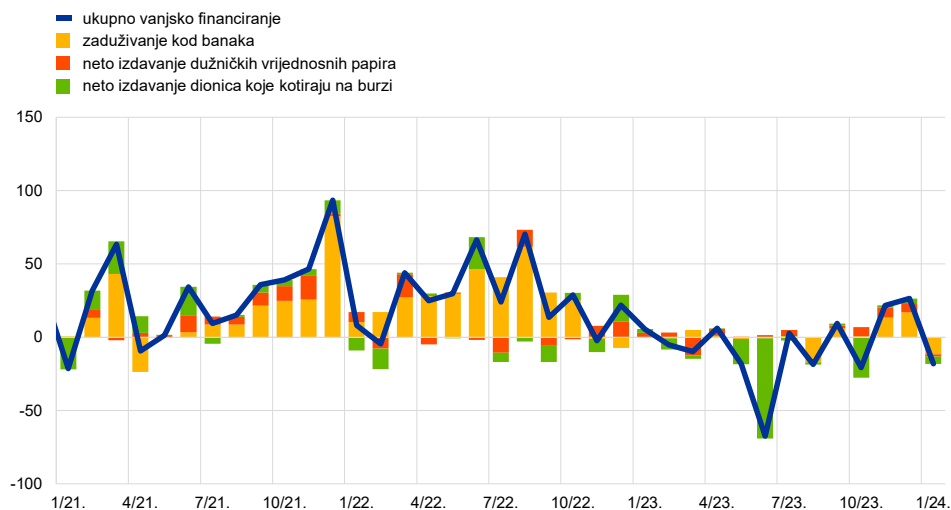
Rast neto vanjskog financiranja poduzeća u europodručju ostao je slab u četvrtom tromjesečju 2023. i u siječnju 2024., što je bilo posljedica niskih razina dužničkog financiranja.

Dok se godišnja stopa rasta neto vanjskog financiranja povećala s $-0,9$ % u listopadu 2023. na $0,8$ % u siječnju 2024., mjesečni je tok ponovo bio negativan u siječnju (Grafikon 24.). Za razliku od prijašnjih epizoda slabe kreditne dinamike, izdavanje obveznica poduzeća nije nadoknadilo ukupni pad kredita banaka. U siječnju je potražnja za kreditima poduzeća bila povezana ponajprije s kratkoročnim dospeljima, pri čemu su dugoročnije kredite zamijenile korporativne obveznice. Nadalje, izdavanje dionica koje kotiraju na burzi i nadalje je bilo slabo.

Grafikon 24.

Neto tokovi vanjskog financiranja nefinancijskih društava u europodručju

(mjesečni tokovi, mlrd. EUR)



Izvori: ESB, Eurostat, Dealogic i izračun ESB-a

Napomene: Neto vanjsko financiranje jest zbroj zaduživanja kod banaka (kreditni monetarnih financijskih institucija), neto izdavanja dužničkih vrijednosnih papira i neto izdavanja dionica koje kotiraju na burzi. Krediti monetarnih financijskih institucija prilagođeni su za prodaje kredita, sekuritizaciju i djelatnosti objedinjavanja sredstava. Posljednji podatci odnose se na siječanj 2024.

Poduzeća i kućanstva nastavila su preusmjeravati prekonoćne depozite u oročene depozite u siječnju 2024.

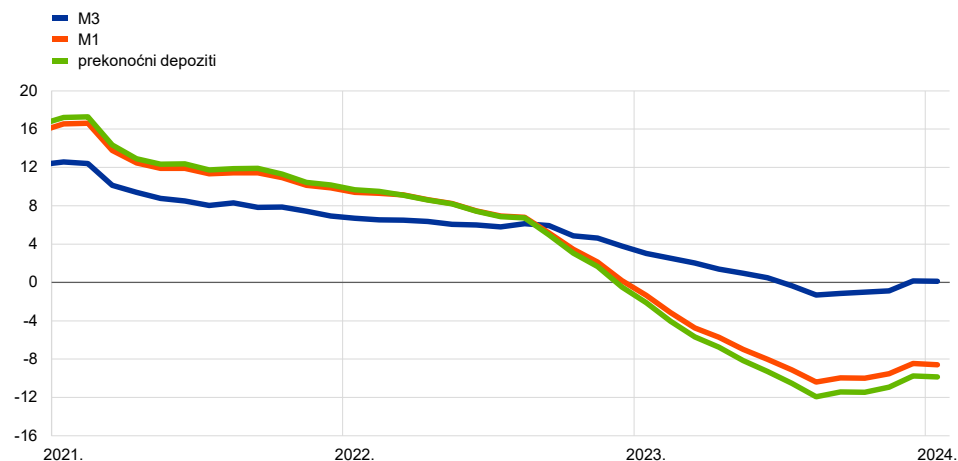
Godišnja stopa rasta prekonoćnih depozita nastavila se smanjivati i u siječnju 2024. pala je na $-9,9\%$ u odnosu na $-9,7\%$ u prosincu 2023. (Grafikon 25.). Snažna sklonost prema oročenim depozitima objašnjava se velikom razlikom između kamatnih stopa na oročene depozite i onih na prekonoćne depozite zbog velikih oportunitetnih troškova držanja visokolikvidnih instrumenata.² U siječnju su kamatne stope ponuđene poduzećima za držanje oročenih depozita bile blizu ESB-ove kamatne stope na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke i ostale su više od kamatnih stopa na depozite kućanstava. Zabilježeno je još jedno veliko mjesečno preusmjeravanje sredstava iz prekonoćnih u oročene depozite za kućanstva i ubrzavanje dinamike kojom su poduzeća ponovo uravnotežila ta dva instrumenta, što se znatno usporilo u četvrtom tromjesečju 2023.

² Kao i u prethodnim ciklusima pooštavanja, kamatne stope na prekonoćne depozite sporije se prilagođavaju promjenama kamatne stope monetarne politike od stopa na oročene depozite. Vidi i okvir pod naslovom „Monetarna dinamika tijekom ciklusa pooštavanja“, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB, 2023.

Grafikon 25.

M3, M1 i prekonoćni depoziti

(godišnje promjene u postocima, prilagođeno za sezonske i kalendarske učinke)



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na siječanj 2024.

U siječnju 2024. godišnja stopa rasta najširega monetarnog agregata ostala je blizu nule zbog visokih oportunitetnih troškova, stagnirajućega kreditiranja i smanjenja bilance Eurosustava. U europodručju rast najširega monetarnog agregata (M3) neznatno se smanjio i iznosio je 0,1 % u siječnju 2024., što je pad u odnosu na 0,2 % u prosincu 2023. (Grafikon 25.). U siječnju godišnji rast najužega monetarnog agregata (M1), koji uključuje likvidnu imovinu M3, neznatno se smanjio i iznosio je –8,6 %, što je pad u odnosu na –8,5 % u prosincu. Nakon relativno velikog priljeva u četvrtom tromjesečju 2023., M3 je u siječnju zabilježio velik mjesečni odljev u uvjetima povećanja kolebljivosti i promjena portfelja iz M3, što je ojačalo slabu monetarnu dinamiku. Odljev u siječnju odražavao je djelomično ukidanje kupnje državnih obveznica od strane banaka u prosincu, popraćeno povećanjem državnih obveznica koje drži sektor imatelja novca i ponovno izdavanje dugoročnih bankovnih obveznica pred buduću otplatu sredstava odobrenih u sklopu operacije TLTRO u ožujku 2024. Ti su odljevi djelomično nadoknađeni većim priljevima iz inozemstva, što je odražavalo znatan višak na tekućem računu u uvjetima slabog uvoza i povećanog zanimanja za vrijednosne papire europodručja među stranim ulagačima. Osim toga, smanjenje bilance Eurosustava nastavilo je utjecati na smanjivanje kreiranja novca, zajedno sa stagnirajućim kreditiranjem privatnog sektora.

6. Fiskalna kretanja

Prema Makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz ožujka 2024. manjak proračuna opće države u europodručju umjereno će se poboljšati, na 2,9 % BDP-a u 2024., ali nakon toga samo neznatno, pa će se u 2025. i 2026. zadržati na 2,8 %. Stoga se predviđa da će se zaustaviti postupno smanjivanje proračunskog manjka s najviše razine zabilježene tijekom pandemije i da će se manjak čak i blago povećati. Uglavnom kao posljedica tih kretanja, očekuje se znatno pooštavanje fiskalne politike u europodručju u 2024., a nakon toga pooštavanje će gotovo u potpunosti prestati. Pooštavanje fiskalne politike odražava očekivanje prema kojem će vlade nastaviti ukidati mjere potpore povezane s energijom. S obzirom na to da se pooštavanje ne bi trebalo nastaviti nakon 2024., predviđa se da će omjer duga i BDP-a europodručja ostati visok i da će neznatno rasti tijekom projekcijskog razdoblja, s procijenjenih 88,3 % u 2023. na oko 88,6 % u 2026. Komisija je 21. veljače 2024. objavila procjenu instrumenta za oporavak i otpornost sredinom provedbenog razdoblja. Iako je naglašeno da je ostvaren određeni napredak, važno je ubrzati provedbu programa NGEU kako bi se u potpunosti ostvario njegov potencijal. Nakon što je nedavno postignut privremen politički dogovor između Vijeća ECOFIN i Europskog parlamenta o reformi okvira gospodarskog upravljanja EU-a, zakonodavni postupak treba biti brzo dovršen kako bi se nova pravila mogla provesti bez odgode.

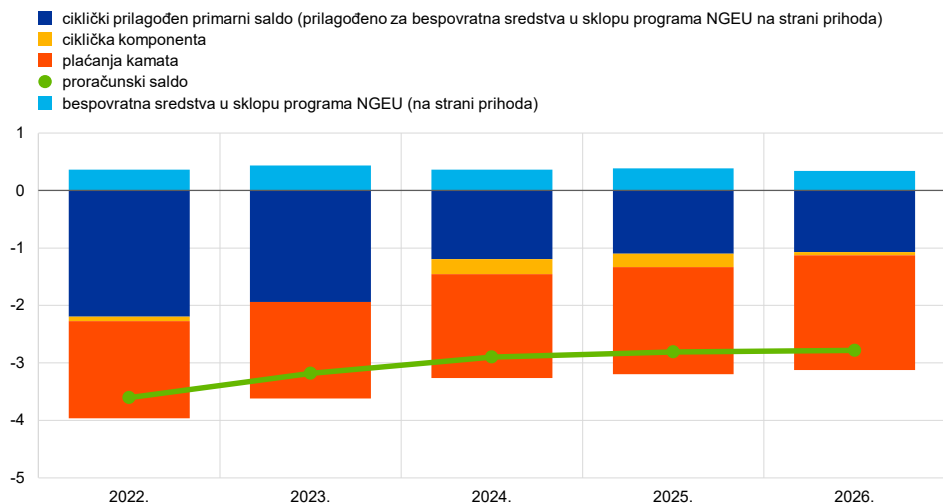
Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz ožujka 2024. saldo proračuna opće države u europodručju umjereno će se poboljšati u 2023. i 2024. i samo neznatno u 2025.¹ Projekcijama se procjenjuje da se proračunski manjak u europodručju smanjio s 3,6 % BDP-a u 2022. na 3,2 % BDP-a u 2023. i da će se nastaviti smanjivati, na 2,9 % BDP-a u 2024. i 2,8 % u 2025., te ostati nepromijenjen u 2026. (Grafikon 26.). Predviđeno kretanje uglavnom odražava manje negativan ciklički prilagođen primarni saldo u 2024. i, u manjoj mjeri, u 2025. Manji primarni manjkovi samo su djelomice neutralizirani povećanim kamatnim rashodima jer će prijenos prethodnih povećanja kamatnih stopa biti postupan zbog dugoga preostalog dospelja državnog duga, čiji je prosjek za europodručje trenutno malo manji od 8 godina (povećanje u odnosu na 6,5 godina u 2015.). Smanjenje ciklički prilagođenoga primarnog manjka u 2024. ponajviše je pod utjecajem postupnog smanjivanja vladinih mjera fiskalne potpore zbog slabljenja šoka cijena energije i visoke inflacije. Prema sadašnjim procjenama te su mjere doseglye 1,3 % BDP-a europodručja u 2023., a znatno će se smanjiti u 2024., na 0,4 % BDP-a i dodatno pasti na oko 0,2 % BDP-a u 2025. i 2026.

¹ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, ožujak 2024.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 7. ožujka 2024.

Grafikon 26.

Proračunski saldo i njegove komponente

(postotci BDP-a)



Izvor: makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2024.

Napomena: Podatci se odnose na ukupni sektor opće države svih 20 država europodručja (uključujući Hrvatsku).

U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2023. proračunski saldo smanjen je neznatno u 2023., za 0,1 postotni bod godišnje u 2023., 2024. i 2025. te za 0,2 postotna boda u 2026. Revizije su pod utjecajem revizija cikličke komponente naniže tijekom cijeloga projekcijskog razdoblja (za 0,1 do 0,2 postotna boda godišnje), što je djelomice neutralizirano revizijama plaćanja kamata naniže zbog povoljnijih uvjeta financiranja.

Očekuje se znatno pooštavanje fiskalne politike u europodručju u 2024., a nakon toga ne bi trebalo biti snažnog pooštavanja.² Godišnja promjena ciklički prilagođenoga primarnog salda, prilagođena za bespovratna sredstva koja su odobrena državama u sklopu programa NGEU, upućuje na znatno pooštavanje fiskalnih politika u europodručju u 2023. i 2024. zbog ukidanja velikog dijela mjera potpore povezanih s energijom i inflacijom uvedenih u 2022. Očekuje se da će fiskalna politika biti neutralna u 2025. i 2026., posljednjim godinama projekcijskog razdoblja. Unatoč kontinuiranom ukidanju mjera potpore povezanih s energijom, očekuje se da će razina fiskalne potpore u europodručju ostati uglavnom akomodativna tijekom cijeloga projekcijskog razdoblja s obzirom na to da je ciklički prilagođen proračunski saldo i nadalje znatno niži od razine zabilježene prije pandemije zbog ekspanzivnih mjera provedenih tijekom krize, koje su i nadalje na snazi.

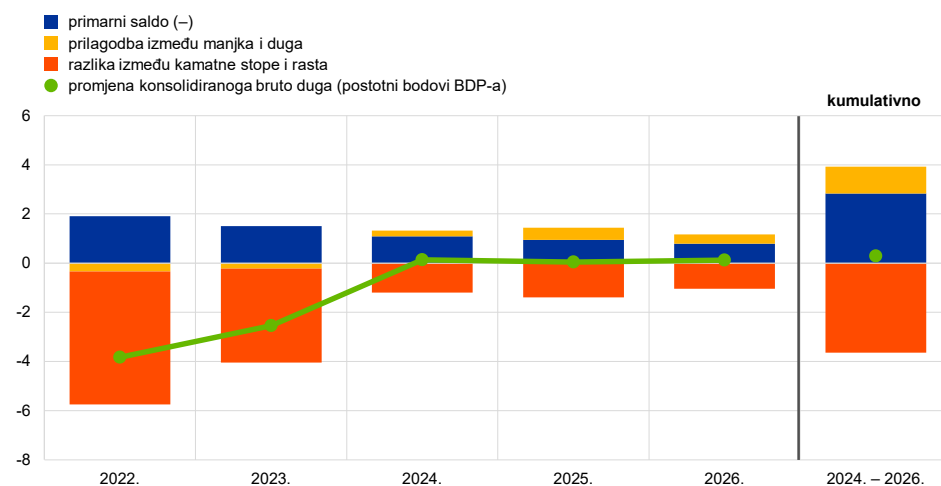
² Djelovanje fiskalne politike odražava smjer i veličinu poticaja fiskalnih politika gospodarstvu koji premašuje automatsku reakciju javnih financija na poslovni ciklus. Mjeri se promjenom omjera ciklički prilagođenoga primarnog salda bez utjecaja državne pomoći financijskom sektoru. Budući da veći proračunski prihodi povezani s bespovratnim sredstvima u sklopu programa Next Generation EU (NGEU) iz proračuna EU-a nemaju učinak na smanjenje potražnje, ciklički prilagođen primarni saldo u ovom je kontekstu prilagođen kako bi se isključili ti prihodi. Više informacija o fiskalnoj politici u europodručju vidi u članku pod naslovom „The euro area fiscal stance“, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2016.

Predviđa se da će omjer državnog duga i BDP-a europodručja ostati veći nego što je bio u razdoblju prije pandemije i da će se tijekom projekcijskog razdoblja čak i blago povećati, s procijenjenih 88,3 % u 2023. na 88,6 % u 2026. Udio duga znatno se povećao tijekom pandemije i dosegnuo oko 97 % u 2020., ali se otad postupno smanjivao. Ipak, čini se da bi se trend poboljšavanja mogao zaustaviti, pa se očekuje da bi se udio duga mogao neznatno povećati tijekom projekcijskog razdoblja pod utjecajem primarnih manjkova i očekivanih pozitivnih usklađivanja manjka i duga, koja su samo djelomice neutralizirana i nadalje negativnim razlikama između kamatnih stopa i stopa rasta (Grafikon 27.).

Grafikon 27.

Pokretači promjene državnog duga u europodručju

(postotci BDP-a, ako nije navedeno drugačije)



Izvor: makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2024.

Napomena: Podatci se odnose na ukupni sektor opće države svih 20 država europodručja (uključujući Hrvatsku).

Važno je da vlade ostvare brz napredak u provedbi programa NGEU i reformiranog okvira gospodarskog upravljanja EU-a. Komisija je

21. veljače 2024. objavila [procjenu instrumenta za oporavak i otpornost sredinom provedbenog razdoblja](#). Iako se u procjeni naglašava da je ostvaren određeni napredak u provedbi programa NGEU, također se potvrđuje da je dosad bilo kašnjenja u isplatama i ulaganjima, što je dovelo do znatno manjega pozitivnog učinka na rast nego što se na početku očekivalo. Ubrzanje provedbe programa NGEU sada je ključno kako bi se u potpunosti ostvario njegov potencijal. Naposljetku, nakon što je nedavno postignut privremeni politički dogovor između Vijeća ECOFIN i Europskog parlamenta o reformi okvira gospodarskog upravljanja EU-a, zakonodavni postupak treba biti brzo dovršen kako bi se nova pravila mogla provesti bez odgode.

Okviri

1. Špekulacija s cijenama nafte i plina u okružju geopolitičkih rizika

Priredili: Livia Chițu, Massimo Ferrari Minesso i Ana-Simona Manu

Znatna kretanja cijena nafte i plina, uz veću kolebljivost cijena u okružju pandemije, rata u Ukrajini i rastućih geopolitičkih napetosti na Bliskom istoku, potaknuli su pitanje mjere u kojoj špekulacija utječe na cijene nafte i plina.

Cijene nafte i plina znatno su porasle nakon pandemije, a u razdoblju oporavka nakon pandemije zabilježena je velika kolebljivost njihovih cijena. Teroristički napadi u Izraelu i rastuće napetosti na Crvenom moru u novije su vrijeme ponovno potaknuli zabrinutost povezanu s povećanom kolebljivošću cijena, iako u znatno manjoj mjeri nego u razdoblju oporavka neposredno nakon pandemije, stvarajući pritisak na rast cijena nafte tipa Brent (Grafikon A, panel a).¹ No, u ovome je trenutku pritisak na rast cijena nafte zbog geopolitičkih napetosti i smanjenja proizvodnje skupina zemalja OPEC+ neutraliziran slabom potražnjom i većom proizvodnjom zemalja izvan skupine OPEC. Iako su i cijene plina reagirale na nedavne geopolitičke napetosti, one su i nadalje znatno niže od njihove razine u 2022. U takvim je okolnostima pozornost opet usmjerena na pokušaj razumijevanja pokretača cijena nafte i plina. Posebno je zanimljivo pitanje odražavaju li cijene uglavnom temeljne činitelje (poput globalne ponude i potražnje za naftom i plinom) ili one više odražavaju činitelje koji nisu temeljni, a odnose se na špekulativno pozicioniranje. Ta je tema predmet brojnih rasprava već više od dva desetljeća, gdje pojedini promatrači upućuju na špekulaciju i financijalizaciju tržišta sirovina kao glavne pokretače snažnog rasta cijena nafte. Međutim, u akademskim radovima uglavnom se ne nalaze čvrsti dokazi da financijska špekulacija ima važnu ulogu.²

¹ Za procjenu reakcije cijene nafte na geopolitičke šokove vidi okvir „[Geopolitički rizici i cijene nafte](#)“, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB, 2023.

² Vidi, na primjer, Kilian, L., „Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market“, *American Economic Review*, sv. 99, broj 3, 2009., str. 1053. – 1069., i Vansteenkiste, I., „[What is driving oil futures prices? Fundamentals versus speculation](#)“, *Working Paper Series*, broj 1371, ESB, 2011.

Grafikon A

Kretanja cijena nafte i plina i ključni događaji

a) cijene nafte

(USD/barel)



b) cijene plina

(EUR/Mwh)



Izvori: LSEG i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Nizozemski TTF jest europska referentna cijena za prirodni plin. Osjenčano područje odgovara prozoru zumiranja. Posljednji podatci odnose se na 15. veljače 2024.

Tržišni pokazatelji uglavnom pokazuju da špekulacija ima ograničenu ulogu izvan okvira potrebe zaštite od rizika.

Važnost špekulacije može se mjeriti pomoću indeksa špekulacije za tržište nafte i plina primjenom „Workingova T-indeksa”. Na osnovi podataka o pozicijama na američkom tržištu ročnica iz izvješća „Commodity Futures Trading Commission’s (CFTC) Commitments of Traders (COT)”, tim se indeksom iskazuje špekulacija kao iznos ročnih ugovora koje drže nekomercijalni trgovci (zamjena za špekulatore) iznad iznosa potrebnog za postizanje ravnoteže među pozicijama za zaštitu od rizika koje drže komercijalni trgovci (koje iskazuju izvještajne institucije).³ Vrijednosti iznad jedan upućuju na to da trgovci drže više ugovora nego što je potrebno za zaštitu od tržišnog rizika.

³ Izvještajne institucije definiraju pozicije kao špekulativne ili kao pozicije za zaštitu od rizika na temelju osnovnog ugovora i druge ugovorne strane. Važno je napomenuti da postoje određena ograničenja podataka, poput na primjer CFTC-ove klasifikacije pozicija po subjektu (komercijalni odnosno nekomercijalni subjekti) a ne po aktivnosti trgovanja (špekulacija odnosno zaštita od rizika). Vidi i Vansteenkiste, I., *op. cit.*, u smislu slične uporabe podataka CFTC-a i primjene Workingova T-indeksa.

Špekulacija bi mogla pojačati cjenovna kretanja (i podizati i smanjivati cijene) ovisno o poziciji koju zauzimaju ulagači; procjena prosječnog utjecaja špekulativnih aktivnosti u uzorku navedena je u drugom dijelu ovog okvira. Ako pogledamo unazad, indeks za naftu bio je stabilan otprilike do kraja 2002., a njegova prosječna vrijednost iznosila je gotovo jedan. Nakon toga indeks je postojano rastao do otprilike 2010., te potom opet 2015., kada je postigao vrhunac od gotovo 1,3, no otad je smanjen (Grafikon B, panel a).⁴ Općenito se čini da je korelacija između indeksa špekulacije i cijene nafte ograničena.

Indeksi špekulacije na tržištu plina proteklih su godina uglavnom bili stabilni i u Sjedinjenim Američkim Državama i u Europi. S obzirom na manju globalnu integriranost tržišta plina od tržišta nafte, postoje daljnje razlike između tržišta Sjedinjenih Američkih Država i europskog tržišta. To se zasniva na podacima CFTC-a za Sjedinjene Američke Države i informacijama o dinamici u Europi dobivenima od Europskoga nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA). Analiza upućuje na to da su špekulacije koje premašuju zaštitu od rizika povijesno više u Europi nego u Sjedinjenim Američkim Državama (Grafikon B, panel b).⁵ Iz europske perspektive, indeks špekulacije na tržištu plina porastao je nakon ruske invazije na Ukrajinu, iako je ostao relativno stabilan kada su cijene plina opet naglo porasle u ljeto 2022. Općenito se čini da je korelacija između indeksa špekulacije i cijene plina ograničena te je u posljednjih nekoliko mjeseci došlo do razdvajanja serija.

⁴ Treba napomenuti da je indeks špekulacije povećan u 2015., a cijene nafte pale su zbog visoke ponude potaknute razdobljem slabe potražnje te velikog rasta ponude zbog snažne proizvodnje nafte iz škriljevca u SAD-u i povećanih izvoznih kvota zemalja OPEC-a; vidi: Baumeister, C. i Kilian, L., „Forty Years of Oil Price Fluctuations: Why the Price of Oil May Still Surprise Us”, *Journal of Economic Perspectives*, sv. 30, broj 1, 2016., str. 139. – 160.

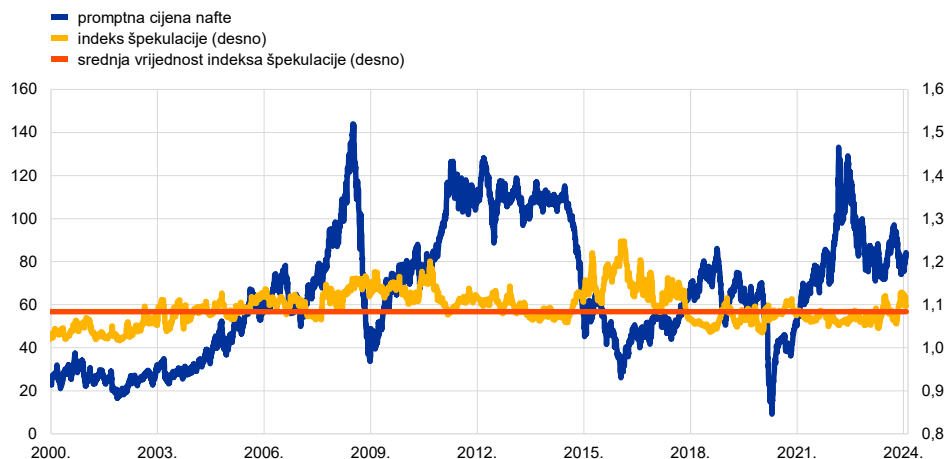
⁵ Međutim, vremenski obuhvat ESMA-e mnogo je kraći jer se podatci iskazuju tek nakon 2018.

Grafikon B

Indeksi špekulacija na tržištima nafte i plina

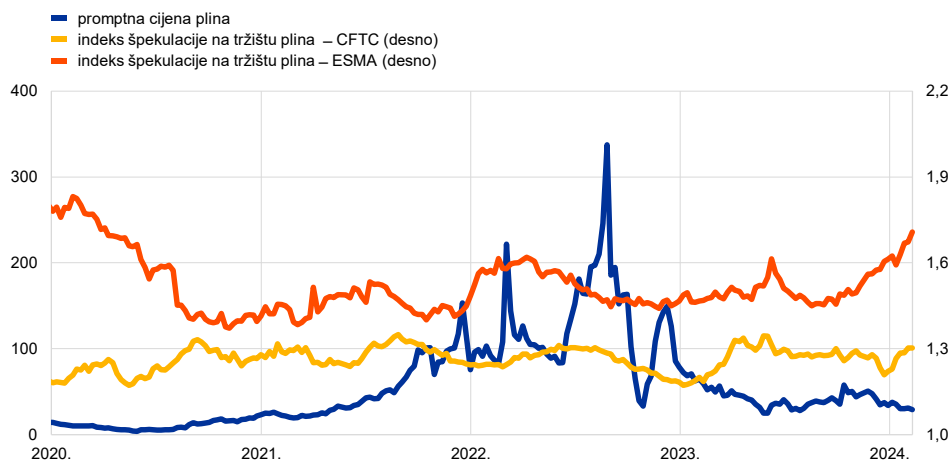
a) promptne cijene nafte i indeks špekulacije na tržištu nafte prema CFTC-u

(lijevo: USD/barel, desno: postotci)



b) promptne cijene plina i indeksi špekulacije na tržištu plina

(lijevo: EUR/MWh, desno: postotci)



Izvori: CFTC, ESMA, LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Panel a): Donja granica indeksa jest vrijednost jedan. Više vrijednosti upućuju na veći broj otvorenih nekomercijalnih (odnosno špekulativnih) pozicija od komercijalnih (odnosno zaštitnih) pozicija. Situacija u kojoj se pozicijama nekomercijalnih poduzeća ne neutraliziraju pozicije komercijalnih poduzeća upućuje na neravnotežu čija veličina pak upućuje na špekulativne pozicije koje premašuju potrebe za zaštitom. Srednja vrijednost indeksa špekulacije izračunava se od 1995. Panel b): Indeks špekulacije na tržištu plina prema CFTC-u zasniva se na podacima SAD-a, a indeks špekulacije na tržištu plina prema ESMA-i obuhvaća špekulacije na europskom tržištu plina.

Posljednji podatci odnose se na 15. veljače 2024. za panel a) (dnevni podatci), odnosno na 9. veljače 2024. za panel b) (tjedni podatci).

Empirijsko ispitivanje veze između cijena nafte i špekulacije pokazuje da postoje samo ograničeni dokazi o utjecaju špekulacije na transmisiju šokova temeljne potražnje ili ponude na cijenu nafte. Težište empirijskog ispitivanja uloge špekulacije na cijene energenata jest na tržištu nafte s obzirom na to da cijene plina više ovise o regionalnim činiteljima.⁶ Temeljna ideja jest primjena strukturnog modela za utvrđivanje iznenađenja u kretanjima cijena nafte (odnosno, šokova koji djeluju na cijenu nafte) koja sudionici na tržištu ne očekuju. To nam može pomoći u

⁶ Ovdje je primijenjen empirijski okvir koji je sličan onome navedenom u Altmeyer, P., Boneva, L., Kinston, R., Saha, S. i Stoja, E., „Yield curve sensitivity to investor positioning around economic shocks”, *Staff Working Papers*, broj 1029, Bank of England, 2023.

procjeni utječe li špekulativno pozicioniranje ulagača znatno na dinamiku cijena nafte u slučaju šoka. Na primjer, u slučaju temeljnog šoka koji dovodi do neočekivanog porasta cijena nafte, ulagači koji su previše izloženi cijenama nafte mogli bi provesti prilagodbu svojih portfelja te povećati učinak šoka. S druge strane, ulagači s pozicijama koje dovode do dobitaka u slučaju neočekivanog povećanja cijene nafte mogli bi zatvoriti svoje pozicije kako bi kapitalizirali te dobitke te tako smanjiti učinak temeljnog šoka. Ovu je hipotezu moguće ispitati regresijom promjena cijena nafte u odnosu na temeljne šokove, u ovisnosti o razini pozicioniranja ulagača na tržištu nafte (Grafikon C, panel a).⁷ Empirijske procjene pokazuju ograničene razlike u reakciji cijene nafte na višu razinu špekulacije.⁸ Što se tiče promptnih cijena sirove nafte, elastičnost u odnosu na standardizirani šok ponude nafte povećava se s 1,6 u slučaju niske razine špekulativnih ugovora, na oko 1,8 u slučaju velikih neto dugih pozicija ulagača. Te se procjene statistički međusobno ne razlikuju, s obzirom na to da se intervali pouzdanosti u velikoj mjeri poklapaju. Razlike su još manje u slučaju terminskih cijena nafte jer će, u tom slučaju, ulagači manje skloni riziku koji imaju duge pozicije ostvariti dobit jer su ispravno predvidjeli više cijene nafte. Zatvaranje takvih pozicija smanjit će utjecaj temeljnog šoka na cijene nafte. U cjelini gledajući, špekulacija nema veliku ulogu u jačanju transmisije temeljnih šokova na promptne i terminske cijene nafte, što je u skladu s prethodno navedenim akademskim nalazima.

⁷ Cijena nafte regresirana je u odnosu na dnevne šokove u ponudi nafte u međudjelovanju s indeksom špekulacije na tržištu nafte ili razine nekomercijalnih pozicija. Dnevni šokovi na tržištu nafte preuzeti su iz Gazzani, A., Venditti, F. i Veronese, G., „Oil price shocks in real-time”, *Journal of Monetary Economics*, uskoro.

⁸ Rezultati ostaju nepromijenjeni i u uvjetima primjene Workingova T-indeksa u međudjelovanju s negativnim šokom na strani ponude.

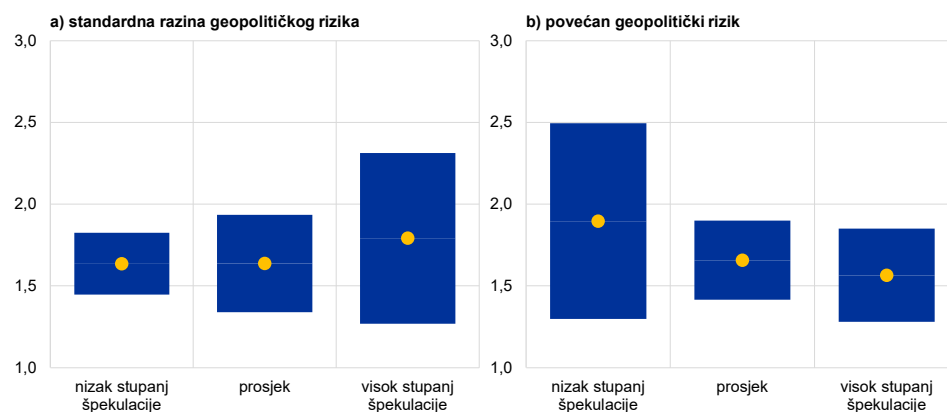
Grafikon C

Reakcija cijena nafte na šokove na strani ponude, u ovisnosti o razini špekulativnog pozicioniranja

Procijenjena reakcija promptnih cijena nafte

(postotci)

- 25. do 75. percentil
- medijan



Izvori: LSEG, Caldara i Iacoviello¹⁾, Gazzani *et al.*²⁾ i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Panel a): U grafikonu se primjenjuju strukturni naftni šokovi koje je utvrdio Gazzani *et al.*, normalizirani radi povećanja cijena nafte u trenutku šoka. Naime, negativni šok ponude povećava cijene nafte za oko 1,2 % u trenutku šoka i 1,8 % nakon tjeđan dana. Grafikon prikazuje postotnu promjenu u cijeni nafte u uvjetima istovjetnog šoka kada su neto otvorene pozicije na prosječnoj razini u uzorku (prosijek), jednu standardnu devijaciju ispod prosjeka (niska razina špekulacije) ili jednu standardnu devijaciju iznad prosjeka (visoka razina špekulacije). Uzorak obuhvaća razdoblje između 2008. i 2022., podatci su tjeđni. Panel b): U ovom grafikonu ponavlja se ista analiza no samo uz primjenu razdoblja visoke geopolitičke neizvjesnosti, koja se iskazuju kao razdoblja u kojima je indeks dnevnoga geopolitičkog rizika koji su izračunali Caldara i Iacoviello iznad svoga dugoročnog prosjeka. Uzorak obuhvaća razdoblje između 2008. i 2022., podatci su tjeđni.

1) Caldara, D. i Iacoviello, M., „Measuring Geopolitical Risk”, *American Economic Review*, American Economic Association, sv. 112, broj 4, 2022., str. 1194. – 1225.

2) Gazzani, A., Venditti, F. i Veronese, G., „Oil price shocks in real-time”, *Journal of Monetary Economics*, uskoro

Utvrđeno je i da špekulacija ne pojačava transmisiju temeljnih šokova u razdobljima povećanoga geopolitičkog rizika.

Geopolitičke napetosti mogu utjecati na cijene nafte kroz dva različita, međusobno suprotna kanala. Kao prvo, povećana geopolitička neizvjesnost djeluje kao negativni globalni šok na strani potražnje povećavajući zabrinutosti povezane s gospodarskim izgledima i popratnim učincima na potrošnju, investicije i međunarodnu trgovinu. Kroz ovaj kanal, geopolitička neizvjesnost naposljetku smanjuje globalnu potražnju za naftom i cijene nafte. Kao drugo, geopolitičke napetosti mogu stvoriti rizik povezan s budućom opskrbom naftom, povećavajući novčanu vrijednost držanja ugovora za naftu – što je poznato pod nazivom prigodni prinos (engl. *convenience yield*) – čime se stvara pritisak na rast cijena. Ta dva kanala guraju cijene nafte u suprotnim smjerovima, a empirijsko je pitanje koji će kanal prevladati.⁹ Kako bismo ispitali može li špekulacija postati važniji pojačivač kretanja cijena nafte u situaciji geopolitičkih napetosti, ponavlja se prethodna analiza, ali se težište stavlja na razdoblja povećanih geopolitičkih napetosti (razdoblja kada je indeks geopolitičkog rizika koji su utvrdili Caldara i Iacoviello iznad povijesnog prosjeka). Rezultat pokazuje da elastičnost na šokove u smislu opskrbe naftom uglavnom ostaje stabilna, s obzirom na to da se intervali pouzdanosti između razdoblja niske i visoke razine špekulacije u cijelosti poklapaju (Grafikon C, panel b). Ti rezultati pokazuju da špekulacija, mjerena

⁹ Vidi Caldara, D. i Iacoviello, M., „Measuring Geopolitical Risk”, *American Economic Review*, sv. 112, No 4, 2022., str. 1194. – 1225.

razinom neto pozicioniranja ulagača na tržištu nafte, također ima ograničeni utjecaj na jačanje reakcije cijena na temeljne šokove u razdobljima povećanih geopolitičkih napetosti.

2. Kako geopolitika mijenja trgovinu

Pruredili: Costanza Bosone, Ernest Dautović, Michael Fidora i Giovanni Stamato

Rastuće trgovinske napetosti i brojne politike čiji je cilj pitanje nacionalne sigurnosti staviti u okvir trgovinskih odnosa povećali su zabrinutost u vezi s mogućim implikacijama geogospodarske fragmentacije.¹ Od globalne financijske krize trgovina raste sporije od BDP-a, utirući put razdoblju usporavanja internacionalizacije gospodarske aktivnosti (engl. *slowbalisation*) (Grafikon A, panel a).² Taj se proces pripisuje, među ostalim, padajućoj graničnoj koristi integracije globalnih lanaca vrijednosti, strukturnom pomaku u potražnji s prerađivačke industrije na uslužne djelatnosti i smanjenju političke potpore otvorenoj trgovini. Tako je posljednjih godina vidljiv porast restriktivnih mjera.³ Zabrinutosti u vezi s trgovinskom otpornošću i nacionalnom sigurnošću porasle su nakon ruske invazije na Ukrajinu i sve se više raspravlja o potrebi protekcionizma, vraćanja proizvodnje u susjedne zemlje (engl. *near-shoring*) ili zemlje s kojima se dijele zajedničke vrijednosti (engl. *friend-shoring*). Pojedine nove industrijske politike sadržavaju odredbe o davanju poticaja domaćim proizvođačima, osobito onima u tehnološko naprednim sektorima, možda na štetu inozemnih proizvođača. Istodobno procjene koje se zasnivaju na modelu pokazuju da bi ograničenja trgovine intermedijarnih ulaznih resursa među zemljama koje pripadaju suprotnim geopolitičkim blokovima mogle dovesti do velikih gospodarskih troškova u smislu pada trgovine i blagostanja te viših cijena.⁴

¹ Vidi, na primjer, Aiyar, S., Chen, J., Ebeke, C. H., Garcia-Saltos, R., Gudmundsson, T., Ilyina, A. i Trevino, J. P. (2023.), „[Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism](#)”, *Staff Discussion Notes*, broj 2023/001, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC.

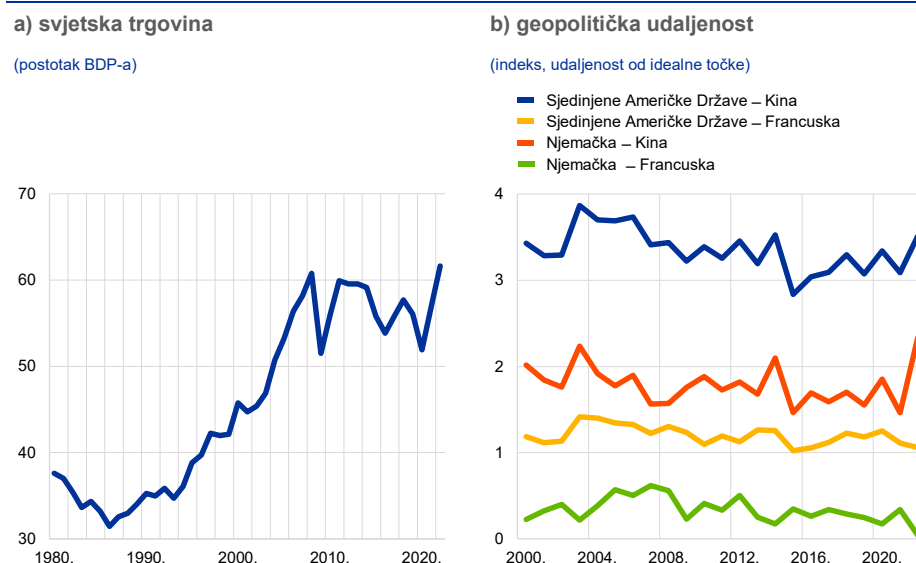
² Vidi Antràs, P. (2021.), „[De-globalisation? Global Value Chains in the Post-COVID-19 Age](#)”, u *Central Banks in a Shifting World: Conference Proceedings – Forum ESB-a*.

³ Vidi ICC (2023.), „[ICC 2023 Trade Report: A fragmenting world](#)”, International Chamber of Commerce.

⁴ Vidi Attinasi, M. G., Boeckelmann, L., i Meunier, B. (2023.), „[The economic costs of supply chain decoupling](#)”, *Working Paper Series*, ESB, broj 2023/2389.

Grafikon A

Kretanje svjetske trgovine i geopolitička udaljenost između pojedinih parova zemalja



Izvori: Svjetska banka – World Development Indicators, Bailey *et al.* (2017.)

Napomene: Panel a): Trgovina je iskazana kao zbroj uvoza i izvoza, posljednje promatranje odnosi se na 2022. Panel b): Udaljenost od idealne točke prikazuje vidljivo ponašanje zemalja u pitanjima vanjske politike, poput neslaganja u njihovom glasačkom ponašanju u Općoj skupštini UN-a. Više vrijednosti znače veću političku udaljenost. Vidi Bailey *et al.* (2017.), posljednji podatci odnose se na 2022.

Budući da za sad imamo samo ograničene empirijske dokaze da geopolitička pitanja već znatno utječu na trgovinsku dinamiku, u ovom okviru ispituje se uloga geopolitičkih napetosti u oblikovanju međunarodne trgovine u posljednjem desetljeću. U analizi se primjenjuje strukturni gravitacijski model za procjenu utjecaja geopolitičke udaljenosti na obrasce međunarodne trgovine. Gravitacijskim modelom trgovine pretpostavlja se da je razina trgovine između dviju zemalja određena njihovom ekonomskom masom i relativnim trgovinskim tenzijama koje mogu biti funkcija i carinskih i necarinskih prepreka trgovini.⁵ Obično se necarinske prepreke aproksimiraju na osnovi geografske udaljenosti između zemalja i ostalih obilježja koja mogu promicati ili kočiti trgovinu između zemalja, poput zajedničkog jezika ili sporazuma o trgovini. Uz ove necarinske varijable, koje su standard u literaturi, ova analiza uvodi zamjensku vrijednost za ulogu geopolitike. Ova se analiza bavi proizvedenim dobrima te tako isključuje energetske proizvode i razmjenu usluga.

Standardni gravitacijski model međunarodne trgovine proširen je te uključuje geografsku udaljenost. Ovom varijablom, koja je dostupna za određeno razdoblje i za parove zemalja, mjeri se neusklađenost vanjske politike zemalja na osnovi obrazaca njihova glasačkog ponašanja u Općoj skupštini UN-a. Mjerenje se provodi pretvaranjem vidljivoga glasačkog ponašanja zemalja u mjeru bilateralne geopolitičke udaljenosti koja odražava prosječno neslaganje između dviju zemalja u Općoj skupštini UN-a.⁶ Za primjer se u Grafikonu A, panelu b) prikazuje kretanje geopolitičke udaljenosti između četiri para zemalja tijekom određenog razdoblja:

⁵ Vidi Anderson, J. i Van Wincoop, E. (2003.), „Gravity with Gravitas: A Solution to the Border Puzzle”, *American Economic Review*, sv. 93(1), str. 170. – 192.

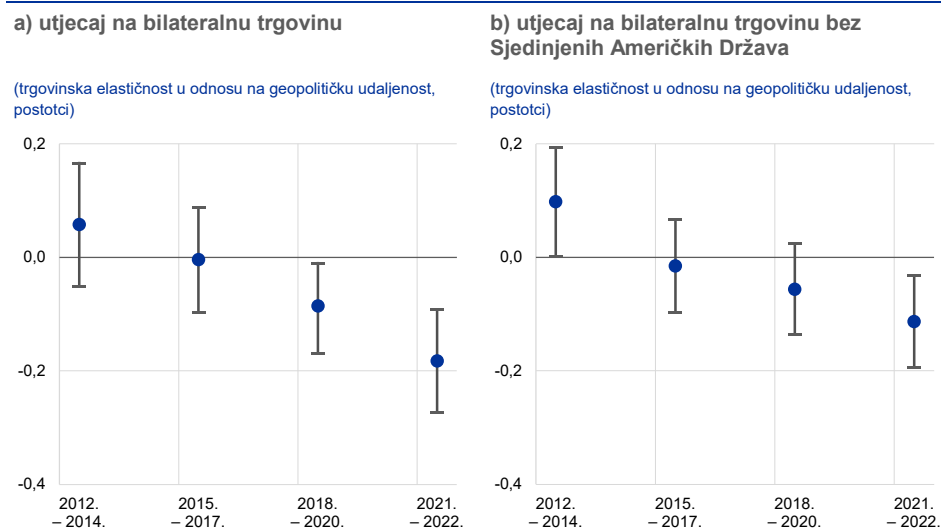
⁶ Vidi Bailey, M.A., Strezhnev, A. i Voeten, E. (2017.), „Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data”, *Journal of Conflict Resolution*, sv. 61(2), str. 430. – 456.

Sjedinjene Američke Države – Kina, Sjedinjene Američke Države – Francuska, Njemačka – Kina i Njemačka – Francuska. Ovaj grafikon prikazuje dosljedno višu udaljenost i Sjedinjenih Američkih Država i Njemačke od Kine kao i daljnje povećavanje te udaljenosti posljednjih godina.

Utvrđeno je da geopolitička udaljenost ima sve veću ulogu u određivanju globalnih trgovinskih tokova (Grafikon B, panel a). Procijenjena trgovinska elastičnost na geopolitičku udaljenost postaje negativna i važna od 2018. nadalje, otprilike u vrijeme porasta trgovinskih razmirica između Sjedinjenih Američkih Država i Kine.⁷ Utjecaj geopolitičke udaljenosti gospodarski je važan: primjera radi, utvrđeno je da 10 %-tno povećanje geopolitičke udaljenosti smanjuje bilateralne trgovinske tokove za nekih 2 %, ili za otprilike desetinu trgovinskog učinka koji se može pripisati sporazumu o slobodnoj trgovini. Ovi rezultati nisu odraz samo trgovinskih obrazaca Sjedinjenih Američkih Država s obzirom na to da procjene ostaju važne i nakon isključivanja SAD-a iz uzorka (Grafikon B, panel b).

Grafikon B

Vremenski promjenjiv utjecaj geopolitičke udaljenosti na bilateralne trgovinske tokove



Izvori: Trade Data Monitor (TDM), MMF, Bailey *et al.* (2017.), World Integrated Trade Solution (WITS), Eurostat i izračun ESB-a
 Napomene: Točke označavaju koeficijent geopolitičke udaljenosti u međudjelovanju s vremenskom indikatorskom varijablom, primjenom trogodišnjih prosjeka podataka i na osnovi procijenjenoga gravitacijskog modela za 67 zemalja u razdoblju između 2012. i 2022. Geopolitička udaljenost mjeri se logaritmom udaljenosti od idealne točke, kako je navedeno u Bailey *et al.* (2017.). Linije iznad i ispod točaka intervali su pouzdanosti od 95 %. Zavisna varijabla jest nominalna vrijednost trgovine proizvedenim dobrima, bez energije. Procjena je provedena pomoću Poissonove pseudomaksimalne vjerojatnosti (engl. *Poisson pseudo-maximum likelihood*, PPML). Procjena uključuje bilateralne vremenski promjenjive kontrolne skupine, fiksne godišnje učinke izvoznika i uvoznika te fiksne učinke parova zemalja. Standardne pogreške raspoređene su po parovima zemalja i godinama. Procjene u panelu b) zasnivaju se na uzorku od 66 zemalja, s obzirom na to da su Sjedinjene Američke Države isključene.

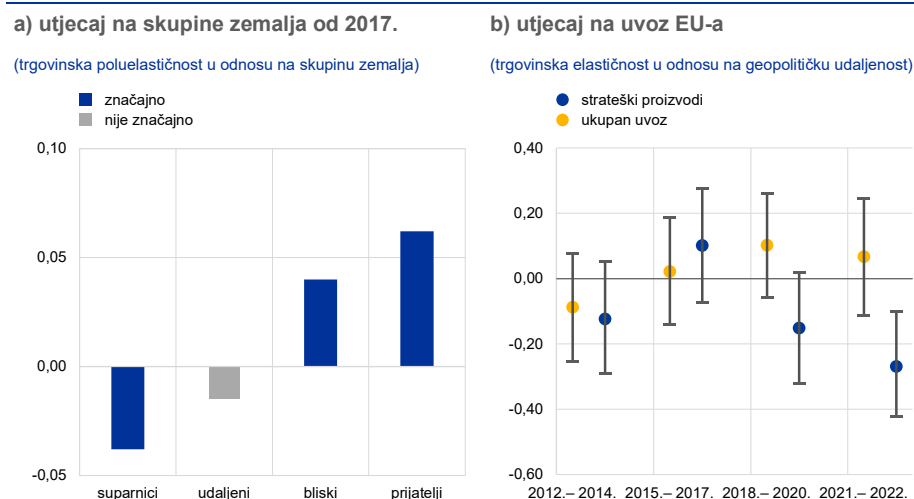
Čini se da geopolitika ima heterogen utjecaj na trgovinske obrasce. Za razumijevanje heterogenosti utjecaja geopolitike, bilateralni trgovinski tokovi regresirani su na skupinu od četiri indikatorne varijable kojima se utvrđuju četiri

⁷ Ovi rezultati ostaju postojani i u uvjetima svih globalnih šokova, poput pandemije bolesti COVID-19, zbog uključivanja vremenski promjenjivih učinaka granica u trgovinske troškove, čime se uzimaju u obzir svi globalni nevidljivi činitelji koji utječu na međunarodnu trgovinu u usporedbi s domaćom trgovinom (vidi Beverelli, C., Keck, A., Larch, M., i Yotov, Y. V. (2023.), „*Institutions, trade, and development: identifying the impact of country-specific characteristics on international trade*“, *Oxford Economic Papers*).

kvartila distribucije geopolitičke udaljenosti u parovima zemalja. Kako bi se prikazao utjecaj rastućih geopolitičkih napetosti tijekom vremena, svaka kvartilna indikatorska varijabla stavlja se u međuodnos s vremenskom indikatorskom varijablom koja u razdoblju nakon 2017. iznosi jedan. Geopolitika je u razdoblju nakon 2017. pojačala trgovinu između „prijatelja” (prvi kvartil). S druge strane, ona je usporila trgovinu između „suparnika” (četvrti kvartil; Grafikon C, panel a). Trgovina između „suparnika” otprilike je za 4 % niža nego što bi bila da nije došlo do povećanja geopolitičkih napetosti nakon 2017., dok je trgovina između „prijatelja” porasla za otprilike 6 %. I tako, dok s jedne strane geopolitika smanjuje trgovinu između geopolitički udaljenih zemalja, ona, s druge strane može ojačati trgovinske veze između geopolitički usklađenih zemalja.

Grafikon C

Utjecaj geopolitičke udaljenosti na skupine zemalja i uvoz EU-a.



Izvori: TDM, MMF, Bailey *et al.* (2017.), Egger i Larch (2008.), WITS, Eurostat, Europska komisija i izračun ESB-a
Napomene: Rezultati se zasnivaju na strukturnom gravitacijskom modelu, procijenjenom za 67 zemalja u razdoblju od 2012. do 2022. primjenom godišnjih podataka. Podrobnije pojedinosti o procjeni mogu se pronaći na Grafikonu B. Panel a): utjecaj na svaku grupu utvrđuju se na osnovi kvartilne indikatorske varijable distribucije geopolitičke udaljenosti u parovima zemalja. Indikatorska varijabla postaje 1 u slučaju trgovine između parova zemalja koje od 2017. pripadaju istom kvartilu. Poluelastičnost β odgovara postotnoj promjeni od $100 \cdot (\exp(\beta) - 1)$. Panel b): točke prikazuju koeficijent geopolitičke udaljenosti u međudjelovanju s indikatorskom varijablom za vrijeme i za uvoz EU-a, primjenom trogodišnjeg prosjeka podataka. Žute točke odnose se na procjene koje se zasnivaju na bilateralnoj trgovini kao zavisnoj varijabli. Plave točke odnose se na procjene koje se zasnivaju na bilateralnoj trgovini strateškim proizvodima, koje je definirala Europska komisija. Linije prikazuju intervale pouzdanosti od 95 %.

U ukupnom uvozu EU-a mogu se naći samo ograničeni dokazi trenda znatnog okretanja susjednim zemljama ili zemljama s kojima se dijele zajedničke vrijednosti. U sklopu istoga gravitacijskog modela, utjecaj vremenski promjenjivih učinaka geopolitičke udaljenosti za EU izdvojen je stavljanjem geopolitičke udaljenosti u međuodnos s indikatorskom varijablom za uvoz EU-a. Procjena uzima u obzir učinke koji se odnose na utjecaj trgovinske integracije EU-a u pojedinim zemljama. Utvrđeno je da geopolitika nema znatan utjecaj na uvoz proizvodnih dobara u EU-u (Grafikon C, panel b). Taj rezultat ostaje postojan i u uvjetima alternativnih specifikacija i može odražavati visoku razinu integracije globalnih opskrbnih lanaca u EU-u, veliku nefleksibilnost proizvodnih struktura na promjene

cijena, barem u kratkoročnom razdoblju, i činjenicu da takve rigidnosti rastu u zemljama koje su duboko integrirane u globalne opskrbne lance.⁸

No bez obzira na to, postoje dokazi o poduzimanju mjera za smanjenje rizika u strateškim sektorima EU-a. Strateška roba (vojna oprema, sirovine, baterijski sklopovi, visokotehnološki i medicinski proizvodi, itd.) čini otprilike 9 % ukupnog uvoza EU-a i posebno je važna u područjima poput sigurnosti, javnog zdravlja, te zelene i digitalne tranzicije. Kada je trgovina strateškim proizvodima, kako ih definira Europska komisija, zavisna varijabla, geopolitička udaljenost znatno umanjuje uvoz EU-a (Grafikon C, panel b). Empirijski dokazi upućuju na to da EU provodi selektivno razdvajanje smanjivanjem svoje ovisnosti o geopolitički udaljenim dobavljačima u strateškim sektorima.

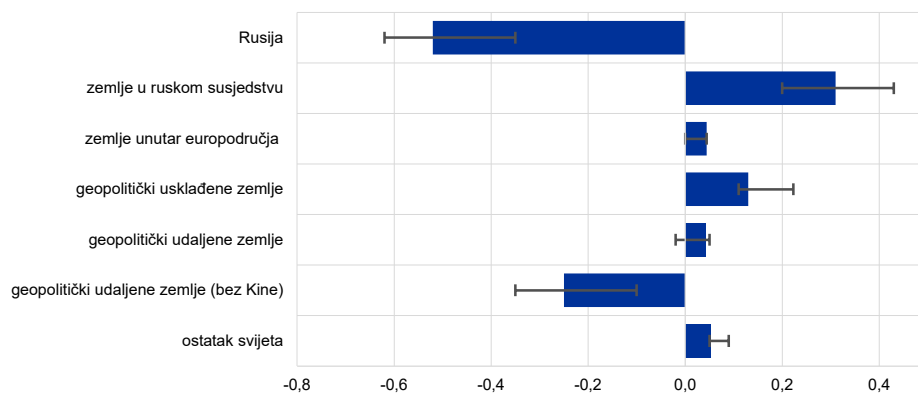
Promjena orijentacije izvoza europodručja prema geopolitički usklađenim zemljama ubrzana je ruskom invazijom na Ukrajinu. Analiza događaja upućuje na to da je ruska invazija na Ukrajinu dovela do pada izvoza europodručja u Rusiju za više od polovine (Grafikon C). Istodobno su porasli trgovinski tokovi prema zemljama u ruskom susjedstvu, moguće zbog preslagivanja opskrbnih lanaca. Procjenjuje se da je trgovina europodručja s geopolitički usklađenim zemljama porasla za otprilike 13 % nakon rata u usporedbi s protučinjeničnim scenarijem bez rata, uglavnom zbog povećane trgovine sa SAD-om. Postoji i skromnija količina dokaza o okretanju susjednim zemljama jer se procjenjuje da je razina trgovine unutar europodručja porasla za otprilike 4 % kao odgovor na rusku invaziju na Ukrajinu u usporedbi s protučinjeničnim scenarijem. No, još uvijek nema znakova zaokreta trgovine koji bi isključivao Kinu, možda zbog kineske tržišne snage u određenom broju ključnih industrija. Međutim, ako se Kina isključi iz grupe geopolitički udaljenih zemalja, utjecaj ruske invazije na Ukrajinu na izvoz europodručja postaje vrlo važan i negativan.

⁸ Vidi, na primjer, Bayoumi, T., Barkema, J. i Cerdeiro, D. (2019.), „[The Inflexible Structure of Global Supply Chains](#)”, *IMF Working Papers*, broj 2019/193. Međunarodni monetarni fond.

Grafikon D

Utjecaj ruske invazije na Ukrajinu na izvoz europodručja

(poluelastičnost)



Izvori: TDM, MMF, UN, Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Procijenjeni koeficijenti gravitacijskog modela, tromjesečni podatci za 2012. – 2022. Uzorak uključuje 67 izvoznika i 118 uvoznika. Utjecaji na razinu izvoza europodručja utvrđuju se pomoću indikatorske varijable za datume nakon ruske invazije na Ukrajinu. Trgovinski partneri jesu Rusija, zemlje u susjedstvu Rusije: Armenija, Kazahstan, Kirgistan i Gruzija; geopolitički prijatelji, udaljene i neutralne zemlje su one zemlje koje su glasovale protiv ili za Rusiju odnosno koje su bile suzdržane na obje temeljne rezolucije UN-a, od 7. travnja i 11. listopada 2022. Uključena je i trgovina unutar europodručja. Procjena je provedena pomoću Poissonove pseudomaksimalne vjerojatnosti (engl. *Poisson pseudo-maximum likelihood*, PPML). Procjena uključuje bilateralne vremenski promjenjive kontrolne skupine, fiksne godišnje učinke izvoznika i uvoznika te fiksne učinke izvoznika i uvoznika. Standardne pogreške raspoređene su po parovima zemalja i vremenu. Stupci prikazuju prosječne utjecaje za važne koeficijente. Linije iznad i ispod točaka prikazuju procijenjene minimalne i maksimalne koeficijente u nekoliko provjera pouzdanosti.

3. Kako su kućanstva prilagodila svoje potrošačke i štedne navike visokoj inflaciji?

Priredili Alina-Gabriela Bobasu, Evangelos Charalampakis i Omiros Kouvavas

Kućanstva su se tijekom posljednjih nekoliko godina suočila s nekoliko šokova te su prilagodila svoje navike na različitim razinama. Razdoblje visoke inflacije tijekom posljednjih nekoliko godina posljedica je kombinacije činitelja, uključujući uska grla u opskrbnim lancima uzrokovana pandemijom i snažan rast cijena energije nakon ruske invazije na Ukrajinu. Učinak inflacijskog šoka utjecao je na ponašanje potrošača te se nepovoljno odrazio na njihovu potrošnju. Općenito, potrošači primjenjuju različite strategije kako bi se nosili s visokom cijenama – prilagođavaju svoju kupnju, smanjuju štednju i/ili povećavaju dohodak. U ovom se okviru primjenjuju rezultati ESB-ove ankete o očekivanjima potrošača kako bi se ispitalo kako su kućanstva reagirala na najnovije razdoblje inflacije tim različitim razinama prilagodbe.

Rezultati ankete o očekivanjima potrošača upućuju na to da je primarna strategija potrošača koju primjenjuju kako bi se nosili s inflacijom prilagodba potrošnje (Grafikon A).¹ Od sudionika ankete o očekivanjima potrošača zatraženo je da navedu koje su radnje poduzeli u posljednjih 12 mjeseci kako bi se nosili s inflacijom. Osim smanjenja potrošnje, odgovori su uključivali zaduživanje, posezanje za ušteđevinom, duži rad, dodatne poslove ili traženje povišice. U siječnju 2024. većina ispitanika ankete o očekivanjima potrošača (69 %) prilagodila je svoju potrošnju, ali su i prilagodbe putem kanala štednje / zaduživanja (43 %) i dohotka (31 %) bile zamjetljive.² Prevladavajući odgovor na porast cijena bio je obavljanje kupnje nakon uspoređivanja cijena (50 %), potom odabir proizvoda slabije kvalitete (33 %) i smanjivanje kupljenih količina (28 %).³ Od ukupnog broja 35 % ispitanika navelo je da je smanjilo štednju u korist potrošnje, dok je u vezi s dohotkom otprilike 15 % navelo da su ishodili povišicu, a 17 % da su radili duže ili našli dodatni posao. Za kućanstva koja se susreću s ograničenjima kućnoga proračuna – definirana kao kućanstva s visokim udjelom neophodnih troškova u odnosu na primanja – bilo je izglednije da će prilagoditi svoju potrošnju i štedne obrasce od kućanstava s

¹ Dobro je dokumentirano da potrošači prilagođavaju svoje potrošačke navike kao odgovor na velike troškovne šokove. Vidi, primjerice, okvir pod naslovom „[Consumption patterns and inflation measurement issues during the COVID-19 pandemic](#)“, *Ekonomski bilten*, Broj 7, ESB, 2020., „[Inflation measurement in times of economic distress](#)“, *Ekonomski bilten*, Broj 3, ESB, 2020. i „[2021 HICP weights and their implications for the measurement of inflation](#)“, *Ekonomski Bilten*, Broj 2, ESB, 2021. Prilagodba potrošačkih navika može uključivati promjenu ukupne potrošnje ili promjenu neke njezine sastavnice (i) zamjenom određenog proizvoda i / ili robne marke, (ii) potragom za povoljnijim i akcijskim cijenama, i / ili (iii) odabirom proizvoda slabije kvalitete.

² Postotci se odnose na prosjek s obzirom na to da su odgovori podijeljeni na kućanstva koja se susreću s ograničenjima kućnoga proračuna – definirana kao kućanstva s visokim udjelom neophodnih troškova u odnosu na primanja – i ona koja se nisu susrela sa navedenim ograničenjima.

³ Pretraživanje podataka na Googleu potvrđuje ove rezultate, upućujući na to da su od sredine 2022. potrošači počeli aktivno tražiti isplativije inačice proizvoda te iskazivati veći interes za promotivne akcije, posebice kad je riječ o hrani (primjerice „akcijske cijene hrane“, „meni po sniženim cijenama“, „diskontne cijene hrane“).

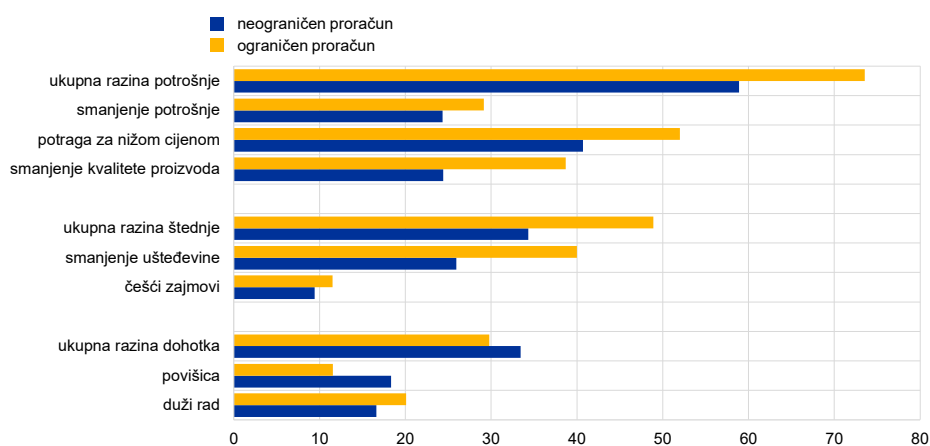
neograničenim proračunima (Grafikon A).⁴ Kad je riječ o mjerama prilagodbe dohotka, postotci su bili slični za obje skupine.⁵ Odgovori potrošača upućivali su na povećanja na svim razinama u odnosu na posljednji put kad je pitanje postavljeno (kolovoz 2023.). Opcije potrošnje zabilježile su najveće povećanje (9 postotnih bodova), nakon čega su slijedile strategije štednje (7 postotnih bodova) i dohotka (7 postotnih bodova).

Grafikon A

Odgovori potrošača u anketi o očekivanjima potrošača na svim razinama

Odgovori u siječnju 2024. (za prethodnih 12 mjeseci)

(postotci)



Izvori: anketa o očekivanjima potrošača i izračun ESB-a

Napomene: Pitanje u anketi o očekivanjima potrošača glasi kako slijedi: „Molimo razmislite o svojim očekivanjima u vezi s promjenom cijena općenito tijekom proteklih 12 mjeseci. Koje ste od navedenih radnji, ako jeste, poduzeli tijekom proteklih 12 mjeseci zbog spomenutih promjena cijena? Molimo odaberite sve tvrdnje koje se na vas odnose. 1. Unaprijed obavljena velika kupnja trajnih proizvoda. 2. Smanjena uobičajena potrošnja i uštedeno više sredstava. 3. Kupnja nakon aktivne usporedbe cijena radi pronalaska najpovoljnije cijene istog proizvoda ili usluge. 4. Zamjena robe ili usluga povoljnijim alternativnim proizvodima. 5. Uštedeno manje od uobičajenog ili potrošena (dio ili većina) uštedevina za financiranje potrošnje. Češće rabljeni zajmovi za financiranje potrošnje (npr. povećanje salda po kreditnim karticama ili drugi potrošački krediti). 7. Povećanje plaće kod trenutnog poslodavca ili pronalazak novoga bolje plaćenog radnog mjesta. 8. Povećanje dohotka iz drugih izvora (npr. dodatan posao, duži rad kod trenutnog poslodavca). 9. Ništa od navedenoga.“

Sastav košarice troškova kućanstava upućuje na veće prilagodbe za kategorije u kojima su zabilježene veće promjene relativnih cijena. Grafikon B, panel a)

prikazuje sastav potrošačke košarice za 2023. u odnosu na 2021. Kategorije u kojima su zabilježene veće promjene relativnih cijena zabilježile su znatnije prilagodbe udjela u ukupnoj potrošnji tijekom posljednje dvije godine. To je u skladu s literaturom koja upućuje na to da kućanstva zamjenjuju proizvode čija cijena postaje relativno nepovoljnija.⁶ Potrošnja proizvoda kao što su hrana i oprema bilježi znatnu prilagodbu naniže kao odgovor na veći porast cijena. Ti su kvantitativni dokazi u skladu s kvalitativnim odgovorima u Grafikonu A. Međutim, na potrošačke navike kućanstava utjecali su i dodatni šokovi. Postojanu ekspanziju usluga

⁴ Različita kućanstva rabe različite strategije prilagodbe inflacijskim cijenama, ovisno o njihovoj potrošačkoj košarici, dohotku i bilančnim obilježjima. Za noviju analizu implikacija posljedica šoka cijena energije u modelima heterogenih agenata vidi Auclert, A., Monneray, H., Rognlie, M. i Straub, L., „Managing an Energy Shock: Fiscal and Monetary Policy“, *mimeo*, 2023.

⁵ Moguće objašnjenje sličnih postotaka u obje grupe jest to što se uzročnost okrenula pa su kućanstva koja su uspjela povećati svoj dohodak postala neograničena – kao i u spomenutom slučaju dohodak je uvjetujući činitelj pri utvrđivanju grupe i razine prilagodbe.

⁶ Vidi Argente, D. i Lee, M., „Cost of living inequality during the Great Recession“, *Journal of the European Economic Association*, sv. 19, br. 2, 2021., str. 913. – 952., i „Grocery prices in the euro area: findings from the analysis of a disaggregated price dataset“, *Ekonomski bilten*, Broj 1, ESB, 2015.

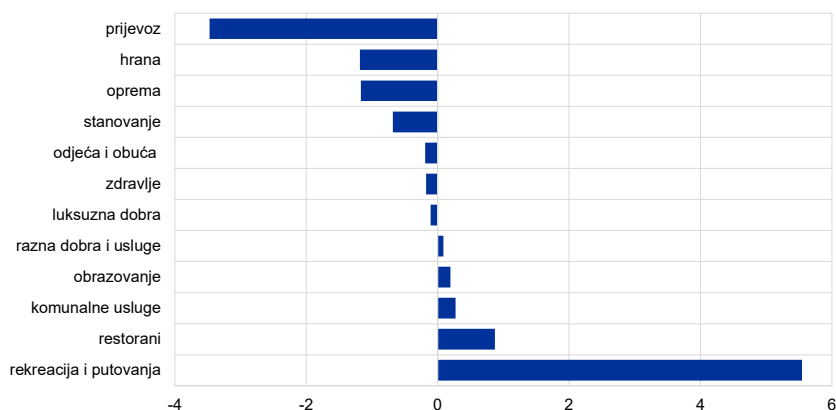
uslužnog sektora, kao što su restorani, rekreacija i putovanja (Grafikon B, panel b), potaknula je promjena sklonosti nakon ukidanja ograničenja međuljudskih kontakata u razdoblju nakon pandemije. To je povećalo udio tih kategorija u ukupnoj potrošnji sa 7,4 % u 2021. na 12,9 % u 2023. Osim toga, udio prijevoza (uključujući kupnju vozila) počeo se smanjivati početkom 2022. kao posljedica ograničenja na strani ponude poluvodiča, ali se donekle oporavio u 2023.

Grafikon B

Prilagodba potrošačke košarice i dekompozicija potrošnje prema kategoriji potrošnje

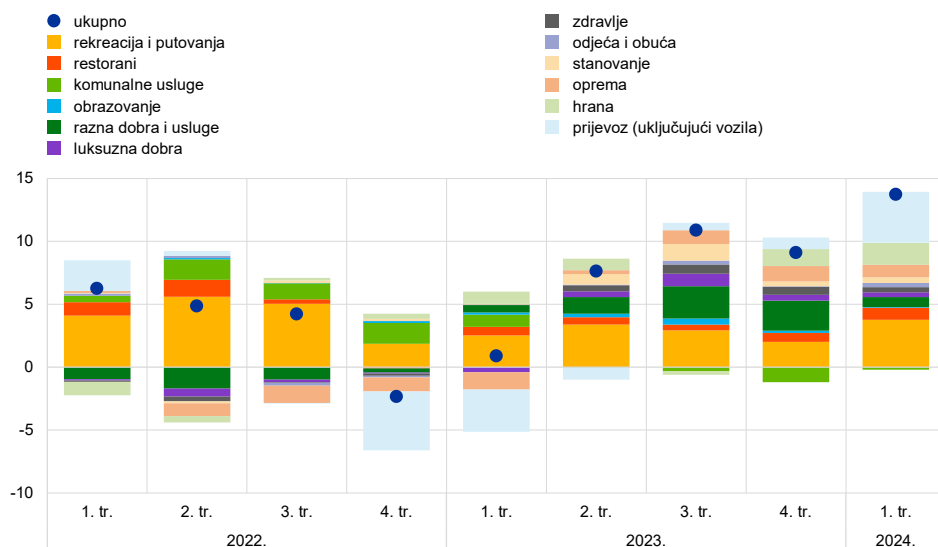
a) Relativne promjene potrošnje (2023. u usporedbi s 2021.)

(udio u ukupnoj potrošnji, postotak)



b) Nominalna potrošnja

(godišnje promjene u postotcima i doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: anketa o očekivanjima potrošača i izračun ESB-a

Napomene: Panel a) prikazuje relativne promjene potrošnje za svaku kategoriju potrošnje (prijevoz, hrana, oprema, stanovanje, odjeća i obuća, zdravlje, luksuzna dobra, razna dobra i usluge, obrazovanje, komunalne usluge, restorani, rekreacija i putovanja) u 2023. Uzorak obuhvaća 11 država europskog područja: Belgiju, Njemačku, Irsku, Španjolsku, Francusku, Italiju, Luksemburg, Nizozemsku, Austriju, Portugal i Finsku. U panelu b) dekompozicija je zasnovana na nominalnim vrijednostima s ponovno izmjerenim godišnjim stopama rasta na osnovi udjela svake stavke u ukupnoj nominalnoj potrošnji. Posljednji podatci odnose se na 2023. u panelu a) i na prvo tromjesečje 2024. u panelu b).

Kad je riječ o razini štednje, dokazi upućuju na smanjenje stope štednje tijekom posljednje dvije godine. Kombiniranjem podataka o potrošnji i dohotku dobivenih anketom o očekivanjima potrošača moguće je pravodobno izračunati

stope štednje na razini kućanstava i tromjesečne agregatne rezultate. Kretanja agregatne stope štednje (kao udjela neto dohotka) iz ankete o očekivanjima potrošača blisko prate kretanja (koja nisu sezonski prilagođena) agregatne stope štednje iz tromjesečnih sektorskih računa Eurostata (Grafikon C, panel a). Tijekom 2022. i 2023. smanjenje stope štednje iz ankete o očekivanjima potrošača bilo je malo izraženije nego smanjenje prikazano tromjesečnim sektorskim računima Eurostata. Međutim, stopa štednje Eurostata u trećem tromjesečju 2023. približila se svom dugoročnom prosjeku.

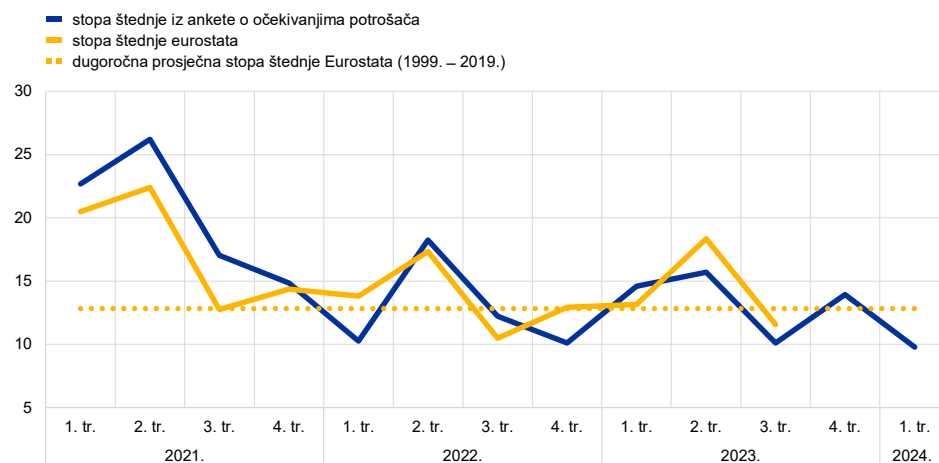
Dekompozicijom stope štednje utvrđuje se da je smanjenje uglavnom potaknuto povećanjem potrošnje na rekreaciju i putovanja, a ne na neophodne troškove. Mikropodatci iz ankete o očekivanju potrošača omogućuju raščlambu promjene stope štednje tijekom protekle dvije godine, uzimajući u obzir kategorije dohotka i potrošnje u različitim skupinama dohotka kućanstava. Nedavno smanjenje stope štednje može se uvelike pripisati povećanoj sklonosti kućanstava na potrošnju na rekreaciju i putovanja nakon pandemije, pretežno pod utjecajem kućanstava s višim dohotkom (Grafikon C). Povećanje potrošnje na trajne proizvode koje su uvelike potakla kućanstva s nižim dohotkom nakon normalizacije uskih grla na strani proizvodnje također je pridonijelo smanjenju stope štednje u 2023., iako u manjoj mjeri. Nasuprot tome, potrošnja na osnovne stavke, uključujući stanovanje, hranu i energiju imala je relativno umjeren negativan učinak na štednju kućanstava u 2022. i 2023. unatoč znatnom povećanju cijena. Taj rezultat odražava smanjenje i u kvantiteti i u kvaliteti kupnji tih neophodnih stavki, u skladu s promjenama potrošačkih navika kućanstava.

Grafikon C

Stopa štednje u europodručju

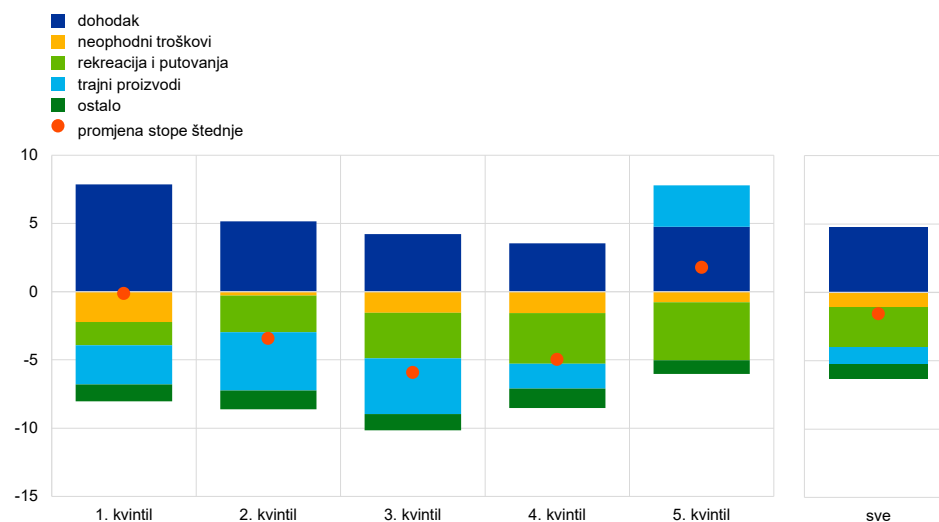
a) Stopa štednje kućanstava

(postotak dohotka)



b) Dekompozicija stope štednje prema kvintilu dohotka i vrsti potrošnje u anketi o očekivanjima potrošača (2023. u usporedbi s 2022.)

(promjena u postotnim bodovima)



Izvori: anketa o očekivanjima potrošača, Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: U panelu a) stopa štednje iz ankete o očekivanjima potrošača definira se kao omjer štednje i neto dohotka kućanstava; s time da se štednja izračunava kao neto dohodak kućanstava umanjjen za potrošnju. Stopa štednje Eurostata izračunava se kao omjer bruto štednje i bruto raspoloživog dohotka kućanstava. Isprekidana linija odnosi se na dugoročni prosjek u razdoblju od 1999 do 2019. Sve serije nisu sezonski prilagođene. U panelu b) grafikon prikazuje dekompoziciju stope štednje u 2023. prema kvintilu dohotka na lijevoj i dekompoziciju agregatne stope štednje u 2023. na desnoj strani. Za anketu o očekivanjima potrošača uzorak obuhvaća 11 država europodručja: Belgiju, Njemačku, Irsku, Španjolsku, Francusku, Italiju, Luksemburg, Nizozemsku, Austriju, Portugal i Finsku. Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2024. za anketu o očekivanjima potrošača i na treće tromjesečje 2023. za tromjesečne sektorske račune Eurostata u panelu a) te za 2023. u panelu b).

Kad je riječ o razini dohotka, više od polovine ispitanika navelo je nominalno povećanje dohotka u 2023. niže od inflacije. Kvalitativni dokazi iz ankete o očekivanjima potrošača upućuju na to da je većina potrošača (54 %) navela sporiji rast dohotka od inflacije, 21 % njih navelo je da se njihov dohodak povećavao brže od inflacije, a 25 % njih da im je dohodak pao.⁷ Na osnovi kvantitativnih dokaza iz

⁷ Vidi okvir pod naslovom „Osnovne informacije o mjerenju dohotka kućanstava”, *Ekonomski bilten*, Broj 8, ESB, 2023.

dekompozicije stope štednje, povećani doprinos dohotka u 2023. uvelike neutralizira povećanje potrošnje (Grafikon C, panel b). Međutim, prilagodbe dohotka obično su na posljednjem mjestu s obzirom na to da nad njima kućanstva samo u manjoj mjeri imaju izravnu kontrolu. Što se tiče aspekata distribucije, najveći rast dohotka prijavili su potrošači u nižem kvintilu dohotka, u skladu s povećanjem minimalne plaće u državama europodručja tijekom posljednje dvije godine.⁸

⁸ Vidi i okvir pod naslovom „Minimum wages and their role for euro area wage growth”, *Ekonomski bilten*, Broj 3, ESB, 2022.

4. Što je utjecalo na inflaciju cijena hrane u europodručju u protekle dvije godine?

Priredili: Friderike Kuik, Eliza Magdalena Lis, Joan Paredes i Leva Rubene

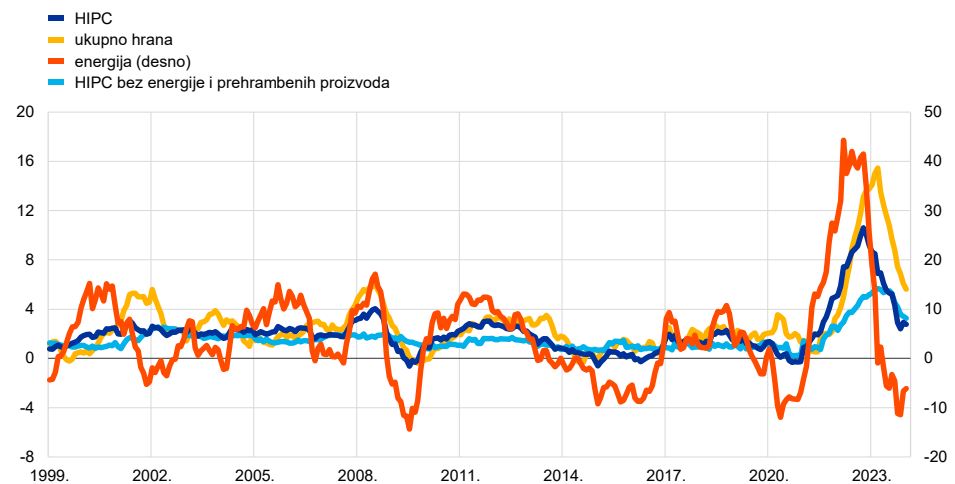
Inflacija cijena hrane najviše je pridonijela ukupnoj inflaciji u europodručju u 2022. te, kad se inflacija cijena hrane počela smanjivati, naknadnoj dezinflaciji.

Inflacija cijena hrane povećala se na dosad najvišu razinu od oko 15 % u ožujku 2023. koju je premašio samo raniji snažan porast inflacije cijena energije (Grafikon A). Inflacija cijena hrane otad je oslabjela, smanjivši se na 5,7 % u siječnju 2024., ali je i nadalje iznad svoga dugoročnog prosjeka od 2,1 % prije pandemije.¹ Na hranu se odnosi oko 20 % troškova iz ukupne košarice harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena (HIPC) te ona čini najveći dio potrošačkih neophodnih troškova. To znači da je veliki porast inflacije cijena hrane mjerene HIPC-om imao implikacije na kupovnu moć kućanstava, osobito onih s nižim dohotkom. U ovom se okviru razmatraju glavni činitelji koji su pridonijeli nedavnim kretanjima cijena hrane.

Grafikon A

Kretanja potrošačkih cijena hrane u europodručju

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na siječanj 2024.

Snažno povećanje inflacije potrošačkih cijena hrane od sredine 2021. do početka 2023. zamijećeno je za obje glavne sastavnice: prerađene i neprerađene prehrambene proizvode. Prerađeni prehrambeni proizvodi imaju

¹ Prethodne najviše vrijednosti godišnje inflacije cijena hrane odražavale su zabrinutost za zdravlje povezanu sa životinjskim bolestima (5,6 % početkom 2002.) te povećanje globalnih cijena prehrambenih sirovina i gnojiva (6,1 % u 2008.). Za pregled kretanja cijena hrane tijekom pandemije bolesti COVID-19 vidi okvir pod naslovom „Recent developments in euro area food prices”, *Ekonomski bilten*, Broj 6, ESB, 2020. i okvir pod naslovom „The surge in euro area food inflation and the impact of the Russia-Ukraine war”, *Ekonomski bilten*, Broj 4, ESB, 2022.

najveći udio u osobnoj potrošnji na hranu (75 %), dok neprerađeni prehrambeni proizvodi čine ostatak. Eurostatove tablice inputa – outputa upućuju na zaključak da je struktura troškova sektora prerađenih prehrambenih proizvoda i sektora neprerađenih prehrambenih proizvoda relativno slična, iako postoje neke važne razlike. Pri proizvodnji prerađenih prehrambenih proizvoda izravni ulazni energenti čine oko 2 % ulaznih troškova bez troškova rada, dok je kod neprerađenih prehrambenih proizvoda njihov udio oko 7 %. Istodobno, plin i električna energija (u usporedbi s naftom) imaju veći udio u ulaznim energentima kod prerađenih prehrambenih proizvoda (oko 80 %) nego što je to slučaj kod neprerađenih prehrambenih proizvoda (oko 50 %). Osim toga, ulazni troškovi gnojiva za proizvodnju neprerađenih prehrambenih proizvoda gotovo su jednako važni kao i ulazni troškovi energenata. Nadalje, cijene neprerađenih prehrambenih proizvoda obično su pod većim utjecajem sezonskih činitelja, uključujući i nepovoljne vremenske uvjete. Naposljetku, kod obje sastavnice, intermedijarni ulazni troškovi hrane čine velik udio ulaznih troškova bez troškova rada (oko 40 % kod neprerađenih prehrambenih proizvoda i 50 % kod prerađenih prehrambenih proizvoda), što znači da kretanja cijena hrane mogu imati znatan učinak unutarsektorskog prelijevanja.

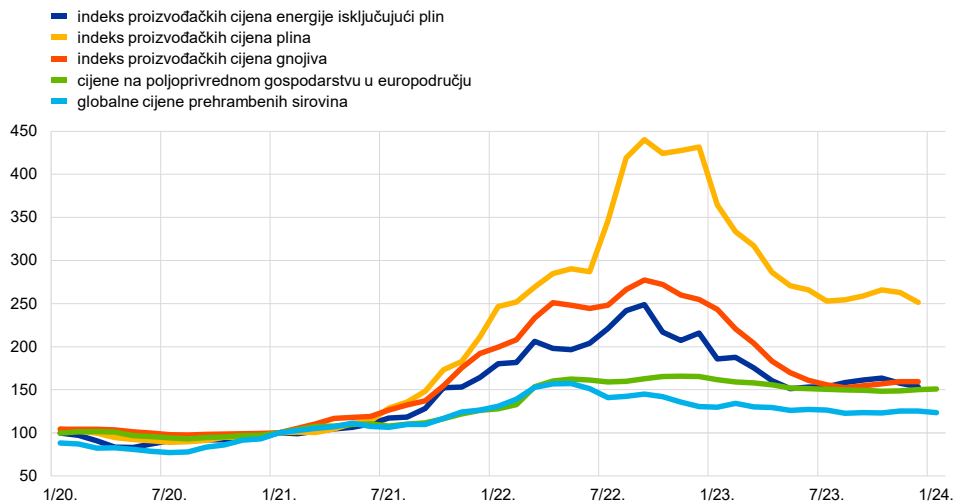
Neobičajeno snažan rast troškova energije bio je glavni činitelj pri povećanju inflacije potrošačkih cijena hrane u 2021. i 2022. Tijekom 2021. cijene nafte brzo su rasle kako se globalno gospodarstvo počelo oporavljati od učinaka pandemije bolesti COVID-19, a ponuda nafte bila je ograničena. K tome, u ljeto 2021. europske veleprodajne cijene plina snažno su porasle, odražavajući kombinaciju činitelja na strani ponude i potražnje. Ta su se kretanja pogoršala početkom 2022. zbog invazije Rusije na Ukrajinu.² Snažan rast cijene energetskih sirovina uzrokovao je znatno povećanje proizvođačkih cijena energije i cijena gnojiva koje su usko povezane s cijenama plina (Grafikon B). Razmjer tog povećanja proizvođačkih cijena energije bio je iznimno velik u odnosu na povijesne podatke. Rast cijena bio je osobito snažan kod plina i električne energije, pri čemu su veleprodajne cijene plina dosegle svoj vrhunac u rujnu 2022. zabilježivši za 440 % višu razinu od one u prosincu 2020. U skladu s Eurostatovim tablicama inputa – outputa za 2019. procjenjuje se da troškovi energije čine oko 3 % ukupnih ulaznih troškova sektora hrane bez troškova rada. I dok se taj udio može činiti niskim, sama veličina šoka cijena energije upućivala je na znatna povećanja u ukupnim troškovima proizvodnje. Na svom vrhuncu proizvođačke cijene energije (koja uglavnom uključuje električnu energiju, plin i klimatizaciju) porasle su gotovo za 280 % u usporedbi s razinom iz prosinca 2020. Takav porast upućivao bi na povećanje ulaznih troškova bez troškova rada za cjelokupan sektor hrane od oko 9 % (samo za taj pojedinačni šok ulaznog troška).

² Za detaljniju analizu kretanja cijena energije u 2021. – 2022. vidi članak pod naslovom „Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices”, *Ekonomski bilten*, Broj 4, ESB, 2022.

Grafikon B

Kretanja glavnih ulaznih troškova potrošačkih cijena hrane

(indeks: siječanj 2021. = 100)



Izvori: Bloomberg, Hamburg Institute of International Economics, ESB i izračun ESB-a

Napomene: Indeksi proizvođačkih cijena odnose se na europodručje, a globalne cijene prehrambenih sirovina iskazane su u euru. Posljednji podatci odnose se na prosinac 2023. za indekse proizvođačkih cijena i siječanj 2024. za cijene na poljoprivrednom gospodarstvu u europodručju i globalne prehrambene sirovine.

Doprinos povećanja globalnih cijena prehrambenih sirovina i cijena na poljoprivrednom gospodarstvu u europodručju također je bio znan, odražavajući neizravne učinke viših globalnih cijena energije, ali i drugih činitelja.³ Nakon smanjenja na niske razine tijekom početne faze pandemije

globalne cijene prehrambenih sirovina, posebice kukuruza, pšenice i soje, počele su se oporavljati u drugoj polovini 2020. te su se nastavile snažno povećavati u 2021. To povećanje odražavalo je ponovno povećanje potražnje za hranom za životinje u Kini, manjkove na strani ponude djelomično prouzročene vremenskim uvjetima u Južnoj Americi i povećanje troškova energije.⁴ Cijene pšenice snažno su porasle, pogotovo nakon izbijanja rata koji Rusija vodi protiv Ukrajine, što je uzrokovalo globalnu zabrinutost u smislu opskrbe žitaricama iz te dvije države. Posljedično te održavajući kretanja globalnih cijena prehrambenih sirovina kao i više troškove energije i gnojiva, cijene na poljoprivrednom gospodarstvu u europodručju snažno su porasle. Najsnažnije se povećala cijena žitarica, prije svega kao posljedica cijena pšenice, nakon čega su slijedile visoke cijene mesa i mliječnih proizvoda, zbog važnosti kukuruza za hranidbu domaćih životinja. To povećanje cijena na poljoprivrednom gospodarstvu u europodručju pridonijelo je povećanju proizvođačkih cijena za prehrambenu industriju koja se već susrela s porastom izravnih troškova energije u proizvodnji. Kako su se cijene energije i globalne cijene prehrambenih sirovina počele smanjivati sredinom 2022., pritisci ulaznih cijena su oslabjeli. Međutim, cijene na poljoprivrednom gospodarstvu u europodručju ostale su

³ Glavna razlika između cijena globalnih prehrambenih sirovina i cijena na poljoprivrednom gospodarstvu u europodručju jest da se prvima trguje na globalnim financijskim tržištima, dok su potonje cijene plaćene poljoprivrednicima u europodručju na gospodarstvima (tj. kad proizvodi napuštaju gospodarstvo). Države članice EU-a prijavljuju cijene na poljoprivrednom gospodarstvu Glavnoj upravi za poljoprivredu i ruralni razvoj Europske komisije te ih ESB agregira na razini europodručja.

⁴ Vidi „Commodity Markets Outlook: Urbanization and Commodity Demand“, Svjetska Banka, Washington, DC, listopad 2021. Odobrenje: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO.

povišene, što je djelomice odražavalo dugotrajno visoke cijene mesa, ali i druge domaće činitelje.⁵ Dodatni pritisci na rast globalnih cijena prehrambenih sirovina i cijena na poljoprivrednom gospodarstvu u europodručju bili su posljedica nepovoljnih globalnih i lokalnih vremenskih uvjeta, čija se učestalost postupno povećava zbog klimatskih promjena. Dio tog pritiska na rast potom je prenesen na potrošačke cijene.⁶ Iako je povećanje potrošačkih cijena hrane bilo sveobuhvatno za različite skupine stavaka, bilo je najveće za stavke uže povezane s ulaznim cijenama prehrambenih sirovina i visokom potrošnjom energije.

Važnu ulogu troškova energije i, u manjoj mjeri, prehrambenih sirovina potvrđuju i rezultati modela (Grafikon C). U skladu s bajesovskim modelom vektorske autoregresije, odstupanju inflacije cijena hrane od dugoročnog prosjeka tijekom protekle dvije godine znatno su pridonijeli povećani troškovi energije. Globalne cijene prehrambenih sirovina (u euru) i cijene na poljoprivrednom gospodarstvu u europodručju također su imale važan utjecaj.⁷ Utjecaj cijena na poljoprivrednom gospodarstvu u europodručju prikazan u modelu jest ono što preostaje nakon što je uzet u obzir utjecaj proizvođačkih cijena energije. Slično tome, utjecaj proizvođačkih cijena u sektoru hrane u europodručju prikazuje doprinos tog sektora potrošačkim cijenama nakon što je uzet u obzir utjecaj cijena energije, globalnih cijena prehrambenih sirovina i cijene na poljoprivrednom gospodarstvu. To znači da doprinos proizvođačkih cijena u sektoru hrane prikazan u Grafikonu C odražava čimbenike s prerađivačke strane potrošačkih cijena hrane koje nisu povezane s cijenom energije i ulaznim cijenama hrane. Sveukupno gledano, ako se uzme u obzir taj doprinos zajedno s preostalim neobjašnjenim doprinosom modela, za znatan dio snažnog porasta inflacije cijena hrane nema objašnjenja.⁸ To možda odražava obilježja koja nisu izričito modelirana zbog nedostatka prikladnih podataka, primjerice za domaće činitelje kao što su plaće i dobit. Ti su činitelji važni i za prerađivačku stranu i za distribucijsku i maloprodajnu stranu potrošačkih cijena hrane. Moguće je da model propušta obuhvatiti nelinearne utjecaje snažnog porasta troškova energije na cijene hrane.

⁵ Cijene svinjskog mesa, govedine i teletine i nadalje su povišene zbog smanjene domaće ponude.

⁶ Učinci ekstremnih vremenskih događaja mogli bi se djelomično ostvariti kroz cijene prehrambenih sirovina, posebice kad je riječ o događajima izvan područja Europe. Primjerice, postoje dokazi da el niño (prirodni fenomen povezan s promjenama klime u tropima koji može rezultirati ekstremnim vremenskim događajima) u 2023. – 2024. utječe na globalne cijene prehrambenih sirovina (vidi okvir „Rizici koje za globalne cijene prehrambenih sirovina donosi el niño”, *Ekonomski bilten*, Broj 6; ESB, 2023.). Međutim, ekstremni vremenski događaji u Europi mogu također izravno utjecati na potrošačke cijene hrane, posebice za proizvode koji nemaju globalno tržište. To bi se moglo odnositi, primjerice, na cijene svježeg voća i povrća. Primjerice, procjenjuje se da je ekstremna vrućina diljem Europe u ljeto 2022. nakon godine dana dodala 0,8 postotnih bodova potrošačkim cijenama hrane u europodručju (vidi Kuik, F., Modery, W., Nickel, C. i Parker, M., „The price of inaction: what a hotter climate means for monetary policy”, *ESB-ov blog*, 12. prosinca 2023.). Za više pojedinosti vidi i okvir pod naslovom „Main findings from the ECB’s recent contacts with non-financial companies”, *Ekonomski bilten*, Broj 1, ESB, 2024.

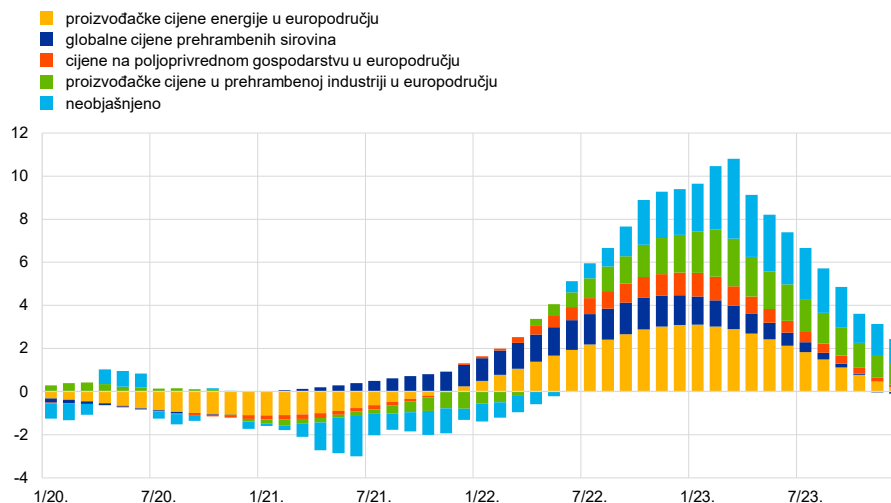
⁷ Doprinos globalnih cijena prehrambenih sirovina može, međutim, također djelomično biti posljedica viših globalnih cijena energije. Osim toga, s obzirom na to da su globalne cijene prehrambenih sirovina za analizu modela nominirane u euru, doprinos, prema modelu, također može odražavati i utjecaj tečajnih fluktuacija.

⁸ Čak i kad se uzme u obzir veći broj utvrđenih šokova (uključujući cijene energije i prehrambenih proizvoda), u nedavnom radu je utvrđeno da za velik dio snažnog rasta inflacije cijena hrane nema objašnjenja (vidi Bañbura, M., Bobeica, E. i Hernández, C.M., „What drives core inflation? The role of supply shocks”, *Working Paper Series*, broj 2875, ESB, studeni 2023.).

Grafikon C

Pregled pokretača potrošačkih cijena hrane u europskom području zasnovan na modelu

(doprinosi u postotnim bodovima odstupanjima od dugoročnog prosjeka)



Izvor: izračun ESB-a

Napomene: U grafikonu je prikazana raščlamba pokretača odstupanja inflacije cijena hrane u europskom području od dugoročnog prosjeka (i početnog stanja) koja se zasniva na BVAR-u primjenom ESB-ova alata BEAR. Troškovi energije zamjenjuju se indeksom proizvođačkih cijena u europskom području za energetski sektor. Globalne cijene prehrambenih sirovina (u euru) preuzete su od Instituta za međunarodnu ekonomiju u Hamburgu (HWWI), cijene na poljoprivrednom gospodarstvu u europskom području od ESB-a, na temelju podataka Europske komisije. Utvrđivanje pokretača slijedi Choleskijevu raščlambu, kao u Ferrucci, G., Jiménez-Rodríguez, R. i Onorante, L., „Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-Linearities and the Role of the Common Agricultural Policy”, *International Journal of Central Banking*, sv. 8, ožujak 2012., str. 179. – 218, koja nalaže sljedeći redoslijed inovacija: globalne cijene prehrambenih sirovina, proizvođačke cijene energije u europskom području, cijene na poljoprivrednom gospodarstvu u europskom području, proizvođačke cijene u sektoru hrane i potrošačke cijene. Takav je redoslijed u skladu s pretpostavkom cjenovnog lanca. Uzorak procjene od prosinca 1996. do prosinca 2023.

Domaći činitelji – kao što su kretanja plaća i dobiti – postupno su se pokazali kao važni činitelji za povećanje potrošačkih cijena hrane. Raščlamba zasnovana na modelu upućuje na zaključak da ulazne cijene povezane s energijom i hranom ne mogu u potpunosti objasniti snažan porast i naknadne visoke razine inflacije potrošačkih cijena hrane koje su se počele bilježiti od oko druge polovine 2022. nadalje (vidi „neobjašnjeno” u Grafikonu C). Kako je prethodno navedeno, vjerojatno objašnjenje jest doprinos domaćih činitelja. Primjerice, kako bi se nadoknadio gubitak realnog dohotka radnika, plaće u sektorima poljoprivrede i proizvodnje hrane povećale su se za 6,2 % i 3,5 % na godišnjoj razini u 2022. te dodatno neznatno iznad 5 % u oba sektora u prva tri tromjesečja 2023. (Grafikon D).⁹ Slično tome, plaće u sektoru prijevoza i skladištenja, koji je važan dio maloprodajnih lanaca prodaje prehrambenih proizvoda, porasle su za 4,3 % u 2022. i 6.3 % u prva tri tromjesečja 2023. To znači da je rast plaća u tim sektorima, koji je djelomično odražavao povećanje minimalne plaće, bio malo viši od rasta plaća u ukupnom gospodarstvu.¹⁰ Dok podatci iz nacionalnih računa pokazuju da je jedinična dobit u poljoprivrednom sektoru snažno porasla, malo je podataka o dobiti u sektoru proizvodnje hrane i maloprodaje. Iako je obujam prodaje (mjereno indeksom prodaje hrane i pića deflaciranim maloprodajom) ponešto smanjen tijekom razdoblja visoke inflacije, on je krajem 2023. bio samo za 1 % ispod razine zabilježene 2019.,

⁹ To je usporedivo s prosječnim godišnjim povećanjem nadnica i plaća u sektoru poljoprivrede i sektoru proizvodnje hrane od 1,6 % i 1,9 % od 2009. do 2019. Izračuni su zasnovani na podatcima Eurostata.

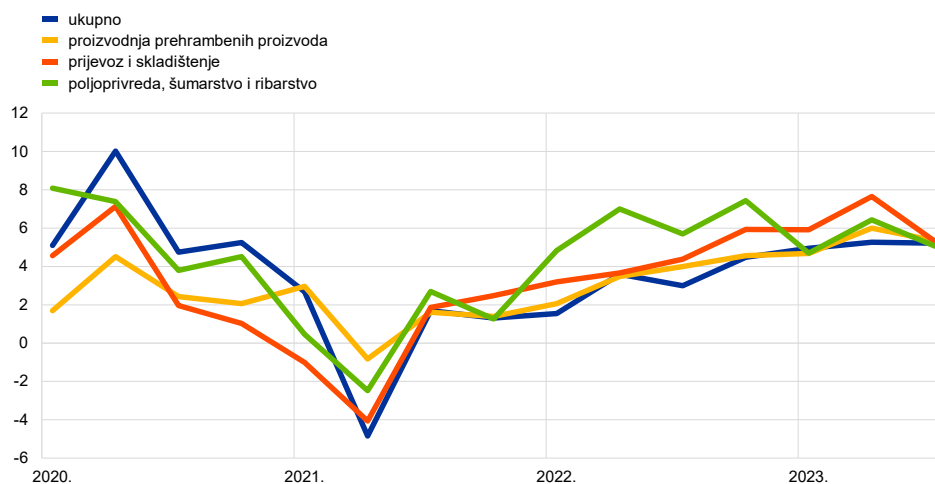
¹⁰ U 2022. te posebice u 2023. minimalna je plaća porasla u mnogim državama europskog područja što je pridonijelo ukupnom povećanju plaća. Vidi okvir pod naslovom „Minimum wages and their role for euro area wage growth”, *Ekonomski bilten*, Broj 3, ESB, 2022.

dok je razina cijena bila prosječno za 26 % viša od one u 2019. To upućuje na moguću slabu reakciju potražnje na promjene cijena u sektoru hrane.

Grafikon D

Kretanja plaća u odabranim sektorima koji su važni za potrošačke cijene hrane

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2023. Podatci za prerađivački sektor, prijevoz i skladištenje odnose se na bruto plaće i plaće po odrađenom satu (iz kratkoročne statistike Eurostata), dok se ukupni podatci, podatci za poljoprivredu, šumarstvo i ribarstvo odnose na naknadu po odrađenom satu (iz nacionalnih računa).

Ukratko, inflacija cijena hrane u europodručju u početku je snažno rasla zbog visokih cijena energije i prehrambenih sirovina, dok ju odnedavna na povišenoj razini održava doprinos domaćih činitelja. Iznimni, ponajviše vanjskim činiteljima uzrokovani, šokovi za cijene energije i cijene prehrambenih proizvoda slabe, što se očekuje da će pridonijeti smanjenju inflacije cijena hrane tijekom ove godine. Očekuje se da će to smanjenje biti postupno s obzirom na snažan rast plaća, posebice porasta minimalne plaće.

5. Posuvremenjenje točnosti nedavnih projekcija kratkoročne inflacije stručnjaka Eurosustava/ESB-a

Priredili: Mohammed Chahad, Anna Hofmann-Drahonsky, Catalina Martínez Hernández i Adrian Page

Izrada prognoza za inflaciju postala je iznimno velik izazov u posljednjim godinama zbog velikih šokova koji su utjecali na gospodarstvo europodručja.

Izvanredna serija šokova u razdoblju nakon 2019., uključujući pandemiju bolesti COVID-19 i rat koji Rusija vodi protiv Ukrajine, dovela je do snažnog porasta inflacije. Spomenuti su šokovi bili toliko iznimni i veliki da je procjena njihove transmisije na gospodarstvo i potrošačke cijene u stvarnom vremenu predstavljala značajne izazove. Važno je napomenuti da je nekoliko šokova bilo izvan povijesnih distribucija, što je uvelike ograničilo ekstrapolaciju iz prošlih obrazaca. Kako bi se bolje prikazala uključena neizvjesnost, u projekcijama stručnjaka Eurosustava/ESB-a počeli su se tijekom tog razdoblja iznositi alternativni scenariji.¹

Pogreške u projekcijama kratkoročne inflacije stručnjaka povećale su se u razdoblju nakon druge polovine 2021., a zatim znatno smanjile u 2023. ESB je u 2022. objavio analizu razloga koji su u razdoblju od sredine 2021. pridonosili pogoršavanju uspješnosti prognoza uključenih u projekcije inflacije stručnjaka.² U daljnjoj analizi u 2023. analiziran je utjecaj rata u Ukrajini i šokova u opskrbi energijom koji su iz njega proizašli na točnost projekcija u 2022.³ Te su analize pokazale da postoje velike sveobuhvatne pogreške u projekcijama inflacije, ne samo među prognostičarima već i među gospodarstvima. To je naglasilo dominantnu ulogu globalnih činitelja u kontekstu dotad nezabilježenih povećanja cijena sirovina (osobito cijena energije). Međutim, udio ukupnih pogrešaka u projekcijama koji je proizašao iz cijena energenata ili ostalih uvjetnih pretpostavka (kvantificirano standardnim alatom Eurosustava/ESB-a) smanjio se tijekom 2022. To je stavilo naglasak na ulogu ostalih izvanrednih šokova, kao što su šokovi koji proizlaze iz ponovnog otvaranja gospodarstva poslije pandemije i uskih grla u globalnim opskrbnim lancima, koji su uglavnom utjecali na inflaciju mjerenu HIPC-om bez hrane i energije (HIPCX). U ovom su okviru te analize posuvremenjene, pri čemu je naglasak stavljen na najnovije razdoblje. Grafikon A prikazuje pogreške za jedno tromjesečje unaprijed (izračunate kao ostvarenje za određeno tromjesečje umanjeno

¹ U 2020. i 2021. svaki skup tromjesečnih projekcija stručnjaka obuhvaćao je analize scenarija zasnovane na alternativnim pretpostavkama o budućem tijeku pandemije bolesti COVID-19 i njezinim posljedicama za gospodarstvo. U 2022. je u alternativnim scenarijima posebna pozornost bila posvećena gospodarskim posljedicama rata u Ukrajini, posebice u odnosu na neizvjesnosti glede opskrbe energijom. Najnovija analiza scenarija usredotočena je na specifičnije rizike poput usporavanja kineskoga gospodarstva ili moguće eskalacije sukoba u području Crvenog mora.

² Vidi okvir pod naslovom „[What explains recent errors in the inflation projections of Eurosystem and ECB staff?](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 3, ESB, 2022. Vidi također članak pod naslovom „[The performance of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections since the financial crisis](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB, 2019. Osim toga javnosti je na portalu podataka ESB-a dostupna [baza podataka svih dosadašnjih makroekonomskih projekcija stručnjaka Eurosustava/ESB-a](#) koja istraživačima omogućuje jednostavnu procjenu uspješnosti tih projekcija. Postupci i alati kojima se stručnjaci služe za izradu projekcija opisani su u [vodiču](#) koji je dostupan na mrežnim stranicama ESB-a.

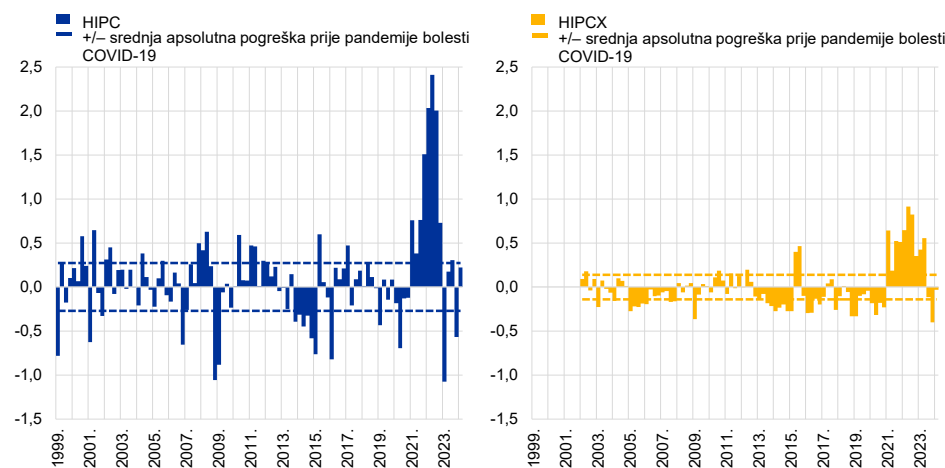
³ Vidi okvir pod naslovom „[An updated assessment of short-term inflation projections by Eurosystem and ECB staff](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 1, ESB, 2023.

za relevantnu projekciju) za inflaciju mjerenu HIPC-om i inflaciju mjerenu HIPCX-om. On pokazuje da je snažno pogoršanje uspješnosti prognoza trajalo od sredine 2021. do početka 2023. Nakon toga se točnost projekcije stručnjaka, općenito govoreći, vratila na razine zabilježene prije pandemije bolesti COVID-19, osobito za inflaciju mjerenu HIPC-om.⁴ Kada je riječ o inflaciji mjerenoj HIPCX-om, pogreške utvrđene u 2023. bile su niže, ali i nadalje nešto više u usporedbi s povijesnim standardima. S obzirom na podatke dostupne za prva dva mjeseca 2024. i pod pretpostavkom nepromijenjene inflacije u ožujku 2024., pogreška u prognoziranju inflacije mjerene HIPC-om iznosit će -0,2 postotna boda u prvom tromjesečju 2024., dok će ostvarenje za inflaciju mjerenu HIPCX-om ostati u skladu s projekcijom stručnjaka Eurosustava/ESB-a.

Grafikon A

Pogreške u projekcijama inflacije stručnjaka Eurosustava/ESB-a jedno tromjesečje unaprijed

(postotni bodovi)



Izvori: makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava/ESB-a za europodručje i Eurostat

Napomene: Pogreška je definirana kao ostvarenje u određenom tromjesečju umanjeno za projekciju za to tromjesečje iz prethodnog tromjesečja (na primjer, ostvarenje za četvrto tromjesečje 2022. umanjeno za vrijednosti iz projekcije za to tromjesečje u makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2022.). Podatci za prvo tromjesečje 2024. predstavljaju prosječne pogreške zasnovane na dostupnim objavljenim podacima (koji obuhvaćaju samo siječanj i veljaču 2024.) i u njima se pretpostavlja da će stope inflacije ostati nepromijenjene u ožujku 2024.

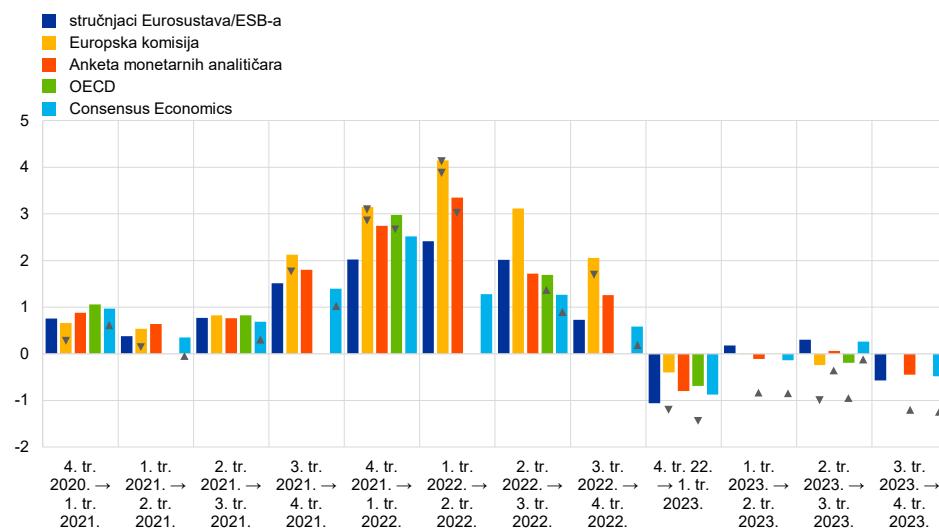
Prognoze inflacije u europodručju koje su izradile druge međunarodne institucije i prognostičari iz privatnog sektora također su poboljšane u smislu točnosti tijekom posljednje godine. Projekcije kratkoročne inflacije koje su izradili stručnjaci Eurosustava/ESB-a i drugi prognostičari bile su vrlo slične u smislu predznaka i veličine pogrešaka u prognozi (Grafikon B). Pri usporedbi tih projekcija važno je uzeti u obzir razlike u datumima objave različitih prognoza (koje podrazumijevaju razlike glede skupova informacija dostupnih prognostičarima), što pokazuju strelice u Grafikonu B. Svi su veliki prognostičari iznimno podcijenili snažan rast inflacije u 2021. i 2022., a zatim bili iznenađeni brzinom njezina smanjenja u prvom tromjesečju 2023., pri čemu se od tada bilježe znatno manje pogreške i manje sistavne pogreške.

⁴ Slična su kretanja vidljiva u razdoblju koje obuhvaća četiri tromjesečja unaprijed. Pogreške u inflaciji mjerenoj HIPC-om u razdoblju koje obuhvaća četiri tromjesečja unaprijed i, u manjoj mjeri, u inflaciji mjerenoj HIPCX-om također su se smanjile u 2023. i sada su blizu razina zabilježenih prije pandemije.

Grafikon B

Pogreške u projekcijama inflacije mjerene HIPC-om različitim prognostičara jedno tromjesečje unaprijed

(postotni bodovi)



Izvori: projekcije stručnjaka Eurosustava/ESB-a, Consensus Economics, Anketi monetarnih analitičara (engl. *Survey of Monetary Analysts, SMA*), Europska komisija, OECD i Eurostat

Napomene: Pogreške su izračunate kao ostvarenje umanjeno za projekciju. Oznake na horizontalnoj osi upućuju na tromjesečje u kojem su projekcije objavljene i tromjesečje na koje se te projekcije odnose (npr. „4. tr. 2020. → 1. tr. 2021.“ označuje projekcije za prvo tromjesečje 2021. koje su objavljene u četvrtom tromjesečju 2020.). Za prognostičare koji nisu stručnjaci Eurosustava/ESB-a prikazane su pogreške za objave s krajnjim datumom koji je blizu datuma relevantnih projekcija stručnjaka Eurosustava/ESB-a. U Anketi monetarnih analitičara podatci predstavljaju medijan odgovora ispitanika, dok u projekciji organizacije Consensus Economics podatci predstavljaju medijan. Strelice iznad/ispod stupaca upućuju na razliku u broju mjeseci za podatke o HIPC-u koji su dostupni na krajnji datum svake objave u odnosu na projekcije stručnjaka Eurosustava/ESB-a: jedna strelica prema gore upućuje na jedan dodatni mjesec podataka, jedna strelica prema dolje označuje jedan mjesec manje, a dvije strelice prema dolje označuju dva mjeseca manje. Tromjesečne projekcije OECD-a dostupne su samo dva puta godišnje tako da pogreške nisu prikazane za prvo i treće tromjesečje. Kada je riječ o prognozama za četvrto tromjesečje 2023. Europska komisija nije objavila tromjesečne projekcije u ljetnoj prognozi iz 2023. tako da pogreške nisu prikazane za to tromjesečje. Zaključni datum za projekcije stručnjaka ESB-a iz rujna 2023. bio je 30. kolovoza 2023. Iako je to bilo jedan dan ranije u odnosu na objavu brze procjene inflacije mjerene HIPC-om za europodručje u kolovozu 2023., uključene su brze procjene za pet država europodručja (koje obuhvaćaju 45 % ukupnog HIPC-a europodručja), a upotrijebljeni podatak naposljetku nije odstupao od brze procjene Eurostata za ukupnu inflaciju mjerenu HIPC-om.

Pokretači pogrešaka u projekcijama mijenjali su se tijekom vremena. U

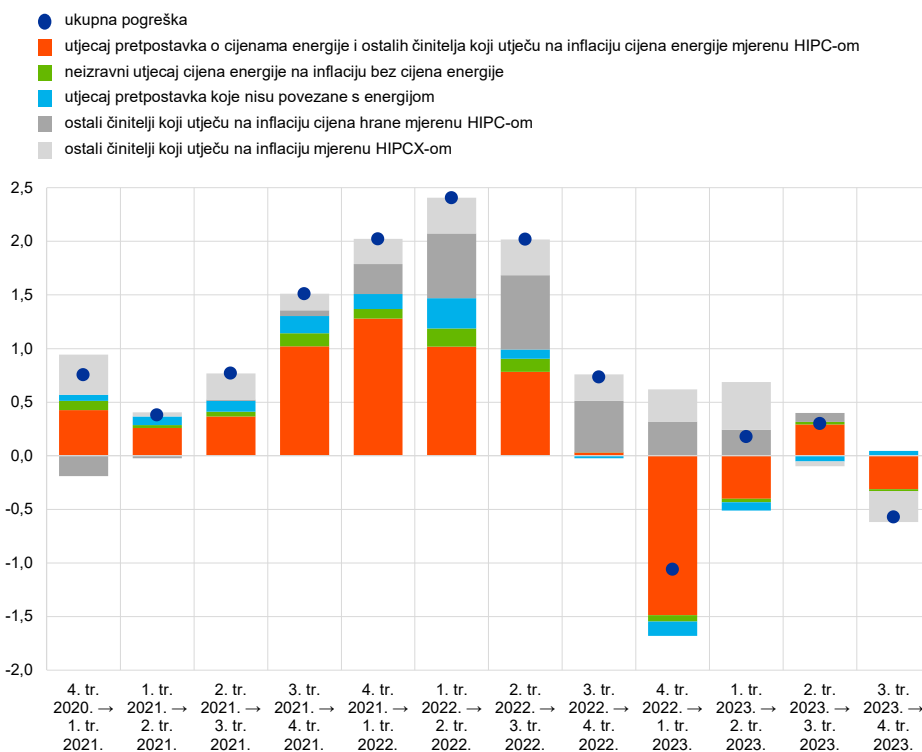
Grafikonu C prikazana je raščlamba pogrešaka u projekciji inflacije mjerene HIPC-om prema pokretačima. Cijene energije činile su većinu pogrešaka sve do početka 2022. U tom je trenutku neočekivano snažan rast cijena hrane također počeo imati važnu ulogu (prikazano s pomoću tamno sivih stupaca koji pokazuje, na temelju standardnih elastičnosti, doprinos pogrešaka u inflaciji cijena hrane mjerenoj HIPC-om za koje ne postoji objašnjenje u pogreškama iz pretpostavka).⁵ Pogreške u inflaciji mjerenoj HIPCX-om također su imale znatan utjecaj do drugog tromjesečja 2023. U 2023. ponovno su cijene energije postale izvorom znatnih pogrešaka, pri čemu se to ovaj put odnosilo na neočekivanu brzinu njihova smanjivanja.

⁵ Vidi okvir pod naslovom „Što je utjecalo na inflaciju cijena hrane u europodručju u protekle dvije godine?“ u ovom broju Ekonomskog biltena.

Grafikon C

Dekompozicija nedavnih pogrešaka u projekcijama inflacije mjerene HIPC-om stručnjaka Eurosustava/ESB-a jedno tromjesečje unaprijed

(postotni bodovi)



Izvor: izračun ESB-a

Napomene: „Ukupna pogreška” jest ostvarenje umanjeno za projekciju. Oznake na horizontalnoj osi upućuju na tromjesečje u kojem su projekcije objavljene i tromjesečje na koje se te projekcije odnose (npr. „4. tr. 2020. → 1. tr. 2021.” označuje projekcije za prvo tromjesečje 2021. koje su objavljene u četvrtom tromjesečju 2020.). „Neizravni utjecaj cijena energije na inflaciju bez cijena energije” jest zbroj neizravnih učinaka cijena nafte, plina i električne energije. Kod cijena nafte oni se zasnivaju na elastičnostima izvedenima iz makroekonomskih modela kojima se stručnjaci Eurosustava služe u izradi projekcija, a kod cijena plina i električne energije pretpostavljaju elastičnost razmjernu šoku cijene nafte. „Uticaj pretpostavka koje nisu povezane s energijom” odnosi se na pretpostavke za kratkoročne i dugoročne kamatne stope, cijene na tržištu dionica, inozemnu potražnju, izvozne cijene konkurenata, cijene hrane i tečaj.

U početku su pogreške u pretpostavkama o cijenama sirovina objašnjavale većinu pogrešaka u inflaciji cijena energije mjerenoj HIPC-om, ali je poslije sve složenija priroda prijenosa učinaka cijena energije počela igrati veću ulogu. Pri izradi projekcija stručnjaka kao uvjetne pretpostavke upotrebljavaju se tržišna očekivanja za nekoliko ključnih varijabli (uključujući one ugrađene u terminske cijene energenata). U manje iznimnim vremenima te „tehničke pretpostavke”, posebno pretpostavke glede cijena nafte, objašnjavaju veliku većinu pogrešaka zabilježenih pri prognoziranju inflacije cijena energije.⁶ Budući da su cijene plina sve manje povezane s cijenama nafte, projekcijski modeli stručnjaka Eurosustava posuvsremenjeni su tako da uključuju cijene plina kao poseban kanal, odvojen od cijena nafte. U Grafikonu D prikazana je raščlamba pogrešaka u projekcijama

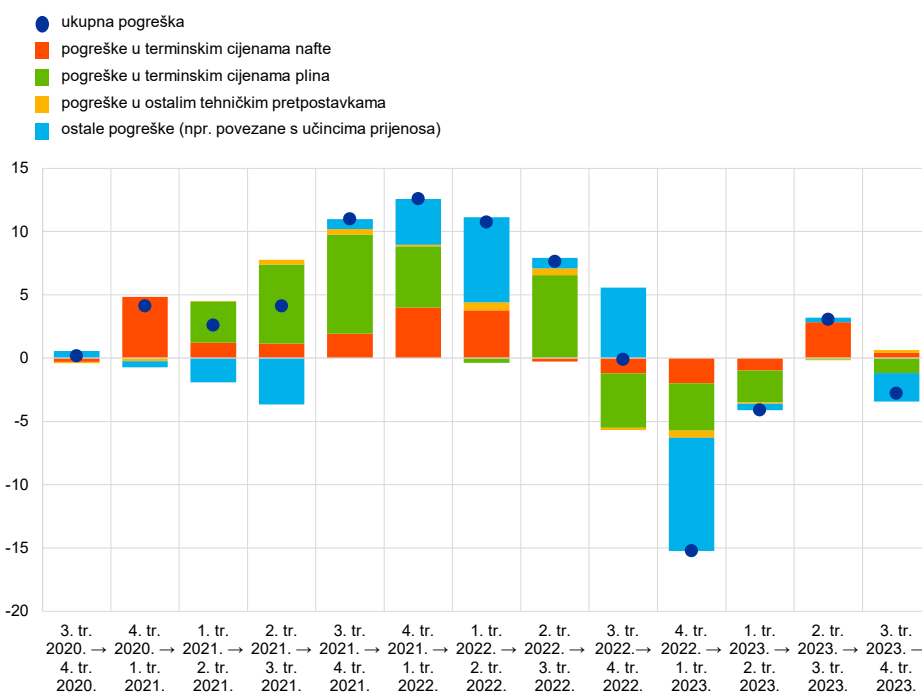
⁶ Od četvrtog tromjesečja 2001. do četvrtog tromjesečja 2019. (tj. prije pandemije bolesti COVID-19) medijalni udio ukupnih pogrešaka u projekcijama inflacije cijena energije mjerene HIPC-om jedno tromjesečje unaprijed, objašnjen s pomoću pogrešaka u pretpostavkama o cijenama nafte, iznosio je oko 90 %; taj se medijalni udio od prvog tromjesečja 2020. do četvrtog tromjesečja 2023. smanjio na oko 40 %.

inflacije cijena energije (zrcaljenje crvenih stupaca prikazanih u Grafikonu C) na osnovi tih prilagođenih modela. Za razliku od prethodnih razdoblja cijene nafte imale su vrlo ograničenu ulogu u objašnjavanju pogrešaka tijekom posljednjih godina, dok su pogreške u uvjetnim pretpostavkama o cijenama plina bile znatne. Međutim, Grafikon D također pokazuje da bi, čak i uz savršeno prognoziranje kretanja cijena nafte i plina, modeli i dalje znatno podcijenili inflaciju cijena energije u 2022. i iznimno je precijenili u prvom tromjesečju 2023. (što pokazuju plavi stupci kojima su obuhvaćene sve pogreške koje nisu objašnjene tehničkim pretpostavkama). To je vjerojatno odraz složenosti određivanja potrošačkih cijena plina i električne energije u državama europodručja, čemu su pridonijele i opsežne mjere fiskalne politike usmjerene na ograničavanje utjecaja šokova cijena energije.⁷ Ono može biti i rezultat nelinearnosti u prijenosu učinaka cijene sirovina na potrošačke cijene, što je možda bilo znatno tijekom tog razdoblja.

Grafikon D

Dekompozicija nedavnih pogrešaka u projekcijama inflacije cijena energije mjerene HIPC-om stručnjaka Eurosustava/ESB-a jedno tromjesečje unaprijed

(postotni bodovi)



Izvor: izračun ESB-a

Napomene: „Ukupna pogreška” jest ostvarenje umanjeno za projekciju. Oznake na horizontalnoj osi upućuju na tromjesečje u kojem su projekcije objavljene i tromjesečje na koje se te projekcije odnose (npr. „4. tr. 2020. → 1. tr. 2021.” označuje projekcije za prvo tromjesečje 2021. koje su objavljene u četvrtom tromjesečju 2020.). Dekompozicija je zasnovana na posuvremenjenim elastičnostima izvedenima iz makroekonomskih modela kojima su se stručnjaci Eurosustava služili u izradi projekcija od kraja 2023.

⁷ Vidi članak pod naslovom „Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2022., okvir pod naslovom „Climate-related policies in the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections for the euro area and the macroeconomic impact of green fiscal measures”, *Ekonomski bilten*, broj 1, ESB, 2023. i okvir pod naslovom „Fiscal policy measures in response to the energy and inflation shock and climate change”, *Ekonomski bilten*, broj 1, ESB, 2024.

Povijesna dekompozicija inflacije mjerene HIPCX-om potvrđuje veliki doprinos koji su dali neizravni učinci snažnog postpandemijskog povećanja cijena energije i upućuje na dotad nezabilježenu transmisiju tih iznimno velikih šokova.

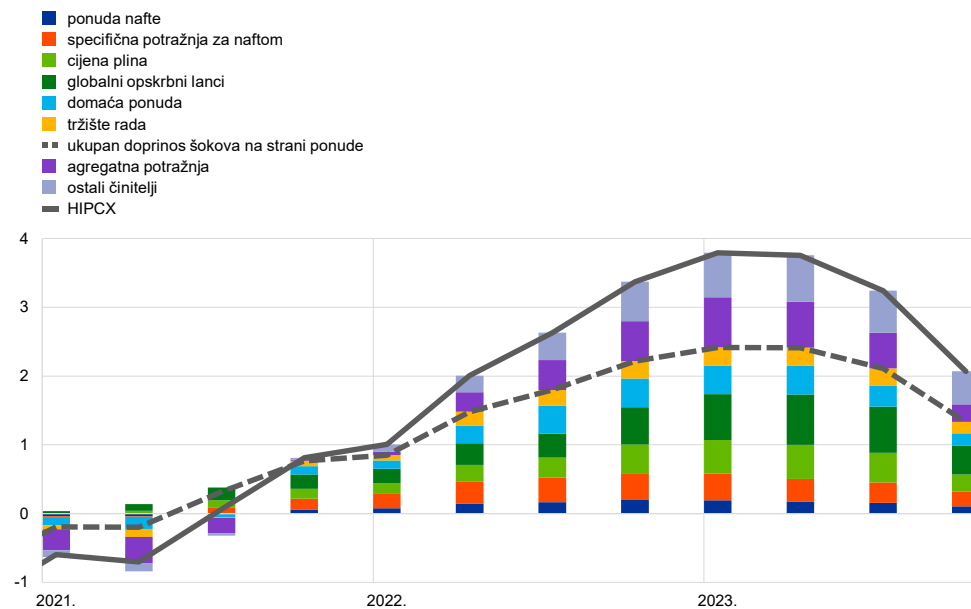
S obzirom na neočekivano snažno povećanje inflacije mjerene HIPCX-om u nedavnoj prošlosti, stručnjaci ESB-a razvili su veliki strukturni BVAR model koji utvrđuje širok raspon šokova na strani potražnje i ponude.⁸ Povijesna dekompozicija zasnovana na tom modelu pokazuje da je postpandemijski snažan rast inflacije mjerene HIPCX-om proizašao iz savršene oluje šokova (Grafikon E). Šokovi na strani ponude, osobito neizravni učinci koji proizlaze iz dotad nezabilježenih povećanja cijena plina i poremećaja u globalnim opskrbnim lancima, činili su većinu postpandemijskog povećanja inflacije mjerene HIPCX-om. Međutim, šokovi na strani potražnje također su bili važan pokretač opisane postpandemijske dinamike zbog oporavka domaće i globalne potražnje nakon ponovnog otvaranja gospodarstva, pri čemu se taj oporavak bilježi tek od 2022. Nakon provedbe ESB-ovih mjera monetarne politike, doprinos šokova agregatne potražnje počeo se smanjivati u 2023. i podupirati proces dezinflacije. Kao što prikazuje Grafikon E, udio ukupne dinamike HIPCX-a koji se ne može objasniti modelom (označeno kao „ostali činitelji“) znatno se povećava od 2022. To bi potencijalno moglo upućivati na nelinearnu transmisiju velikih šokova vidljivih u 2021. koji ne mogu biti obuhvaćeni standardnim linearnim modelima. Dokazi iz ovog modela pokazuju važnost uključivanja pokazatelja globalnih opskrbnih lanaca i cijena plina pri modeliranju i prognoziiranju inflacije u europodručju, kao i pri razmatranju alternativnih pristupa modeliranju.

⁸ Vidi Bañbura, M., Bobeica, E. i Martínez Hernández, C., „What drives core inflation? The role of supply shocks“, *Working Paper Series*, br. 2875, ESB, 2023.

Grafikon E

Dekompozicija inflacije mjerene HIPCX-om zasnovana na modelu

(godišnje promjene u postocima, odstupanja od medijana implicirana modelom)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje medijan aposteriorne distribucije povijesne dekompozicije inflacije mjerene HIPCX-om zasnovane na velikom strukturalnom BVAR modelu, pri čemu se za utvrđene šokove rabe restrikcije na predznak i nulte restrikcije. Posljednja raščlamba odnosi se na četvrto tromjesečje 2023.

Iako su se pogreške u projekcijama inflacije sada vratile na normalniju razinu, stručnjaci su nastavili usavršavati prognostičke alate, izrađujući dodatne analize koje mogu poslužiti kao ulazni činitelj u projekcijama u razdoblju velike neizvjesnosti. Stručnjaci nastavljaju provoditi aktivnosti koje im omogućavaju da prognostičke alate održe u skladu s najsuvremenijim tehnikama i razviju raznovrsniji skup modela. Potporu tom procesu daju redovite razmjene informacija unutar tehničkih foruma Eurosustava i razgovori s akademskom zajednicom. Jedan je primjer za to složenije modeliranje cijena plina i globalnih opskrbenih lanaca o čemu se raspravljalo u prethodnom dijelu okvira. Drugi se primjer odnosi na razvoj modela strojnog učenja kojim se nastoje obuhvatiti neke od spomenutih nelinearnosti, pri čemu je jedan takav model uključen u skup alata kojim se stručnjaci koriste kod redovitih unakrsnih provjera osnovnih projekcija.⁹ Osim toga, stručnjaci su također nastavili razvijati alate usmjerene na procjenu rizika povezanih s osnovnim scenarijima primjenjujući širok raspon analiza osjetljivosti i alternativnih scenarija. Od ožujka 2023. u projekcijama stručnjaka rabe se lepezasti grafikoni, čime se naglašava neizvjesnost koju one sadržavaju, osobito kada je riječ o dužim razdobljima.¹⁰ Te dodatne analize važan su ulazni činitelj za odluke monetarne politike ESB-a te dopunjuju osnovne projekcije i ostale analize stručnjaka.

⁹ Vidi Lenza, M., Moutachaker, I. i Paredes, J., „Density forecasts of inflation: a quantile regression forest approach”, *Working Paper Series*, br. 2830, ESB, 2023.

¹⁰ Vidi, na primjer, Grafikon 4. u „Makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje”, ožujak 2024.

6. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 1. studenoga 2023. do 30. siječnja 2024.

Priredili: Nikolaus Solonar i María González da Silva

U ovom se okviru opisuju likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike Eurosustava tijekom sedmog i osmog razdoblja održavanja pričuva u 2023. Ta su dva razdoblja zajedno trajala od 1. studenoga 2023. do 30. siječnja 2024. („promatrano razdoblje”).

Višak likvidnosti u bankovnom sustavu europodručja nastavio se smanjivati tijekom promatranog razdoblja. To je bilo posljedica dospjeća šeste operacije u sklopu treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO III.6.) i prijevremenih bankovnih otplata ostalih sredstava odobrenih u sklopu operacija TLTRO 20. prosinca 2023. Puštanje likvidnosti također se smanjilo zbog nižeg stanja vrijednosnih papira kupljenih u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (APP), koje je rezultat obustave reinvestiranja u sklopu APP-a od početka srpnja 2023. Smanjeno puštanje likvidnosti djelomično je neutralizirano nastavkom smanjivanja neto autonomnih činitelja, uglavnom zbog nižih državnih depozita, koje traje od ulaska kamatnih stopa monetarne politike ESB-a u pozitivan teritorij u srpnju 2022.

Potrebe za likvidnošću

Prosječne dnevne potrebe za likvidnošću bankovnog sustava, definirane kao zbroj neto autonomnih činitelja i obveznih pričuva, smanjile su se za 104,1 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na 1.630,9 mlrd. EUR. To je gotovo u potpunosti rezultat smanjenja neto autonomnih činitelja za 102,3 mlrd. EUR, odnosno na 1.467,7 mlrd. EUR (vidi odjeljak u Tablici A pod naslovom „Ostale informacije zasnovane na likvidnosti”), koje je, pak, bilo potaknuto smanjenjem autonomnih činitelja povlačenja likvidnosti i povećanjem autonomnih činitelja puštanja likvidnosti. Minimalne obvezne pričuve smanjile su se za 1,8 mlrd. EUR, na razinu od 163,2 mlrd. EUR.

Autonomni činitelji povlačenja likvidnosti smanjili su se za 67,1 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na 2.653,5 mlrd. EUR, uglavnom zbog pada državnih depozita i ostalih autonomnih činitelja. Državni depoziti (vidi odjeljak u Tablici A pod naslovom „Obveze”) u promatranom razdoblju bili su niži za prosječno 40,3 mlrd. EUR i iznosili su 182,3 mlrd. EUR. Spomenuto smanjenje rezultat je nastavka normalizacije ukupnog obujma zaštitnih slojeva gotovine koje drže nacionalne riznice i njihove veće sklonosti da plasiraju ta sredstva na tržištu kao odgovor na promjene u remuneraciji državnih depozita koji se drže u Eurosustavu, te rezultat nižih državnih depozita, za koje se uobičajeno bilježi pad na kraju godine. Normalizacija uvjeta na repo tržištu i više repo stope u odnosu na eursku kratkoročnu kamatnu stopu (€STR) također su učinile tržišna ulaganja izborom atraktivnijim od depozita koji se drže u Eurosustavu. U promatranom se razdoblju prosječna vrijednost novčanica u optjecaju smanjila za 6,1 mlrd. EUR, odnosno na

1.553,7 mlrd. EUR, što je posljedica kontinuiranog smanjivanja udjela novčanica koje je vidljivo od ulaska kamatnih stopa monetarne politike ESB-a u pozitivan teritorij u srpnju 2022.

Autonomni činitelji puštanja likvidnosti porasli su za 35,4 mlrd. EUR i iznosili su 1.186,2 mlrd. EUR (vidi odjeljak u Tablici A pod naslovom „Imovina”).¹ Neto imovina nominirana u eurima porasla je za 18,1 mlrd. EUR u promatranom razdoblju. Navedeno je povećanje uglavnom uzrokovano daljnjim smanjenjem obveza prema rezidentima izvan europodručja nominiranim u eurima. To, pak, odražava promjene u strategijama upravljanja gotovinom stranaka u okviru za usluge upravljanja pričuvama Eurosustava (ERMS) jer je 1. svibnja 2023. naniže korigirana stopa remuneracije depozita koji se drže u okviru ERMS-a. Neto inozemna imovina povećala se za 17,3 mlrd. EUR jer su neke nacionalne središnje banke prerasporedile svoju imovinu u devizne pričuve.

Tablica A
Likvidnosni uvjeti u Eurosustavu

Obveze

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 1. studenoga 2023. – 30. siječnja 2024.						prethodno promatrano razdoblje: 2. kolovoza – 31. listopada 2023.	
	sedmo i osmo razdoblje održavanja		sedmo razdoblje održavanja: 1. studenoga – 19. prosinca 2023.		osmo razdoblje održavanja: 20. prosinca 2023. – 30. siječnja 2024.		peto i šesto razdoblje održavanja	
autonomni činitelji povlačenja likvidnosti	2.653,5	(-67,1)	2.656,2	(-47,1)	2.650,3	(-5,8)	2.720,6	(-83,0)
novčanice u optjecaju	1.553,7	(-6,1)	1.551,1	(-3,6)	1.556,7	(+5,6)	1.559,8	(-5,5)
državni depoziti	182,3	(-40,3)	194,1	(-28,6)	168,4	(-25,7)	222,6	(-32,8)
ostali autonomni činitelji (neto) ¹⁾	917,5	(-20,7)	910,9	(-14,9)	925,1	(+14,2)	938,2	(-44,7)
tekući računi iznad minimalnih obveznih pričuva	8,1	(-1,4)	8,1	(-1,9)	8,1	(+0,0)	9,5	(-5,1)
minimalne obvezne pričuve²⁾	163,2	(-1,8)	163,9	(-0,7)	162,3	(-1,6)	165,0	(-0,0)
mogućnost deponiranja kod središnje banke	3.520,5	(-94,6)	3.548,8	(-28,6)	3.487,4	(-61,4)	3.615,1	(-300,3)
operacije fine prilagodbe za povlačenje likvidnosti	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Izvor: ESB

Napomene: Svi podatci u tablici zaokruženi su na najbližu 0,1 mlrd. EUR. Podatci u zagradama pokazuju promjenu u odnosu na prethodno promatrano razdoblje ili razdoblje održavanja.

1) Izračunato kao zbroj računa revalorizacije, ostalih potraživanja i obveza rezidenata europodručja, kapitala i pričuva.

2) Bilješka se ne navodi u bilanci Eurosustava i stoga se ne smije uključiti u izračun ukupnih obveza.

¹ Više pojedinosti o autonomnim činiteljima vidi u članku pod naslovom „The liquidity management of the ECB”, *Mjesečni bilten*, ESB, Frankfurt na Majni, svibanj 2002.

Imovina

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 1. studenoga 2023. – 30. siječnja 2024.						prethodno promatrano razdoblje: 2. kolovoza – 31. listopada 2023.	
	sedmo i osmo razdoblje održavanja		sedmo razdoblje održavanja: 1. studenoga – 19. prosinca 2023.		osmo razdoblje održavanja: 20. prosinca 2023. – 30. siječnja 2024.		peto i šesto razdoblje održavanja	
autonomni činitelji puštanja likvidnosti	1.186,2	(+35,4)	1.159,2	(–4,8)	1.217,7	(+58,4)	1.150,8	(+18,0)
neto inozemna imovina	944,8	(+17,3)	933,3	(+2,0)	958,3	(+25,1)	927,5	(–10,5)
neto imovina nominirana u eurima	241,4	(+18,1)	226,0	(–6,8)	259,3	(+33,4)	223,3	(+28,5)
instrumenti monetarne politike	5.159,4	(–200,0)	5.218,2	(–73,2)	5.091,0	(–127,3)	5.359,5	(–406,7)
operacije na otvorenom tržištu	5.159,4	(–200,0)	5.218,2	(–73,2)	5.090,9	(–127,3)	5.359,4	(–406,7)
kreditne operacije	457,4	(–110,8)	503,2	(–20,4)	404,1	(–99,0)	568,2	(–329,3)
MRO	7,6	(+0,8)	7,3	(–0,9)	7,9	(+0,6)	6,8	(+0,5)
tromjesečni LTRO	4,4	(–3,8)	4,7	(–2,7)	4,0	(–0,7)	8,2	(+4,3)
TLTRO III	445,5	(–107,8)	491,2	(–16,8)	392,3	(–98,9)	553,3	(–334,2)
portfelji izravnih monetarnih transakcija ¹⁾	4.702,0	(–89,3)	4.715,0	(–53,0)	4.686,8	(–28,2)	4.791,2	(–77,3)
mogućnost granične posudbe od središnje banke	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Izvor: ESB

Napomene: Svi podatci u tablici zaokruženi su na najbližu 0,1 mlrd. EUR. Podatci u zagradama pokazuju promjenu u odnosu na prethodno promatrano razdoblje ili razdoblje održavanja. „MRO“ označuje glavnu operaciju refinanciranja, „LTRO“ označuje operaciju dugoročnijeg refinanciranja, a „TLTRO III“ označuje treću seriju ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja.

1) Zbog obustavljanja neto kupnja vrijednosnih papira pojedinačna raščlamba portfelja izravnih monetarnih transakcija više se ne prikazuje.

Ostale informacije zasnovane na likvidnosti

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 1. studenoga 2023. – 30. siječnja 2024.						prethodno promatrano razdoblje: 2. kolovoza – 31. listopada 2023.	
	sedmo i osmo razdoblje održavanja		sedmo razdoblje održavanja: 1. studenoga – 19. prosinca 2023.		osmo razdoblje održavanja: 20. prosinca 2023. – 30. siječnja 2024.		peto i šesto razdoblje održavanja	
agregatne potrebe za likvidnošću ¹⁾	1.630,9	(–104,1)	1.661,2	(–42,9)	1.595,5	(–65,8)	1.735,0	(–101,3)
neto autonomni činitelji ²⁾	1.467,7	(–102,3)	1.497,3	(–42,2)	1.433,1	(–64,2)	1.570,0	(–101,3)
višak likvidnosti ³⁾	3.528,5	(–96,0)	3.556,9	(–30,5)	3.495,4	(–61,5)	3.624,5	(–305,3)

Izvor: ESB

Napomene: Svi podatci u tablici zaokruženi su na najbližu 0,1 mlrd. EUR. Podatci u zagradama pokazuju promjenu u odnosu na prethodno promatrano razdoblje ili razdoblje održavanja.

1) Izračunato kao zbroj neto autonomnih činitelja i minimalnih obveznih pričuva.

2) Izračunato kao razlika između autonomnih činitelja likvidnosti na strani obveza i autonomnih činitelja likvidnosti na strani imovine. Za potrebe ove tablice stavke u postupku namire također su dodane neto autonomnim činiteljima.

3) Izračunato kao zbroj tekućih računa iznad minimalnih obveznih pričuva i korištenja mogućnosti deponiranja kod središnje banke umanjeno za korištenje mogućnosti granične posudbe od središnje banke.

Kretanja kamatnih stopa

(prosjeci, postotci i postotni bodovi)

	sadašnje promatrano razdoblje: 1. studenoga 2023. – 30. siječnja 2024.				prethodno promatrano razdoblje: 2. kolovoza – 31. listopada 2023.			
	sedmo razdoblje održavanja: 1. studenoga – 19. prosinca 2023.		osmo razdoblje održavanja: 20. prosinca – 30. siječnja 2024.		peto razdoblje održavanja		šesto razdoblje održavanja	
MRO	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,25	(+0,25)	4,50	(+0,25)
mogućnost granične posudbe od središnje banke	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,50	(+0,25)	4,75	(+0,25)
mogućnost deponiranja kod središnje banke	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)
€STR	3,903	(+0,002)	3,901	(–0,002)	3,652	(+0,250)	3,900	(+0,248)
RepoFunds Rate Euro	3,945	(+0,019)	3,905	(–0,040)	3,687	(+0,286)	3,926	(+0,239)

Izvori: ESB, CME Group i Bloomberg

Napomene: Podatci u zagradama pokazuju promjenu u postotnim bodovima u odnosu na prethodno promatrano razdoblje ili razdoblje održavanja. „MRO“ označuje glavnu operaciju refinanciranja, a „€STR“ označuje eursku kratkoročnu kamatnu stopu.

Likvidnost osigurana instrumentima monetarne politike

Prosječan iznos likvidnosti osigurane instrumentima monetarne politike smanjio se za 200 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 5.159,4 mlrd. EUR (Grafikon A). Razlog je tome smanjenje iznosa likvidnosti osigurane kreditnim operacijama i postupno zatvaranje portfelja koji se drže za potrebe monetarne politike.

Prosječan iznos likvidnosti osigurane kreditnim operacijama smanjio se za 110,8 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 457,4 mlrd. EUR. Spomenuto smanjenje uglavnom odražava smanjenje nepodmirenih iznosa u sklopu operacija TLTRO III zbog dospjeća šeste operacije u sklopu operacija TLTRO III (37,3 mlrd. EUR) i prijevremene bankovne otplate ostalih sredstava odobrenih u sklopu operacija TLTRO (61,7 mlrd. EUR) 20. prosinca 2023., odnosno na početku osmog razdoblja održavanja. Istodobno je zabilježeno blago smanjenje ukupnih nepodmirenih iznosa u sklopu standardnih operacija refinanciranja Eurosustava, odnosno glavnih operacija refinanciranja (MRO) i tromjesečnih operacija dugoročnijeg refinanciranja (LTRO). To smanjenje uglavnom se može pripisati nepodmirenim iznosima u sklopu tromjesečnih operacija dugoročnijeg refinanciranja koji su bili niži za prosječno 3,8 mlrd. EUR, pri čemu su nepodmireni iznosi u sklopu glavnih operacija refinanciranja ostali uglavnom nepromijenjeni u odnosu na peto i šesto razdoblje održavanja 2023. i iznosili su 7,6 mlrd. EUR. Banke su ograničile sudjelovanje u tim operacijama, što, zajedno s njihovom sposobnošću otplate znatnih iznosa sredstava odobrenih u sklopu operacija TLTRO bez posezanja za redovitim operacijama refinanciranja, upućuje na njihove sveukupno dostatne likvidnosne pozicije i dostupnost alternativnih izvora financiranja po atraktivnim stopama.

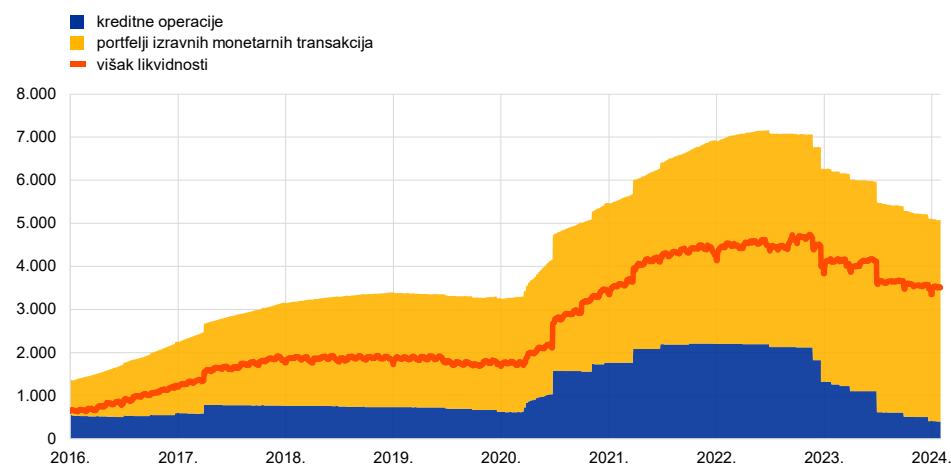
Prosječan iznos likvidnosti osigurane portfeljima izravnih monetarnih transakcija smanjio se za 89,3 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja. Do tog je smanjenja došlo zbog toga što je 1. srpnja 2023. obustavljeno reinvestiranje

glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu APP-a. Glavnica dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije u potpunosti se reinvestira jer su neto kupnje obustavljene krajem ožujka 2022.² U prosincu 2023. Upravno vijeće najavilo je da će potpuno reinvestiranje glavnice dospjelih vrijednosnih papira završiti u drugoj polovini 2024.

Grafikon A

Promjene u likvidnosti osiguranoj operacijama na otvorenom tržištu i višku likvidnosti

(mrd. EUR)



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na 30. siječnja 2024.

Višak likvidnosti

Prosječan višak likvidnosti bio je niži za 96 mrd. EUR tijekom promatranog razdoblja i iznosio je 3.528,5 mrd. EUR (Grafikon A). Višak likvidnosti je zbroj pričuva banaka iznad njihovih obveznih pričuva i korištenja mogućnosti deponiranja kod središnje banke umanjeno za njihovo korištenje mogućnosti granične posudbe od središnje banke. On pokazuje razliku između ukupne likvidnosti osigurane bankovnom sustavu i potreba banaka za likvidnošću radi pokrića njihovih minimalnih obveznih pričuva. Nakon što je dosegnuo najvišu razinu od 4.748 mrd. EUR u studenome 2022., prosječan se višak likvidnosti postojano smanjuje, uglavnom zbog operacija koje dospijevaju i prijevremenih otplata u sklopu operacija TLTRO III, pri čemu je jedan od činitelja koji također pridonose tom smanjenju bila obustava reinvestiranja u sklopu APP-a od srpnja 2023.

Kretanja kamatnih stopa

Upravno vijeće zadržalo je tri ključne kamatne stope ESB-a nepromijenjenima tijekom promatranog razdoblja. Kamatna stopa na stalno raspoloživu mogućnost

² Vrijednosni papiri koji se drže u portfeljima izravnih monetarnih transakcija iskazuju se po amortiziranom trošku i revaloriziraju na kraju svakog tromjesečja, što također utječe na ukupne prosjeke i promjene u portfeljima izravnih monetarnih transakcija.

deponiranja kod središnje banke iznosila je 4,00 %, kamatna stopa za glavne operacije refinanciranja 4,50 %, a kamatna stopa za stalno raspoloživu mogućnost granične posudbe od središnje banke 4,75 %.

Prosječni €STR ostao je uglavnom nepromijenjen tijekom promatranog razdoblja, održavajući stabilnu razliku u odnosu na ključne kamatne stope ESB-a. €STR je bio prosječno za 10,2 bazna boda niži od kamatne stope na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke tijekom promatranog razdoblja, odnosno blizu prosječne razine od 9,9 baznih bodova zabilježene tijekom razdoblja održavanja pričuva u 2023. S tim u skladu niži višak likvidnosti nije dosad pridonio rastu €STR-a. Smanjenje €STR-a na kraju godine od 1,8 baznih bodova bilo je tek nešto izraženije od učinka na kraju 2022. (–1,5 baznih bodova).

Prosječna repo stopa europodručja, mjerena indeksom RepoFunds Rate Euro, ostala je blizu kamatne stope na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke, osim krajem godine. Repo stopa bila je prosječno za 7,3 bazna boda niža od kamatne stope na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke tijekom promatranog razdoblja. Smanjenje od 25,5 baznih bodova na kraju 2023. bilo je znatno manje od smanjenja od 226,8 baznih bodova ostvarenog na kraju 2022. To upućuje na zaključak da je repo tržište nastavilo uredno funkcionirati zahvaljujući nizu činitelja, kao što su povećanje neto izdavanja od početka godine, oslobađanje mobiliziranoga kolateralu zbog dospjeća iznosa u sklopu operacija TLTRO, promjena tržišne pozicije koja je dovela do smanjenja potražnje za vrijednosnim papirima na repo tržištu te smanjenje stanja APP-a.

7. Euro kao svjetska valuta iz perspektive plaćanja

Priredili: Oana Furtuna, Patrick Papsdorf, Livia Polo Friz i Sara Testi

ESB prati kretanja u međunarodnoj ulozi eura i redovito objavljuje dobivene informacije. U najnovijem izvješću ESB-a o ovoj temi (objavljenom u lipnju 2023.) nije se pokazala znatnija promjena međunarodne uloge eura u 2022. u odnosu na 2021., s udjelom eura u ukupnoj uporabi međunarodnih valuta prosječno blizu 20 % prema raznim pokazateljima, u skladu s prethodnom godinom.¹ Izvješće je pokazalo da euro i dalje ima važnu ulogu u međunarodnom monetarnom sustavu jer je ostao druga valuta po važnosti u tržišnim segmentima poput službenog držanja deviznih pričuva i izdavanja međunarodnih obveznica.

Plaćanja također mogu upućivati na globalnu uporabu valute. Takav se pokazatelj za određenu valutu može izračunati kao vrijednost prekograničnih plaćanja među bankama nominiranih u toj valuti u odnosu na ukupna plaćanja među bankama u svim valutama.² Plaćanja među bankama mogu se obavljati primjenom različitih mehanizama – npr. višestranim dogovorima (tj. platnim sustavima), bilateralnim dogovorima (tj. posredovanjem korespondentnih banaka) ili kombinacijom navedenoga.³ Ta se plaćanja obično provode s pomoću standardiziranih poruka koje se razmjenjuju putem mreže SWIFT.⁴

Nekoliko platnih sustava u svijetu (uključujući sustave velikih plaćanja za transakcije u eurima, kao što je T2) upotrebljavaju SWIFT kao komunikacijsku mrežu za svoje sudionike.⁵ Sustav T2, kao i prethodni sustav, TARGET 2, jest sustav unutar Eurosustava za namire u realnom vremenu za platne transakcije u eurima te obradu i namiru plaćanja u novcu središnje banke. U 2023. činio je 92 % vrijednosti i 70 % obujma namira svih plaćanja ostvarenih putem sustava velikih plaćanja u eurima. Stoga je promet sustava T2 glavna odrednica ukupne vrijednosti plaćanja u eurima obrađenih putem sustava velikih plaćanja te time i glavna komponenta ukupne vrijednosti poruka o plaćanjima u euru koje se razmjenjuju i evidentiraju u mreži SWIFT.

Nakon ožujka 2023. udio eura u ukupnim porukama o plaćanjima putem mreže SWIFT smanjen je u smislu vrijednosti. Za valute koje se najviše rabe u cijelom svijetu (skupina koja uključuje euro), SWIFT objavljuje mjesečni pokazatelj koji pokazuje uporabu svake valute u svjetskim plaćanjima mjerenu vrijednošću poruka o

¹ Vidi „[The international role of the euro](#)”, ESB, 2023.

² U cijelom ovom okviru pojmom „plaćanja među bankama” obuhvaćena su i plaćanja klijenata (tj. plaćanja koja izvršavaju banke u ime svojih klijenata) i međubankovna plaćanja (tj. plaćanja koja izvršavaju banke za svoje poslovanje).

³ Plaćanja inicirana putem korespondentnih bankovnih aranžmana mogu se bilateralno namiriti između banaka ili usmjeriti kroz platne sustave. Vidi „[Eleventh survey on correspondent banking in euro](#)”, ESB, 2020.

⁴ SWIFT je vodeći svjetski pružatelj usluga sigurnog slanja financijskih poruka s više od 11 000 financijskih institucija koje ga upotrebljavaju u cijelom svijetu. SWIFT omogućuje standardiziranu, sigurnu i učinkovitu komunikaciju.

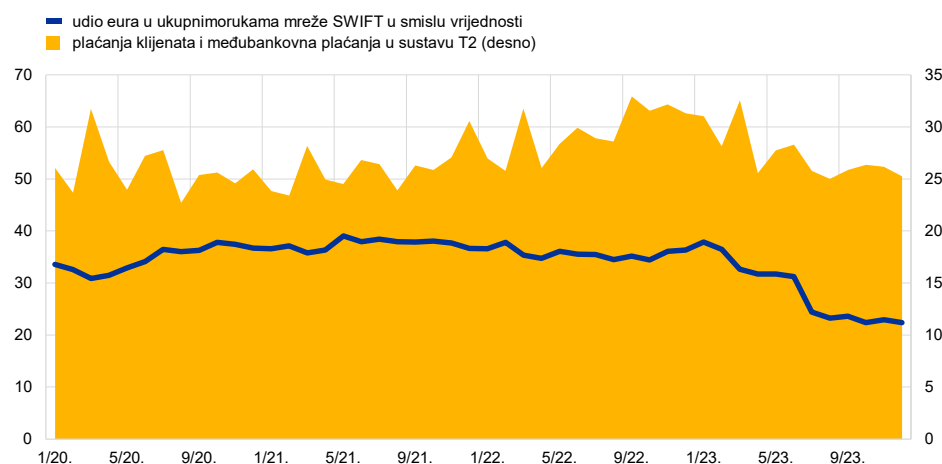
⁵ Sustav T2 upotrebljava i mrežu SWIFT i Nexi kao pružatelje mrežnih usluga.

plaćanjima koje financijske institucije šalju putem te mreže.⁶ Prema tom pokazatelju mreže SWIFT poruke o plaćanjima u euru razmijenjene putem mreže SWIFT prosječno su se odnosile na 36,0 % ukupnih poruka u svim valutama od siječnja 2020. do veljače 2023. (Grafikon A), pri čemu je udio pao na 32,6 % u ožujku 2023. i na 31,7 % u travnju 2023. Do četvrtog tromjesečja 2023. udio eura ustalio se na nižoj razini, od prosječno 22,6 %.⁷

Grafikon A

Udio eura u ukupnim plaćanjima obrađenima putem mreže SWIFT u smislu vrijednosti i promet sustava T2

(lijevo: postotci, desno: bil. EUR; ukupno mjesečno)



Izvori: SWIFT, TARGET2, T2 i izračun ESB-a

Napomene: Posljednji podatci odnose se na prosinac 2023. Pokazateljem mreže SWIFT obuhvaćene su poruke razmijenjene putem mreže SWIFT i obrađene u stvarnom vremenu te uspješno dostavljene primatelju na osnovi vrsta poruka MT103 (plaćanja klijenata) i MT202 (međubankovna plaćanja) i njihovih istovrijednih standarda ISO. Statistički podatci sustava T2 mogu biti podložni reviziji zbog metodoloških promjena koje proizlaze iz pokretanja konsolidirane platforme sustava T2-T2S.

Očit pad udjela eura u ukupnim porukama o plaćanjima razmijenjenima putem mreže SWIFT podudara se s velikom infrastrukturnom promjenom u Europi i prelaskom na novi standard mreže SWIFT. Eurosustav je 20. ožujka 2023.

pokrenuo konsolidiranu platformu sustava T2-T2S – novu okosnicu infrastrukture za euro kojom upravlja središnja banka, a kojom je povećana učinkovitost upravljanja likvidnošću i prakse plaćanja, čime su sudionicima pojednostavljene aktivnosti plaćanja.⁸ Istodobno su i financijske institucije na tržištu eura prešle s naslijeđenog standarda za poruke (MT) na novi ISO 2022 standard poruka u mreži SWIFT. Taj prijelaz podržava veću interoperabilnost, automatiziranu obradu i veću granularnost klasifikacije financijskih podataka.

Obje su promjene utjecale na poruke o plaćanjima u euru razmijenjene putem mreže SWIFT, čime, *ceteris paribus*, utječu na udio eura u ukupnim porukama obrađenima putem mreže SWIFT. Novim ustrojem u okviru konsolidirane platforme sustava T2-T2S i novim standardom za poruke promijenjeni su načini na koje se

⁶ Ovaj pokazatelj (koji se temelji na podskupini svih poruka o plaćanjima razmijenjenih putem mreže SWIFT) uključen je u mjesečno izvješće mreže SWIFT [RMB Tracker](#).

⁷ U podatke za mjesec ožujak, travanj, svibanj i lipanj 2023. nije uključen naknadni ispravak koji je mreža SWIFT primijenila u srpnju 2023. i prenijela u poslovnom biltenu.

⁸ Vidi [ESB-ovo priopćenje za javnost od 21. ožujka 2023.](#) U analizi predstavljenoj u ovom okviru upotrebljavaju se podatci sustava T2 od 20. ožujka 2023. i podatci sustava TARGET2 prije tog datuma.

izvršavaju plaćanja u euru i upravlja eurskom likvidnošću, s posebnim utjecajem na područje upravljanja likvidnošću za unutarbankovne i međubankovne tokove. Neke transakcije koje se sada provode upotrebom novog standarda za poruke, a koje su obično velike vrijednosti, zapravo su isključene iz izračuna pokazatelja mreže SWIFT, zbog čega je pokazatelj pao nakon ožujka 2023.⁹

Ovo tehničko objašnjenje pada udjela eura u ukupnim porukama za plaćanje obrađenima putem mreže SWIFT potvrđeno je kretanjima u vrijednosti plaćanja u euru namirenima među bankama u sustavu T2, koja pokazuju različitu dinamiku (Grafikon A).

Prosječna mjesečna vrijednost plaćanja klijenata i međubankovnih plaćanja u euru namirenih u sustavu T2 porasla je na više od 27,3 bil. EUR 2023., u usporedbi s 25,9 bil. EUR u sustavu TARGET2 2020. Štoviše, te su vrijednosti tek neznatno prilagođene i nisu prijelaz na punoj razini zbog novih dogovora o upravljanju likvidnošću iz ožujka 2023. Slično se može uočiti kod prosječnoga mjesečnog obujma plaćanja klijenata i međubankovnih plaćanja obrađenih putem sustava T2, koji je porastao na 7,8 milijuna transakcija u 2023. (u usporedbi sa 6,3 milijuna transakcija u sustavu TARGET2 u 2020.).¹⁰

Još jedan pokazatelj uloge eura kao svjetske valute jest postotak plaćanja u euru u sustavu T2 (u smislu vrijednosti), pri čemu se banka koja zadaje nalog i/ili banka primateljica nalazi izvan europodručja. Sustav T2, kao i prethodni sustav TARGET 2, bankama u cijelom svijetu omogućuje izvršavanje prekograničnih plaćanja u euru, s tim da se za to banke izvan europodručja općenito oslanjaju na korespondentne banke s izravnim pristupom platnim sustavima europodručja.¹¹

Pokazatelj globalnih plaćanja u euru u sustavu T2 nije uočio prekid nakon ožujka 2023., pa je potvrđeno da su plaćanja u euru koja uključuju najmanje jednu banku izvan europodručja ostala stabilna. Mjesečna vrijednost takvih globalnih plaćanja klijenata i međubankovnih plaćanja u sustavu T2 prosječno je iznosila 11,6 bil. EUR od ožujka do prosinca 2023., u skladu s prethodnom godinom. Ta su se plaćanja odnosila na 43,0 % svih plaćanja među bankama u sustavu T2 u tom razdoblju, bez znakova smanjenja nakon ožujka 2023. (Grafikon B).

⁹ Prije prelaska na standard ISO 2022 međubankovna plaćanja slala su se kao poruke MT202, dok su se plaćanja u ime klijenata slala kao poruke MT103. Sada se šalju kao pacs.009 i pacs.008 svaka pojedinačno. Osim toga, s prelaskom na standard ISO 2022 barem neke od poruka MT koje se odnose na transfere likvidnosti, upravljanje gotovinom i izvješćivanje promijenjene su u poruke camt. Pokazatelj mreže SWIFT obuhvaća samo poruke MT202 i MT103 i njihove ekvivalente pacs, dok su poruke camt isključene.

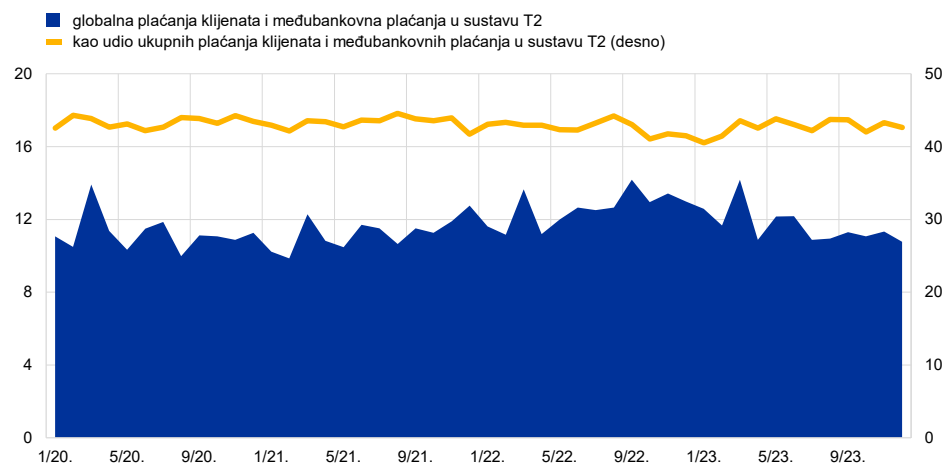
¹⁰ Vidi i statističke podatke o [prometu namirenom u uslugama sustava TARGET](#).

¹¹ Ta se plaćanja namiruju na računu izravnog sudionika sustava T2. Vidi „[Eleventh survey on correspondent banking in euro](#)”, ESB, 2020.

Grafikon B

Globalna plaćanja klijenata i međubankovna plaćanja u sustavu T2

(lijevo: bil. EUR, desno: postotci, ukupno mjesečno)



Izvori: TARGET2, T2 i izračun ESB-a

Napomene: Posljednji podatci odnose se na prosinac 2023. „Globalna” su plaćanja ona u kojima se banka koja zadaje nalog i/ili banka primateljica nalaze izvan europodručja. Statistički podatci sustava T2 mogu biti podložni reviziji zbog metodoloških promjena koje proizlaze iz pokretanja konsolidirane platforme sustava T2-T2S.

Zaključak je da očit pad udjela eura u ukupnim porukama mreže SWIFT nakon ožujka 2023. ne proizlazi iz smanjenja vrijednosti plaćanja izvršenih putem sustava T2 ili njegova manjega globalnog doseg. Kao okosnica infrastrukture financijskoga tržišta za euro, sustav T2 i dalje je glavna komponenta ukupnih plaćanja u euru obrađenih putem mreže SWIFT u smislu vrijednosti. Umjesto toga, čini se da pad udjela eura u ukupnim porukama mreže SWIFT u smislu vrijednosti odražava pokretanje konsolidirane platforme sustava T2-T2S i prijelaz tržišta na novi standard za poruke ISO 20022, što je dovelo do promjena u praksama upravljanja likvidnošću banaka i upotrijebljenih vrsta poruka, s tim da neka plaćanja više nisu uključena u pokazatelj mreže SWIFT. Stoga pri praćenju globalne uloge eura treba s oprezom tumačiti pojedinačne pokazatelje zasnovane na prometu plaćanja.

8. ESB-ov plan za klimu i prirodu za 2024. i 2025.

Priredili: Sara Skjeggstad Meyer i Carolin Nerlich

ESB je 30. siječnja 2024. objavio plan za klimu i prirodu za 2024. i 2025. u kojem su utvrđena tri nova područja na koja će biti usmjerene ESB-ove aktivnosti povezane s djelovanjem u području klime u iduće dvije godine. U ovom se okviru objašnjavaju ekonomski argumenti za ESB-ovu odluku da unaprijedi rad u ova tri područja.¹

Klimatske promjene sve više utječu na gospodarstvo europodručja. Svijet je daleko skrenuo s puta u smislu ispunjavanja klimatskih ciljeva u skladu s Pariškim sporazumom iz 2015.² Godina 2023. bila je najtoplija u povijesti mjerenja, a nekoliko ekstremnih vremenskih događaja uzrokovalo je gospodarsku štetu u Europi i svijetu. Istodobno ubrzani gubitak bioraznolikosti i uništavanje staništa pridonose ubrzanom razvoju krize za prirodu, djelomično zbog neraskidivih veza između klime i prirode. Klimatske promjene i s njima povezana potreba za poticanjem zelene tranzicije sve više utječu na gospodarstvo i financijski sustav. To može imati posljedice za stabilnost cijena, financijsku stabilnost i transmisiju monetarne politike. Klimatske promjene utječu i na vrijednost i profil rizičnosti imovine u bilanci Eurosustava. Ključno je za ESB da uzme u obzir te učinke kako bi ispunio svoj glavni cilj stabilnosti cijena.

ESB je od 2021. proširio obvezu uvrštavanja pitanja povezanih s klimatskim promjenama u svoje aktivnosti. Nakon preispitivanja svoje strategije monetarne politike, ESB je 2021. najavio prvi klimatski akcijski plan u kojem se obvezao uključiti pitanja povezana s klimatskim promjenama u aktivnosti povezane s provedbom monetarne politike, makroekonomskom analizom i statistikom.³ U 2022. obuhvat plana proširen je tako da obuhvati klimatske aktivnosti u drugim područjima aktivnosti banke, uključujući financijsku stabilnost i nadzor banaka.⁴ Po dovršetku detaljnog pregleda djelovanja u području klime, ESB je u siječnju 2024. objavio posuvremenjeni plan za razdoblje 2024./2025. Taj plan prvi put uključuje obvezu analiziranja pitanja povezanih s prirodom. U planu su utvrđena tri područja na koja će biti usmjerene ESB-ove aktivnosti povezane s klimatskim promjenama u iduće dvije godine (Tablica A).

¹ Vidi [ESB-ov plan za klimu i prirodu za 2024. i 2025.](#), ESB, siječanj 2024.




² U sklopu Pariškog sporazuma potpisanog 2015. 196 zemalja sporazumjelo se da će dati svoj doprinos da zadrže porast prosječne svjetske temperature na razini znatno manjoj od 2 °C u usporedbi s predindustrijskim razinama te ulagati napore da se taj porast temperature ograniči na 1,5 °C. Prema sporazumu Europa se obvezala smanjiti emisije ugljika na nultu stopu do 2050. i za 55 % do 2030. u usporedbi s razinama iz 1990. Da bi se postigao cilj za 2030., Europska unija sporazumjela se o zelenom planu i paketu za ublažavanje klimatskih promjena, poznatom i kao paket Fit for 55. Unatoč tim naporima procjene upozoravaju na to da će globalno zagrijavanje u okviru trenutanih nacionalno utvrđenih doprinosa dosegnuti 2,9 °C, vidi Program Ujedinjenih naroda za okoliš „[Izvjješće o odstupanjima u vrijednostima emisija za 2023.](#)“, Izvjješće, studeni 2023.

³ Vidi „[ESB predstavlja akcijski plan za uvrštenje pitanja povezanih s klimatskim promjenama u svoju strategiju monetarne politike](#)“, *priopćenje za javnost*, ESB, 8. srpnja 2021.

⁴ Vidi [ESB-ov klimatski plan, 2022.](#), ESB, 4. srpnja 2022.

Tablica A

Područja na koja će biti usmjeren ESB-ov plan za klimu i prirodu za 2024. i 2025.

tri područja		što ćemo učiniti
	1. upravljanje prelaskom na zeleno gospodarstvo	<ul style="list-style-type: none"> • Procijeniti potrebe za zelenim ulaganjem i njihovo financiranje. • Analizirati strukturne posljedice koje proizlaze iz tranzicije. • Analizirati učinke financiranja tranzicije i rizike prelaska na transmisijski mehanizam monetarne politike. • Unaprijediti okvir za makromodeliranje s usmjerenjem na klimatske aspekte.
	2. rješavanje sve većeg fizičkog utjecaja klimatskih promjena	<ul style="list-style-type: none"> • Poduzeti daljnje korake radi uvrštavanja utjecaja klimatskih promjena u klimatske scenarije i analitički okvir upotrijebljen za makroekonomske projekcije. • Istražiti utjecaj prilagodbe klimatskim promjenama, uključujući nedostatnu pokrivenost osiguranjem. • Poboljšati dostupnost podataka radi potpore analizi fizičkih rizika.
	3. unaprjeđivanje rada na rizicima povezanim s prirodom	<ul style="list-style-type: none"> • Dodatno istražiti gospodarske i financijske posljedice gubitka bioraznolikosti i degradacije prirode.

Izvor: ESB

U prvom području promatraju se izazovi uključeni u upravljanje prelaskom na zeleno gospodarstvo. Da bi se ispunio cilj nulte stope 2050., Europa će trebati provesti posebne mjere politike do 2030. da bi potaknula prijelaz prema energetski učinkovitim proizvodnim procesima i obrascima potrošnje te da bi se fosilna goriva zamijenila obnovljivim izvorima energije.⁵ To će dovesti do dubokih strukturnih promjena za gospodarstvo europodručja uz posljedice za zaposlenost i potrebne vještine. Može uzrokovati preraspodjelu kapitala s nejasnim dugoročnim učincima na potencijalni rast.⁶ Zelena tranzicija utjecat će na trgovinu i tokove kapitala u gospodarstvu europodručja i stvarati rizike za njegovu vanjsku konkurentnost. Europodručje može postati i osjetljivije na rizike opskrbnih lanaca i prekide opskrbe ključnim mineralima potrebnima za tranziciju. Važno je za ESB da potpuno razumije te strukturne promjene i izazove te načine na koje bi se moglo utjecati na makroekonomske izgleda za europodručje. Da bi se to postiglo, potrebno je prilagoditi makroekonomske modele u skladu s tim.

Zelena ulaganja, tehnološke inovacije i zeleno financiranje ključni su za pomak prema niskougličnom gospodarstvu. Procjene raznih institucija o tome koliko je zelenih ulaganja potrebno za postizanje klimatskih ciljeva vrlo se razlikuju. Na primjer, prema Europskoj komisiji, prelazak će zahtijevati dodatna godišnja ulaganja od 620 mlrd. EUR do 2030. da bi EU postigao svoj cilj smanjenja emisija od 55 %.⁷ ESB će pominje pratiti razne dostupne procjene radi boljeg razumijevanja temeljnih pretpostavki i činitelja koji na njih utječu, uključujući ulogu politika u vezi s klimatskim promjenama. Razmotrit će okvirne uvjete potrebne za olakšavanje potrebnih

⁵ Pregled vidi u okviru pod naslovom „Assessing the macroeconomic effects of climate change transition policies”, *Ekonomski bilten*, broj 1, ESB, 2024.

⁶ Vidi članak pod naslovom „How climate change affects potential output”, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB 2023.

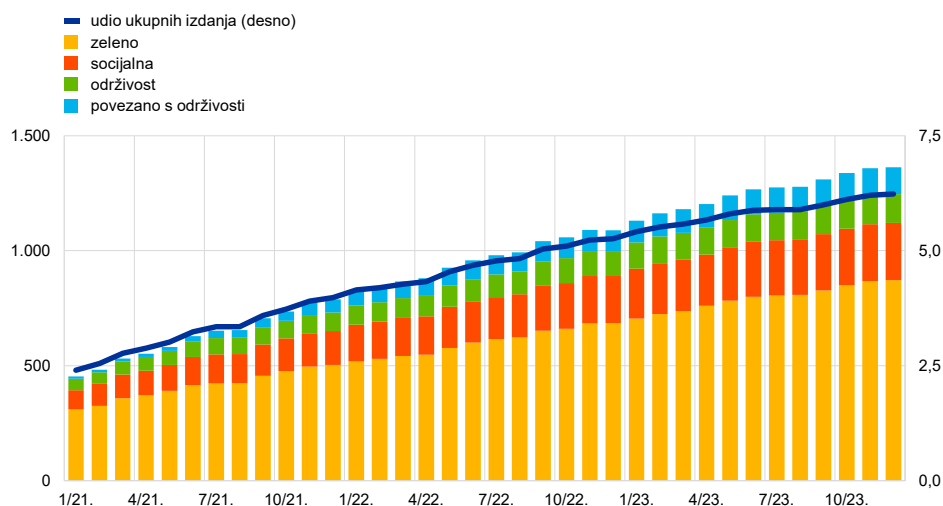
⁷ Vidi Europska komisija, „Održivost i dobrobit ljudi kao okosnica otvorene strateške autonomije Europe”, *Komunikacija Komisije Europskom parlamentu i Vijeću*, 6. srpnja 2023.

ulaganja, uključujući potrebu za poticanjem okružja pogodnog za visoke razine istraživanja i razvoja i inovacijskoga kapaciteta te tržišne infrastrukture koja potiče preuzimanje rizika. Posebna će se pozornost posvetiti financiranju potreba zelenih ulaganja. Premda su instrumenti zelenog financiranja snažno rasli proteklih godina, i nadalje čine mali udio ukupnih dužničkih vrijednosnih papira izdanih u europodručju (Grafikon A). ESB će posebno analizirati zadovoljava li opskrba financiranja potražnju, s kojim se kreditnim uvjetima suočavaju poduzeća za projekte zelenog ulaganja i kako javne politike mogu pomoći u mobiliziranju privatnog financiranja, uključujući bolje zahtjeve za objavu. Sve su to bitna pitanja za monetarnu politiku i njezin transmisijski mehanizam.

Grafikon A

Izdanje održivih dužničkih vrijednosnih papira europodručja

(lijevo: mlrd. EUR, neotplaćeni iznos po nazivnoj vrijednosti, desno: postotci ukupno izdanih dužničkih vrijednosnih papira europodručja)



Izvori: Centralizirana baza podataka o vrijednosnim papirima i izračun ESB-a

Napomene: U grafikonu je prikazano izdanje okolišnih, socijalnih i upravljačkih dužničkih vrijednosnih papira europodručja za sve razine osiguranja. „Udio ukupnog izdanja“ odnosi se na iznos održivih vrijednosnih papira kao udio svih dužničkih vrijednosnih papira izdanih u europodručju.

Cilj je drugog područja riješiti sve veći fizički utjecaj klimatskih promjena.

Ekstremni vremenski događaji postaju sve učestaliji, a njihovi troškovi sve jasniji.⁸ Zajedno s promjenama u vremenskim uzorcima kroz razne kanale utječu na makroekonomiju i financijski sektor. Promjene klime posebno utječu na poljoprivredu, turizam i, kroz cijene hrane, na maloprodajni i ugostiteljski sektor. Nakon toplinskog vala u ljeto 2022. procjenjuje se da je inflacija cijena hrane u Europi porasla za 0,67 postotnih bodova godinu nakon toga.⁹ Smatra se da globalno zagrijavanje ima nelinearne učinke na cijene hrane i stvara rizike za povećanu dinamiku inflacije u budućnosti. Empirijske su analize pokazale da se proizvodnost rada i gospodarski rast smanjuju s povećanjima temperature iznad određenih

⁸ Vidi Diffenbaugh, N. S., „Verification of extreme event attribution: Using out-of-sample observations to assess changes in probabilities of unprecedented events”, *Science Advances*, sv. 6(12), broj 2368, 2020.

⁹ Vidi Kotz, M., Kuik, F., Lis, E. i Nickel, C., „The impact of global warming on inflation: averages, seasonality and extremes”, *Working Paper Series*, broj 2821, ESB, 2023.

pragova.¹⁰ Bitno je za ESB da unaprijedi vlastitu procjenu o tome kako klima koja se mijenja utječe na inflaciju i gospodarstvo. Osim pristupa visoko kvalitetnim podatcima, za to će biti potrebno dodatno istražiti kako uvrstiti fizičke utjecaje klimatskih promjena u klimatske scenarije i analitički okvir uporabljen za makroekonomske projekcije.

Financiranje prilagodbe bit će važno područje novog istraživanja. Troškovi povezani s fizičkim utjecajem klimatskih promjena stvaraju financijski i fiskalni rizik, no osigurana je samo četvrtina gubitaka nastalih zbog katastrofa povezanih s klimatskim promjenama.¹¹ Međutim, ulaganja u prilagodbu da bi se ograničila izloženost fizičkim rizicima povezanim s klimatskim promjenama preusmjerit će resurse od proizvodnijih mogućnosti ulaganja.¹² ESB će istražiti gospodarske i financijske posljedice mjera prilagodbe klimatskim promjenama i s njima povezane potrebe financiranja potrebne da bi gospodarstvo bilo otpornije na klimu koja se mijenja.

U trećem području istražuju se rizici povezani s prirodom. Sve je više dokaza da klimatske promjene imaju nepovoljne posljedice za prirodu, dok degradacija prirode u obliku intenzivne uporabe zemljišta, zagađenja i prekomjernog iskorištavanja resursa pojačava klimatsku krizu. Degradacija prirode vodi do manjeg kapaciteta za apsorpciju i skladištenje ugljika i snižuje otpornost tla na utjecaje ekstremnih vremenskih događaja i klime koja se mijenja. Više od 80 % staništa u Europi već je u lošem stanju.¹³ Gubitak prirodnih resursa stvara ozbiljan rizik za ljude jer ugrožava vitalne funkcije kao što je opskrba hranom i lijekovima.

Degradacija prirode utječe na gospodarstvo i vodi financijskim rizicima. Prema anketi o pristupu financiranju poduzeća (SAFE) 48 % poduzeća u europodručju vrlo je zabrinuto zbog posljedica degradacije okoliša za njihovo poslovanje.¹⁴ To je u skladu s najnovijim rezultatom istraživanja prema kojem je 72 % nefinancijskih društava u europodručju snažno ovisno o barem jednoj usluzi ekosustava, kao što su zdrava tla, čista voda i zaštita od poplava. Budući da ta poduzeća čine 75 % izloženosti kredita poduzećima banaka u europodručju, rizici povezani s prirodom stvaraju jasan rizik za banke (Grafikon B). ESB će proučavati posljedice gubitka prirodnih resursa i bioraznolikosti u gospodarstvu, njihovo uzajamno djelovanje s klimatskim promjenama i načine na koje mogu utjecati na makroekonomske varijable relevantne za ESB-ov mandat.

¹⁰ Vidi, npr., „Climate change and climate policy: analytical requirements and options from a central bank perspective”, *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, siječanj 2022., str. 33.

¹¹ Vidi EIOPA-ESB, „Policy options to reduce the climate insurance protection gap”, *Discussion Paper*, travanj 2023.

¹² Vidi „The price of inaction: what a hotter climate means for monetary policy”, *ESB-ov blog*, ESB, 18. prosinca 2023.

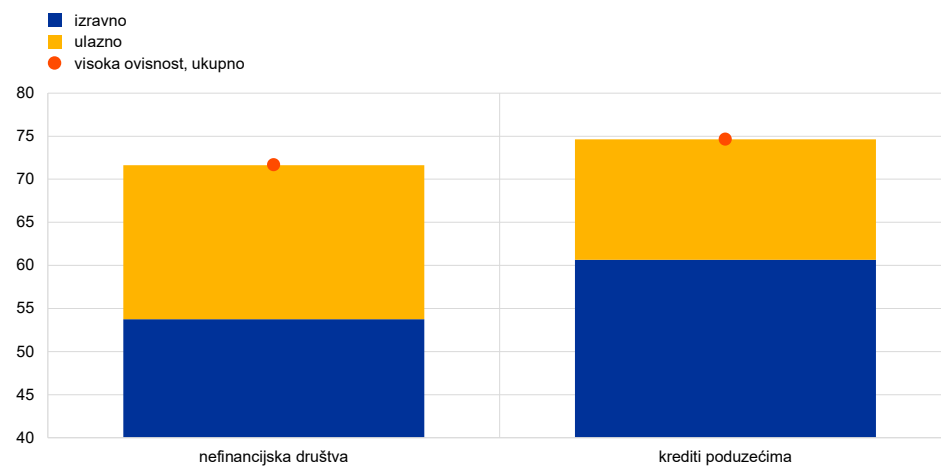
¹³ Vidi Europska agencija za okoliš, „Conservation status of habitats under the EU Habitats Directive”, 18. studenoga 2011.

¹⁴ Vidi okvir pod naslovom „Klimatske promjene te zelena ulaganja i financiranje poduzeća u europodručju – rezultati ankete SAFE”, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB, 2023.

Grafikon B

Ovisnosti nefinancijskih društava europodručja i kreditnih portfelja o uslugama ekosustava

(postotci)



Izvori: ENCORE, EXIOBASE, AnaCredit i izračun ESB-a

Napomene: Udio nefinancijskih društava europodručja koja imaju visoku ukupnu ovisnost s ocjenom većom od 0,7 o najmanje jednoj usluzi ekosustava i udio portfelja kredita poduzećima banaka europodručja u tim uslugama ekosustava. Kredit se označuje visoko ovisnima kad nefinancijsko društvo dužnik ima dovoljno visoku ocjenu ovisnosti. U Grafikonu B prikazani su prosjeci ocjena ovisnosti nefinancijskih društava europodručja i portfelji kredita poduzećima banaka europodručja. Pokazuju se i izravne ovisnosti nefinancijskih društava o uslugama ekosustava i njihove ulazne ovisnosti, odnosno ovisnosti o njihovim dobavljačima. Posljednji dostupni podaci odnose se na prosinac 2021. Vidi Boldrini, S., Ceglar, A., Lelli, C., Parisi, L. i Heemskerck, I., „Living in a world of disappearing nature: Physical risk and the implications for financial stability”, *Occasional Paper Series*, br. 333, ESB, 2023.

© **Europska središnja banka, 2024.**

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.

Objašnjenje terminologije i pokrata možete pronaći u [Pojmovniku ESB-a](#) (samo na engleskom jeziku).

Krajnji datum za statističke podatke uključene u ovo izvješće bio je 6. ožujka 2023.

PDF ISSN 2363-3603, QB-BP-24-002-HR-N