



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

# Ekonomski bilten

Broj 8/2023.



# Sadržaj

<b>Gospodarska, financijska i monetarna kretanja</b>	<b>2</b>
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	43
<b>Okviri</b>	<b>47</b>
1. Uvjeti na američkom tržištu državnih vrijednosnih papira i reakcije globalnog tržišta na američku monetarnu politiku	47
2. Geopolitički rizici i cijene nafte	53
3. Potencijalna proizvodnja u razdobljima privremenih šokova ponude	58
4. Monetarna politika i nedavno usporavanje aktivnosti u prerađivačkoj industriji i uslužnom sektoru	64
5. Osnovne informacije o mjerenju dohotka kućanstava	70
6. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 2. kolovoza do 31. listopada 2023.	78
7. Neto kamatni prihod kućanstava i poduzeća	85
8. Monetarna dinamika tijekom ciklusa pooštavanja	90

# Gospodarska, financijska i monetarna kretanja

## Pregled

Na sastanku održanom 14. prosinca 2023. Upravno vijeće odlučilo je da će tri ključne kamatne stope ESB-a ostati nepromijenjene. Premda se inflacija u proteklim mjesecima smanjila, vjerojatno će privremeno ponovno porasti u kratkoročnom razdoblju.<sup>1</sup> U makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2023. predviđa se da će se inflacija tijekom 2024. postupno smanjivati i da će se cilju Upravnog vijeća od 2 % približiti u 2025. Općenito, stručnjaci Eurosustava predviđaju prosječnu stopu ukupne inflacije od 5,4 % u 2023., 2,7 % u 2024., 2,1 % u 2025. i 1,9 % u 2026. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2023. revidirane su i smanjene stopa za 2023. i, još više, stopa za 2024.

Iako se temeljna inflacija nastavila smanjivati, domaći cjenovni pritisci i dalje su povećani, u prvom redu zbog snažnog rasta jediničnih troškova rada. Stručnjaci Eurosustava predviđaju prosječnu stopu inflacije bez energije i hrane od 5,0 % u 2023., 2,7 % u 2024., 2,3 % u 2025. i 2,1 % u 2026.

Nastavlja se i snažan prijenos prethodnih povećanja kamatnih stopa na gospodarstvo. Pooštreni uvjeti financiranja nepovoljno utječu na potražnju, što pridonosi smanjenju inflacije. Stručnjaci Eurosustava očekuju da će gospodarski rast u kratkoročnom razdoblju ostati slab. Očekuje se da će se gospodarstvo potom oporaviti zbog rasta realnih dohodaka u uvjetima pada inflacije i rasta plaća te zbog sve veće inozemne potražnje. Stručnjaci Eurosustava stoga predviđaju da će se gospodarski rast povećati s prosječnih 0,6 % u 2023. na 0,8 % u 2024. i 1,5 % u 2025. i u 2026.

Upravno vijeće odlučno se zalaže za što skoriji 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 koje će, budu li se dovoljno dugo održale, 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 i trajanja pooštavanja 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.

---

<sup>1</sup> Krajnji datum za podatke uključene u ovaj broj Ekonomskog biltena bio je 13. prosinca 2023.

Ključne kamatne stope ESB-a glavni su alat za stajalište monetarne politike. Na sastanku održanom 14. prosinca 2023. Upravno vijeće odlučilo se za sljedeći korak u normalizaciji bilance Eurosustava. U prvoj polovini 2024. 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.

## Gospodarska aktivnost

Zabilježena je blaga kontrakcija gospodarstva europodručja u trećem tromjesečju 2023., u prvom redu zbog smanjenja zaliha. Pooštreni uvjeti financiranja i slaba inozemna potražnja vjerojatno će u kratkoročnom razdoblju i dalje nepovoljno utjecati na gospodarsku aktivnost. Izgledi su posebno slabi za građevinarstvo i prerađivačku industriju, sektore koji su najviše pogođeni visokim kamatnim stopama. Aktivnost bi se u sljedećim mjesecima trebala smiriti i u uslužnom sektoru zbog prelijevanja slabosti industrijske aktivnosti, slabljenja utjecaja ponovnog otvaranja gospodarstva i širenja utjecaja pooštrenja uvjeta financiranja.

Tržište rada i dalje podupire gospodarstvo. Stopa nezaposlenosti iznosila je 6,5 % u listopadu. Zaposlenost je rasla po stopi od 0,2 % u trećem tromjesečju. No slabost gospodarstva istodobno nepovoljno utječe na potražnju za radnicima, pa su poduzeća u proteklm mjesecima oglasila manje slobodnih radnih mjesta. Osim toga, premda više ljudi radi, ukupan broj odrađenih sati blago se smanjio za 0,1 % u trećem tromjesečju.

U projekcijama iz prosinca 2023. dostupni kratkoročni pokazatelji upućuju na to da će gospodarska aktivnost ostati slaba u četvrtom tromjesečju 2023. Međutim, očekuje se da će gospodarski rast jačati od početka 2024. usporedno s rastom realnog raspoloživog dohotka, kojemu će pridonijeti smanjenje inflacije, snažan rast plaća i otporna zaposlenost, te rastom izvoza koji će dosegnuti povećanu inozemnu potražnju. Utjecaj pooštavanja monetarne politike ESB-a i nepovoljnih uvjeta ponude kredita i dalje se prenosi na realno gospodarstvo, što utječe na izgled za rast u kratkoročnom razdoblju. Očekuje se da će ti nepovoljni utjecaji poslije oslabjeti i pridonijeti rastu u ostatku projekcijskog razdoblja. Općenito, godišnji prosječni rast realnog BDP-a trebao bi se usporiti s 3,4 %, koliko je iznosio u 2022., na 0,6 % u 2023. te se zatim povećati na 0,8 % u 2024. i ustaliti na 1,5 % u 2025. i u 2026. U odnosu na projekcije iz rujna 2023. izgledi za rast BDP-a revidirani su blago naniže za 2023. i 2024. na osnovi nedavno objavljenih podataka i slabih anketnih podataka i nisu promijenjeni za 2025.

Usporedno sa smanjivanjem energetske krize, ključno je da vlade i dalje ukidaju povezane mjere potpore kako ne bi pridonijele povećanju srednjoročnih inflacijskih pritisaka, što bi dovelo do potrebe za daljnjim pooštavanjem monetarne politike. Fiskalne politike trebale bi biti oblikovane tako da pridonose povećanju produktivnosti gospodarstva europodručja i postupnom smanjivanju velikoga javnog

duga. Strukturne reforme i ulaganja kojima se jačaju kapaciteti ponude europodručja, i kojima bi pridonijela puna provedba programa Next Generation EU, mogu pridonijeti smanjenju cjenovnih pritisaka u srednjoročnom razdoblju i istodobno poduprijeti zelenu i digitalnu tranziciju. Stoga je važno brzo postići dogovor o reformi okvira gospodarskog upravljanja EU-a. Osim toga, prijeko je potrebno ubrzati uspostavu unije tržišta kapitala i dovršetak bankovne unije.

## Inflacija

Inflacija se u listopadu i studenome 2023. smanjivala, pri čemu je u studenome prema brznoj procjeni Eurostata godišnja stopa inflacije iznosila 2,4 %. Smanjenje inflacije zabilježeno je u svim skupinama dobara i usluga. Nastavilo se smanjivanje inflacije cijena energije, a smanjila se i inflacija cijena hrane, premda je, općenito gledano, i dalje ostala relativno visoka. Inflacija će u prosincu 2023. vjerojatno porasti zbog pozitivnoga baznog učinka troškova energije. Stručnjaci Eurostava očekuju da će se inflacija u 2024. sporije smanjivati zbog pozitivnih baznih učinaka i postupnog ukidanja fiskalnih mjera za smanjenje posljedica šoka cijena energije.

U listopadu i studenome 2023. inflacija bez energije i hrane smanjila se za gotovo cijeli postotni bod, pri čemu je u studenome iznosila 3,6 %. To je smanjenje posljedica poboljšanja uvjeta na strani ponude, slabljenja utjecaja prošlog šoka cijena energije te utjecaja pooštrene monetarne politike na potražnju i moć poduzeća da određuju cijene. Stopa inflacije u skupini dobara pala je na 2,9 %, a stopa inflacije u skupini usluga na 4,0 %.

Sve mjere temeljne inflacije smanjile su se u listopadu, ali domaći su cjenovni pritisci bili i dalje povećani, u prvom redu zbog spoja snažnog rasta plaća i slabljenja produktivnosti. Mjere dugoročnijih inflacijskih očekivanja uglavnom su na razini od oko 2 %, pri čemu je dio tržišnih pokazatelja naknada za inflaciju pao s povišenih razina.

U projekcijama iz prosinca 2023. očekuje se da će se temeljni dezinflacijski proces nastaviti neovisno o očekivanom kratkoročnom porastu inflacije. Unatoč određenom hlađenju, predviđa se da će na tržištu rada i dalje nedostajati radne snage, zbog čega bi, zajedno s učincima naknada za prethodno visoku inflaciju, rast nominalnih plaća trebao ostati na visokim razinama. Međutim, očekuje se slabljenje rasta plaća tijekom projekcijskog razdoblja kako pozitivni učinci naknade za inflaciju budu postupno slabjeli. Dobit se znatno povećala u 2022., ali bi se trebala smanjivati tijekom projekcijskog razdoblja i biti zaštitni sloj za prijenos troškova rada. Općenito, procjenjuje se da će srednjoročna inflacijska očekivanja ostati usidrena na inflacijskom cilju ESB-a od 2 %, a ukupna inflacija mjerena HIPC-om trebala bi se smanjiti s 5,4 % u 2023. na prosječnih 2,7 % u 2024., 2,1 % u 2025. i 1,9 % u 2026. U odnosu na projekcije iz rujna 2023. inflacija mjerena HIPC-om revidirana je niže za 2023. i 2024., uglavnom zbog nedavnih ostvarenja koja su bila slabija od očekivanih i nižih pretpostavki o cijenama energetskih sirovina, a za 2025. 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 smanjenje globalne trgovine. Neopravdani rat koji Rusija vodi protiv Ukrajine i tragični sukob na Bliskom istoku ključni su izvori geopolitičkog rizika. Povjerenje poduzeća i kućanstava stoga bi moglo oslabjeti. Rast bi mogao biti veći dovede li rast realnih dohodaka do potrošnje koja bi bila veća od očekivane i bude li rast svjetskoga gospodarstva snažniji nego što se očekuje.

Među pozitivnim su rizicima za inflaciju povećana geopolitička napetost, zbog koje bi mogle porasti cijene energije u kratkoročnom razdoblju, i ekstremni vremenski uvjeti, zbog kojih bi mogle porasti cijene hrane. Inflacija bi mogla nadmašiti očekivanja i u slučaju da inflacijska očekivanja dosegnu razine koje su više od cilja Upravnog vijeća ili u slučaju da rast plaća ili profitnih marža bude veći od očekivanoga. Nasuprot tomu, inflacija bi mogla biti iznenađujuće niska u slučaju da nepovoljan utjecaj monetarne politike na potražnju bude veći od očekivanoga ili se gospodarsko okružje u ostatku svijeta neočekivano pogorša, među ostalim zbog nedavnog povećanja geopolitičkih rizika.

## Financijski i monetarni uvjeti

Tržišne kamatne stope znatno su se smanjile od sastanka Upravnog vijeća o monetarnoj politici održanog 26. listopada 2023. i niže su od stopa u projekcijama stručnjaka Eurosustava. Restriktivna monetarna politika Upravnog vijeća i dalje se snažno prenosi na šire uvjete financiranja. U listopadu su ponovno porasle kamatne stope na kredite: kamatne stope na kredite poduzećima dosegnule su 5,3 %, a kamatne stope na hipotekarne kredite 3,9 %.

Više stope na kredite, slaba potražnja za kreditima i pooštreni uvjeti ponude kredita dodatno su oslabili kreditnu aktivnost. Krediti poduzećima smanjili su se po godišnjoj stopi od 0,3 % u listopadu, a kreditiranje kućanstava i dalje je bilo slabo te raslo po godišnjoj stopi od 0,6 %. U uvjetima slabijega kreditiranja i smanjenja bilance Eurosustava nastavio se smanjivati najširi monetarni agregat, M3. U listopadu se smanjio po godišnjoj stopi od 1,0 %.

U skladu sa svojom strategijom monetarne politike Upravno vijeće temeljito je procijenilo povezanost monetarne politike i financijske stabilnosti. Banke europodručja pokazale su se otpornima, imaju visoke stope kapitala i u protekloj su godini znatno povećale profitabilnost. No izgledi za financijsku stabilnost i dalje su nesigurni u trenutačnom okružju pooštavanja uvjeta financiranja, slabog rasta i geopolitičke napetosti. Do pogoršanja stanja moglo bi doći povećaju li se troškovi financiranja za banke više nego što se to očekuje i bude li otplata kredita otežana većem broju dužnika. No ukupni utjecaj takvog scenarija na gospodarstvo trebao bi biti ograničen ako odgovor financijskih tržišta bude primjeren. Makrobonitetna

politika i dalje je prva linija obrane u sprječavanju financijskih ranjivosti i mjere koje se provode pridonose očuvanju otpornosti financijskog sustava.

## 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.

Upravno vijeće namjerava u prvoj polovini 2024. i dalje u potpunosti reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu PEPP-a. 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 14. prosinca 2023. Upravno vijeće odlučilo je da će tri ključne kamatne stope ESB-a ostati nepromijenjene. Upravno vijeće odlučno se zalaže za što skoriji povratak inflacije na njegov srednjoročni cilj od 2 %. Na temelju svoje sadašnje procjene Upravno vijeće smatra da su ključne kamatne stope na razinama koje će, budu li se dovoljno dugo održale, dati znatan doprinos što skorijem povratku inflacije na ciljnu razinu. Upravno vijeće budućim će odlukama određivati razine ključnih kamatnih stopa ESB-a koje će biti dovoljno restriktivne onoliko dugo koliko to bude potrebno da bi se postigao taj cilj. Pri određivanju odgovarajuće razine i trajanja pooštavanja Upravno vijeće nastavit će primjenjivati pristup koji se zasniva na podatcima.

Upravno vijeće namjerava smanjiti portfelj PEPP-a tijekom druge polovine 2024. te na kraju 2024. obustaviti reinvestiranje u sklopu PEPP-a.

U svakom slučaju Upravno vijeće spremno je prilagoditi sve svoje instrumente u sklopu svojih ovlasti kako bi se inflacija vratila na srednjoročnu ciljnu razinu i kako bi se očuvala neometana transmisija monetarne politike.

## 1. Vanjsko okružje

*Procjenjuje se da je u 2023. globalno gospodarstvo raslo umjerenom, ali kontinuiranom dinamikom, poduprto snažnom osobnom potrošnjom i otpornim tržištima rada. Za 2024. predviđa se blago smanjenje globalnog rasta, što uglavnom odražava utjecaj pooštrevanja monetarne politike u razvijenim gospodarstvima. Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2023. očekuje se da će izgledi za globalni rast ostati uglavnom nepromijenjeni u odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz rujna 2023., pri čemu se tijekom projekcijskog razdoblja i nadalje očekuje dinamika rasta globalnoga gospodarstva niža od povijesnog prosjeka. Nakon slabih ostvarenja u 2023., očekuje se da će se rast globalne trgovine ponovno ubrzati tijekom preostalog dijela projekcijskog razdoblja i povećati se uglavnom u skladu s globalnom aktivnosti. Rast globalnog uvoza i inozemna potražnja europodručja revidirani su naviše za 2023. u odnosu na rujanske projekcije, ponajviše zbog ostvarenja u drugom i trećem tromjesečju koja su premašila očekivanja. Međutim, rast inozemne potražnje tijekom preostalog dijela projekcijskog razdoblja revidiran je naniže u odnosu na rujanske projekcije. Procjenjuje se da su se izvozne cijene konkurenata europodručja (u nacionalnim valutama) u drugom tromjesečju 2023. snažno smanjile zato što su cijene sirovina nastavile padati i zato što su popustili domaći i inozemni pritisci proizvođačkih troškova. Očekuje se da će se tijekom projekcijskog razdoblja postupno oporaviti i približiti dugoročnoj prosječnoj stopi rasta.*

**Globalni je gospodarski rast u 2023. bio umjeren, ali kontinuiran u uvjetima snažne osobne potrošnje i otpornih tržišta rada.** Globalnu gospodarsku aktivnost podupirale su zemlje s tržištima u nastajanju, uključujući Kinu, dok su se među razvijenim gospodarstvima isticale Sjedinjene Američke Države.<sup>2</sup> Dobra domaća potražnja i snažno tržište rada u Sjedinjenim Američkim Državama rezultirali su čvrstim rastom unatoč značajnom pooštrevanju monetarne politike. U Kini su ukidanje mjera za sprječavanje širenja bolesti uzrokovane koronavirusom (COVID-19) početkom godine i općenitiji oporavak osobne potrošnje neutralizirali slabosti prisutne u sektoru stambenih nekretnina. Najnoviji podatci upućuju na mješovite signale u velikim gospodarstvima. Rast realnog BDP-a u trećem je tromjesečju jačao i u Kini i Sjedinjenim Američkim Državama, u Ujedinjenoj Kraljevini stagnirao je, a u Japanu se usporio zbog visoke inflacije koja je u obje potonje države nepovoljno utjecala na gospodarsku aktivnost i potrošnju. Očekuje se blago usporavanje globalnoga realnog BDP-a u četvrtom tromjesečju zbog slabljenja prijašnjih povoljnih činitelja, što je u skladu s najnovijim globalnim kompozitnim indeksom PMI za proizvodnju. Nakon što se šest mjeseci zaredom usporavao, kompozitni indeks PMI uglavnom se stabilizirao u studenome, pri čemu je ostao povišen. Podatci o indeksu PMI promatrani po sektorima upućuju na to da je aktivnost u prerađivačkoj industriji još uvijek prigušena, pri čemu se vrijednosti indeksa kreću oko neutralnoga praga. Istodobno se čini da slabi zamah rasta do kojeg je u uslužnom sektoru došlo poslije pandemije bolesti COVID-19, pri čemu se

<sup>2</sup> 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.

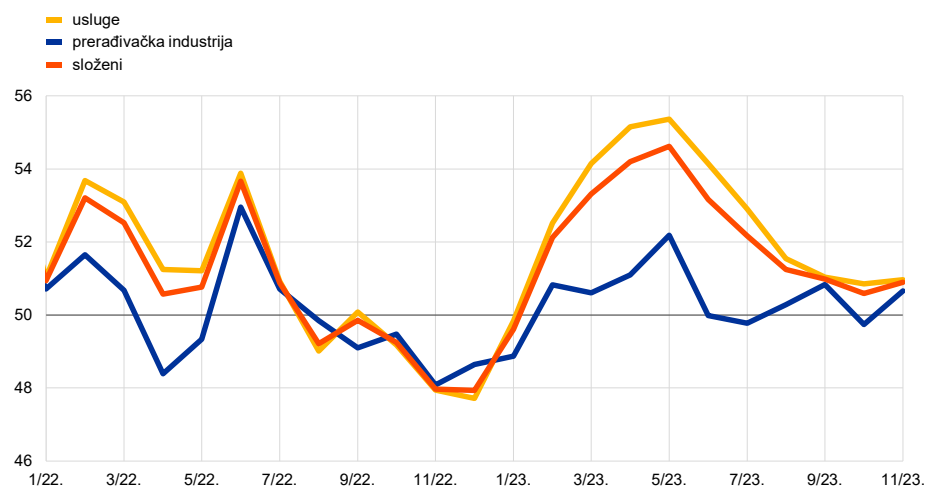


povezani PMI kontinuirano smanjivao u drugoj polovini godine i u studenome naposljetku stabilizirao malo iznad neutralnoga praga (Grafikon 1.).

### Grafikon 1.

Globalna proizvodnja mjerena indeksom PMI (bez europa područja)

(indeksi rasprostranjenosti)



Izvori: S&P Global Market Intelligence i izračun stručnjaka ESB-a  
Napomena: Posljednji podatci odnose se na studeni 2023.

**Očekuje se da će tijekom projekcijskog razdoblja globalno gospodarstvo rasti dinamikom sporijom od povijesnog prosjeka.** Predviđa se blago usporavanje globalnog rasta u 2024. (3,1 % u odnosu na 3,3 % u 2023.), što uglavnom odražava odgođeni učinak pooštavanja monetarne politike u razvijenim zemljama. Istodobno su iznova procijenjeni izgledi za rast u razvijenim gospodarstvima. U SAD-u rast realnog BDP-a revidiran je naviše, pri čemu otpornost gospodarstva u posljednje vrijeme upućuje na „mekše prizemljenje” i nesmetani dezinflacijski proces. Premda se očekuje da će gospodarstvo Ujedinjene Kraljevine izbjeći recesiju, njegov je rast u 2024. i 2025. revidiran naniže zbog slabijih podataka i utjecaja pooštavanja monetarne politike u uvjetima visoke inflacije. Izgledi za rast uglavnom nisu revidirani za azijske zemlje s tržištima u nastajanju i za Kinu. Očekuje se da će se gospodarski rast u Kini postupno smanjivati tijekom projekcijskog razdoblja zbog strukturnih činitelja kao što je starenje stanovništva. Predviđa se nastavak rasta globalnoga gospodarstva po stopi od 3,2 % i u 2025. i u 2026., što je i nadalje ispod povijesnog prosjeka od 3,6 % zabilježenog u razdoblju između 2012. i 2019. U odnosu na projekcije iz rujna 2023. rast globalnoga realnog BDP-a revidiran je naviše za 0,1 postotni bod i za 2023. i za 2024.

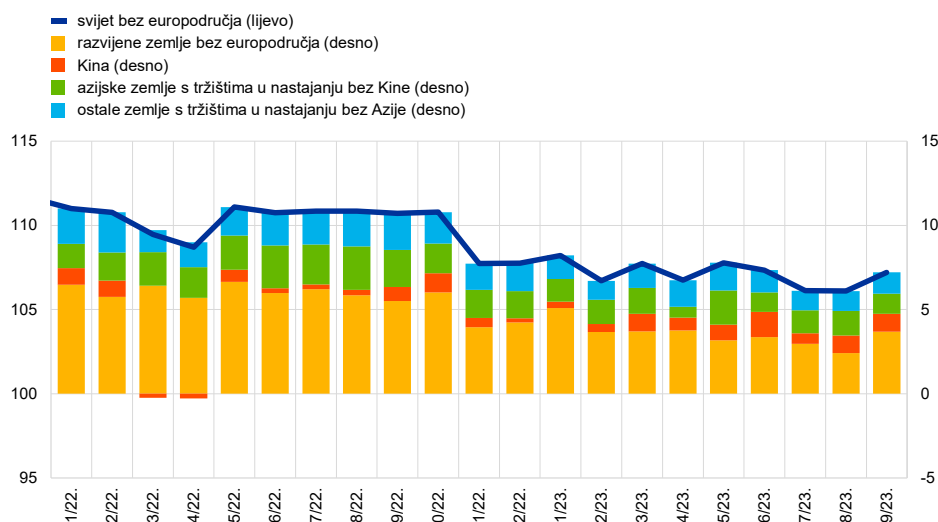
**Uz normalizaciju obrazaca potrošnje nakon pandemije očekuje se da će rast svjetske trgovine ostati slab u 2023., nakon čega će se oporaviti.** Godišnji rast trgovine u 2023. procjenjuje se na 1,1 % zbog negativnog učinka prijenosa, no već je u drugom tromjesečju 2023. pokazao znakove poboljšanja. Slabi trgovinski rezultati na godišnjoj razini mogu se objasniti sastavom globalnog rasta koji je manje usmjeren na trgovinu zbog potrošnje koja čini veći dio domaće potražnje i većeg doprinosa zemalja s tržištima u nastajanju, koje imaju slabiju elastičnost trgovine. Rast trgovine ove godine ograničava i oporavak u potrošnji usluga zbog potpunog

ukidanja ograničenja povezanih s pandemijom bolesti COVID-19. Očekuje se da će se globalna trgovina tijekom projekcijskog razdoblja postupno oporaviti i da će njezin rast postati usklađeniji s globalnom aktivnošću u okolnostima obnavljanja zaliha poduzeća i ponovne usmjerenosti obrazaca osobne potrošnje prema dobrima. Takva su očekivanja u skladu s najnovijim podacima o globalnoj robnoj razmjeni, koja je u rujnu ponovno zabilježila pozitivan rast nakon pretežite stagnacije u protekla dva mjeseca (Grafikon 2.). Očekuje se da će globalna trgovina rasti po stopi od 3,0 % u 2024. i 2025. te 3,2 % u 2026., pri čemu je rast u odnosu na rujanske projekcije revidiran naniže (za –0,2 postotna boda u 2024. i –0,3 postotna boda u 2025.) pod utjecajem nove procjene brzine kojom će se elastičnost globalne trgovine vratiti na svoju očekivanu dugoročnu vrijednost. Očekivani rast inozemne potražnje europskog područja iznosi 2,6 % u 2024., 2,9 % u 2025. i 3,1 % u 2026. i također je revidiran naniže u odnosu na prethodni krug projekcija i u 2024. i u 2025. (za –0,4 postotna boda u 2024. i –0,1 postotni bod u 2025.).

## Grafikon 2.

### Rast globalnoga robnog uvoza (bez europskog područja)

(doprinosi indeksa, prosinac 2019. = 100)



Izvori: CPB i izračun stručnjaka ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na rujnu 2023.

### Globalna ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena (IPC) i nadalje je u padu, što podupiru niske cijene energije i hrane unatoč još uvijek visokoj temeljnoj inflaciji.

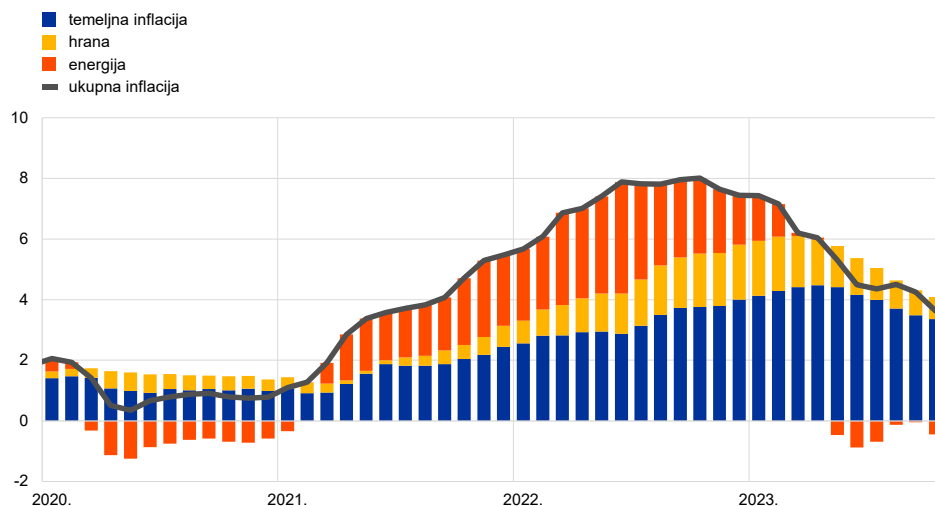
Ukupna inflacija mjerena IPC-om u zemljama članicama Organizacije za gospodarsku suradnju i razvoj (OECD) smanjila se na 5,6 % u listopadu (sa 6,2 % u rujnu) i odražavala pad doprinosa sastavnica energije i, manje izraženo, hrane. Temeljna inflacija (bez hrane i energije) smanjila se u manjoj mjeri na 6,5 % (sa 6,6 % u rujnu). Godišnja inflacija i nadalje je vrlo visoka u Turskoj, iako se u listopadu donekle usporila na 72 % (sa 75 % u rujnu). Ako se isključi Turska, ukupna inflacija smanjila se na 3,6 % s 4,2 % u rujnu, a temeljna inflacija s 4,4 % na 4,2 % (Grafikon 3.). Procjenjuje se da su izvozne cijene konkurenata europskog područja u drugom tromjesečju 2023. pale na razine niže od njihovih dugoročnih prosječnih stopa rasta zato što su cijene sirovina nastavile padati i zato što su se smanjili

domaći i inozemni pritisci proizvođačkih troškova. Očekuje se njihov oporavak na prijelazu u 2024. godinu kad će oslabjeti nepovoljan utjecaj pada cijena sirovina.

### Grafikon 3.

#### Inflacija potrošačkih cijena na području OECD-a

(godišnje promjene u postocima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: OECD i izračun ESB-a

Napomene: Vrijednost na agregatnoj razini za područje OECD-a ne obuhvaća Tursku, a računa se primjenom godišnjih pondera indeksa potrošačkih cijena na području OECD-a. Temeljna inflacija odnosi se na inflaciju za sve stavke osim hrane i energije. Posljednji podatci odnose se na listopad 2023.

#### Cijene sirove nafte smanjile su se od projekcija iz rujna 2023. u uvjetima slabije globalne potražnje.

Prema Međunarodnoj agenciji za energiju potražnja za naftom u Europi oslabjela je tijekom trećeg tromjesečja za oko 0,8 milijuna barela dnevno, dok je potražnja za naftom u SAD-u također počela opadati u posljednje vrijeme. Slabija potražnja u razvijenim zemljama neutralizirala je pritiske na povećanje cijena uzrokovane kontinuirano snažnom potražnjom za naftom u Kini, odlukom skupine zemalja OPEC+ o produljenju postojećih dobrovoljnih smanjenja proizvodnje do prvog tromjesečja 2024. i njihovu povećanju za dodatnih 0,9 % globalne opskrbe i rizicima opskrbe koji proizlaze iz sukoba na Bliskom istoku. Europske cijene plina također su se smanjile jer potražnja je ostala ispod razina povijesnih prosjeka na početku sezone grijanja. Osim toga, na financijskim su tržištima otklonjeni i već uzeti u obzir nedavni rizici opskrbe proizašli iz zatvaranja plinskog polja u Izraelu, prekida u opskrbi plinovodom između Finske i Estonije i mogućeg nastavka štrajka na terminalima za ukapljeni prirodni plin u Australiji. Međutim, ne može se u potpunosti isključiti daljnja kolebljivost na tržištu plina jer cijene su još uvijek osjetljive na šokove na strani ponude slične onima zabilježenima tijekom 2023.

#### Globalni uvjeti financiranja fluktuirali su u odnosu na projekcije iz rujna 2023., no naposljetku su se u razvijenim zemljama malo ublažili.

Na početku promatranog razdoblja (od 14. rujna do 13. prosinca 2023.) znatno su pooštreni u razvijenim zemljama nakon povećanja prinosa na dugoročne državne obveznice uzrokovanih većom naknadom za rizik zbog povećane nesigurnosti glede budućih kratkoročnih kamatnih stopa. Međutim, spomenuto se pooštavanje neutraliziralo

inflacijom nešto nižom od očekivane u nekoliko jurisdikcija, a neke su središnje banke također ublažile svoju komunikaciju glede potrebe za dodatnim povećanjima kamatnih stopa. U Sjedinjenim Američkim Državama tržišna očekivanja dodatnog ublažavanja inflacije u okolnostima otpornog, ali sve sporijeg rasta utjecala su na smanjenje očekivanja povezanih s monetarnom politikom i pritom podupirala raspoloženje prema riziku. Općenito, kretanja cijena rizičnijih vrijednosnih papira pratila su fluktuacije kamatnih stopa i dosegla blago povišene razine na kraju razdoblja.

**Gospodarski rast u SAD-u u 2023. bio je otporniji nego što se ranije očekivalo, no u kratkoročnom se razdoblju očekuje njegovo usporavanje zato što pooštrena monetarna politika ograničava potrošnju i uvjeti se na tržištu rada ublažavaju.** U trećem tromjesečju 2023. realni je BDP porastao za 1,3 % na tromjesečnoj osnovi (5,2 % na godišnjoj osnovi) zahvaljujući izdašnoj osobnoj potrošnji, oporavku ulaganja u zalihe privatnih poduzeća i snažnoj državnoj potrošnji. Mjesečni pokazatelji kao što su potrošnja po kreditnim karticama i maloprodaja upućuju na usporavanje osobne potrošnje u četvrtom tromjesečju. Osim toga, nastavak otplate studentskih kredita u listopadu i oštro smanjenje viškova štednje stvorit će dodatan pritisak na bilance kućanstava. Oporavak gospodarskog rasta očekuje se od druge polovine 2024. U listopadu je godišnja ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena pala na 3,2 % (smanjenje od 0,5 postotnih bodova u odnosu na rujan) uglavnom zahvaljujući nižim cijenama energije, dok se godišnja temeljna inflacija blago smanjila na 4,0 % (smanjenje od 0,1 postotnog boda u odnosu na rujan). Unatoč smanjenju od početka godine, inflacija cijena usluga (bez usluga stanovanja) na razini nešto nižoj od 4 % još uvijek je bila visoka u listopadu, dok je temeljna inflacija cijena proizvoda i usluga u padu.

**Najnoviji pokazatelji upućuju na stabiliziranje gospodarske aktivnosti u Kini unatoč slabostima u sektoru nekretnina.** U trećem tromjesečju 2023. rast realnog BDP-a ubrzao se na 1,3 % tromjesečno tržišna očekivanja. Rast je prije svega potaknula snažnija osobna potrošnja, dok se kontrakcija u ulaganju u nekretnine nastavila produbljivati, doduše sporijom dinamikom nego u prethodnim mjesecima. Mjesečni pokazatelji industrijske proizvodnje i maloprodaje snažnije su se oporavili u listopadu. Potrošnja kućanstava pozitivno je iznenadila u listopadu, pri čemu je posebno bila izražena u segmentima kupnje automobila i putovanja tijekom kineskih praznika poznatih pod nazivom „Zlatni tjedan”. Istodobno je u proizvodnji i potrošnji dobara i usluga blisko povezanih s tržištem nekretnina rast ostao prigušen, što upućuje na to da se gospodarski oporavak Kine još uvijek odvija u dvije brzine. Godišnja stopa ukupne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena u listopadu se vratila u negativan teritorij. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena pala je za 0,2 % na godišnjoj razini nakon stagnacije u rujnu. Pad je ponajprije uzrokovan oštrijim smanjenjem cijena hrane, pri čemu je najveći pad od 30,1 % na godišnjoj osnovi zabilježen kod cijena svinjetine, a očekuje se i njihovo daljnje smanjivanje zbog prekomjerne ponude svinjetine na tržištu. Kretanja cijena hrane i slaba domaća i inozemna potražnja vjerojatno će nastaviti ograničavati inflacijske pritiske.

**U Japanu je gospodarski oporavak u trećem tromjesečju 2023. bio usporen, no očekuje se da će se rast u četvrtom tromjesečju iste godine vratiti u pozitivan teritorij.** Realni BDP u trećem tromjesečju 2023. smanjio se više od očekivanog, za 0,7 % na tromjesečnoj osnovi, uglavnom kao posljedica negativnog doprinosa zaliha i slabe domaće potražnje te donekle zbog utjecaja visoke inflacije na realni dohodak. Očekuje se ponovni pozitivan, no skroman rast realnog BDP-a u četvrtom tromjesečju s obzirom na znakove koji upućuju na oporavak razine realne potrošnje. Stope ukupne i temeljne inflacije ubrzale su se u listopadu u uvjetima čvrstoga temeljnog zamaha cijena. Godišnja temeljna inflacija porasla je s 3,0 % na 3,3 %, uglavnom zbog sporijih godišnjih smanjenja cijena energije, unatoč određenom ublažavanju i nadalje visoke inflacije cijena hrane. Godišnja temeljna inflacija (bez hrane i energije) u listopadu je iznosila 2,7 % (povećanje od 0,1 postotnog boda u odnosu na rujnu) te odražavala blago ubrzanje u temeljnoj inflaciji cijena proizvoda i čvrstu inflaciju cijena usluga.

**U Ujedinjenoj Kraljevini prethodno pooštavanje monetarne politike sve više nepovoljno djeluje na potrošnju kućanstava i privatna ulaganja.** Realni gospodarski rast stagnirao je u trećem tromjesečju 2023. zbog slabije domaće potražnje koja je neutralizirala posebno pozitivan doprinos izvoza usluga. Oslabljena domaća potražnja upućuje na to da prijašnje pooštavanje monetarne politike sve više utječe na gospodarstvo. Tok podataka i nadalje je mješovit s obzirom na to da je maloprodaja oslabjela, a kompozitni indeks PMI općenito bio prigušen (iako se podigao na razinu iznad neutralnog praga u studenome), dok se ostale mjere pouzdanja poduzeća već dulje vrijeme poboljšavaju, a realni dohodak kućanstava povećava. U uvjetima restriktivne fiskalne i monetarne politike gospodarska bi aktivnost u nadolazećim tromjesečjima trebala ostati skromna. Očekuje se da će se zahvaljujući kontinuiranom oporavku realnih plaća krajem godine ubrzati. Godišnja stopa ukupne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena snažno se smanjila sa 6,7 % u rujnu na 4,6 % u listopadu zbog negativnog doprinosa cijena energije. Temeljna inflacija pala je na 5,7 % sa 6,1 % u rujnu, odražavajući smanjenje u temeljnoj inflaciji cijena usluga i inflaciji cijena proizvoda. Unatoč tome, ubuduće se očekuje postupniji pad inflacije, ima li se na umu da bi inflacija cijena usluga trebala ostati povišena u okolnostima još uvijek snažnog rasta plaća.

## 2. Gospodarska aktivnost

*Gospodarstvo europodručja dodatno je oslabjelo u drugoj polovini 2023. zbog nepovoljnog utjecaja slabog povjerenja, ranijih gubitaka konkurentnosti, ponovo razbuktalih geopolitičkih napetosti i pooštrenih uvjeta financiranja na gospodarsku aktivnost. Nakon minimalnog rasta u prvoj polovini godine, realni BDP neznatno se smanjio u trećem tromjesečju, u prvom redu zbog smanjenja zaliha. Promatrano po sektorima industrijska proizvodnja smanjuje se od četvrtog tromjesečja 2022., unatoč određenom pozitivnom utjecaju rješavanja prijašnjih zaostataka u izvršavanju narudžaba na prerađivačku industriju, a aktivnost u uslužnom sektoru nastavila je pozitivno pridonositi rastu u trećem tromjesečju. Zaposlenost je nastavila rasti u trećem tromjesečju, iako se ukupan broj odrađenih sati neznatno smanjio u uvjetima ustrajnog zadržavanja radne snage. Najnoviji podatci za četvrto tromjesečje 2023. upućuju na to da će gospodarski rast vjerojatno ostati slab i da će se tržište rada usporiti. Očekuje se da će zamah rasta početi jačati početkom 2024. ako ne dođe do dodatnih šokova, unatoč i nadalje prisutnim negativnim učincima nepovoljnih uvjeta financiranja na gospodarsku aktivnost, koji bi trebali oslabjeti s vremenom. Osim toga, pad inflacije trebao bi potaknuti rast realnog dohotka, a rast izvoza trebao bi uhvatiti korak s poboljšanjem inozemne potražnje.*

*Takve izgledе uvelike odražavaju makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2023., prema kojima bi se godišnji rast realnog BDP-a trebao usporiti na 0,6 % u 2023., a potom se povećati na 0,8 % u 2024. i 1,5 % u 2025. i 2026. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2023. izgledi za rast BDP-a revidirani su blago naniže u 2023. i 2024., dok su za 2025. ostali nepromijenjeni.*

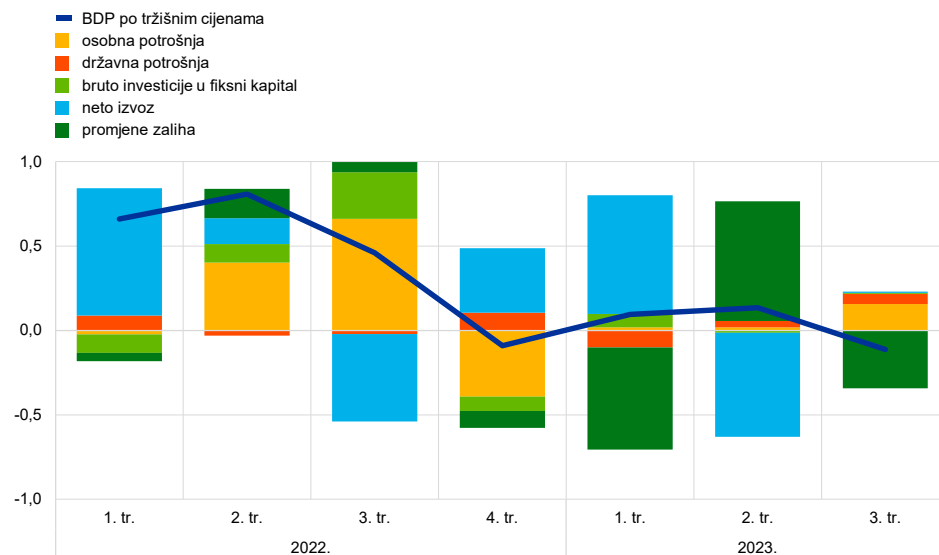
### **Gospodarstvo europodručja zabilježilo je blagi pad u trećem tromjesečju 2023.**

Realni BDP u trećem tromjesečju 2023. smanjio se za 0,1 % na tromjesečnoj osnovi zbog nepovoljnog utjecaja promjena u zalihama na rast, djelomično zbog smanjenja zaliha koje su se u drugom tromjesečju snažno povećale (Grafikon 4.). Osobna potrošnja umjereno je porasla u trećem tromjesečju nakon stagnacije u prethodna dva tromjesečja, pri čemu je i državna potrošnja dala pozitivan doprinos rastu BDP-a, iako u manjoj mjeri. Neznatno pozitivan doprinos ulaganja prikriva jasan kontrast između daljnje kontrakcije ulaganja u građevinarstvu i još uvijek pozitivnog rasta ulaganja izvan građevinarstva. Doprinosi izvoza i uvoza uglavnom su se međusobno neutralizirali. Raščlamba dodane vrijednosti upućuje na kontinuirano odstupanje među sektorima i u trećem tromjesečju, uz blagi rast aktivnosti u uslužnom sektoru i pad u svim drugim sektorima, a osobito u prerađivačkoj industriji.

#### 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 treće tromjesečje 2023.

#### Očekuje se da će gospodarska aktivnost ostati slaba u posljednjem

#### tromjesečju 2023.

Podatci o industrijskoj proizvodnji za listopad upućuju na kontinuirano smanjivanje proizvodnje u prerađivačkoj industriji u četvrtom tromjesečju. Novi anketni podatci, dostupni za razdoblje do studenoga, upućuju na sveobuhvatnije slabljenje gospodarske aktivnosti u četvrtom tromjesečju. To je posljedica daljnjeg slabljenja aktivnosti u prerađivačkoj industriji i snažnijeg usporavanja usluga, koje su prethodno iskazivale otpornost. Kompozitni indeks PMI za proizvodnju nastavio se smanjivati ispod praga rasta od 50 i ispod njegove prosječne vrijednosti u trećem tromjesečju, unatoč malom povećanju u studenome u odnosu na listopad, što možda upućuje na zaustavljanje negativnog trenda. Indeks PMI za proizvodnju u prerađivačkoj industriji nastavio se snažno smanjivati jer se čini da je prethodni doprinos poboljšanja uvjeta u opskrbnim lancima izbljedio, dok se zaostatci u radu smanjuju, uz daljnje smanjivanje novih narudžaba (Grafikon 5., panel a). Iako u manjoj mjeri, slabljenje gospodarske aktivnosti vidljivo je i u uslužnom sektoru u kojemu su pokazatelji mjereni indeksom PMI za poslovnu aktivnost i nove poslove od kolovoza i nadalje ispod praga rasta (Grafikon 5., panel b). Indeks ekonomskog raspoloženja Europske komisije u listopadu i studenome još se malo smanjio ispod svoje prosječne vrijednosti iz trećeg tromjesečja zbog slabijeg pouzdanja potrošača i poduzeća, premda postoje određene naznake zaustavljanja pada pouzdanja u studenome. Istodobno su poduzeća u uslužnom sektoru i osobito u prerađivačkoj industriji prijavila slabiju potražnju i pooštavanje uvjeta financiranja kao sve veće prepreke proizvodnji u četvrtom tromjesečju 2023.<sup>3</sup>

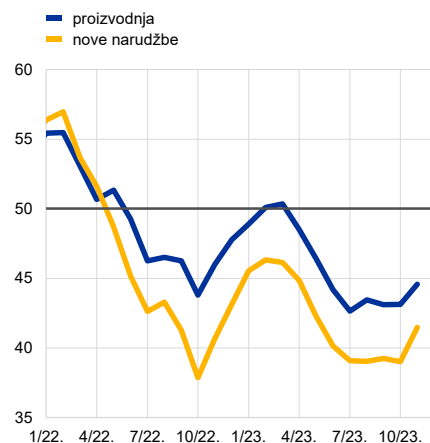
<sup>3</sup> Vidi i okvir pod naslovom „Monetarna politika i nedavno usporavanje aktivnosti u prerađivačkoj industriji i uslužnom sektoru” u ovom broju Ekonomskog biltena.

## Grafikon 5.

Pokazatelji mjereni indeksom PMI po sektorima gospodarstva

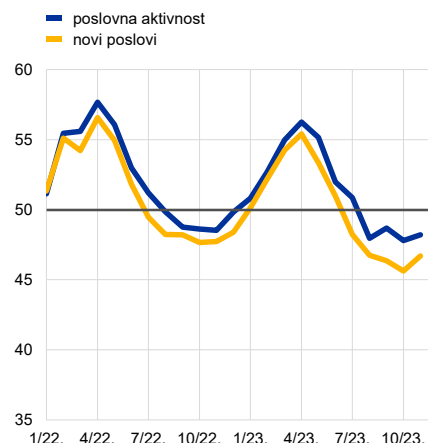
### a) prerađivačka industrija

(indeksi rasprostranjenosti)



### b) usluge

(indeksi rasprostranjenosti)



Izvor: S&P Global Market Intelligence

Napomena: Posljednji podatci odnose se na studeni 2023.

**Općenito gledajući, tržište rada ostalo je otporno na slabljenje gospodarske aktivnosti u trećem tromjesečju 2023.** Zaposlenost se povećala za 0,2 % u trećem tromjesečju, a ukupan broj odrađenih sati smanjio se za 0,1 % (Grafikon 6., panel a). Zaposlenost je porasla za 3,5 % od četvrtog tromjesečja 2019., a ukupan broj odrađenih sati povećao se za 2,1 %. To je smanjenje prosječnog broja odrađenih sati od 1,3 %, što je povezano s kontinuiranim zadržavanjem radne snage (dio *inputa* rada kojim se poduzeće ne koristi u cijelosti u svakom trenutku tijekom svojega proizvodnog procesa) i s drugim činiteljima kao što je povećanje bolovanja. Radna snaga ponovo je iskazala blagi rast od 0,1 % u trećem tromjesečju 2023. i dodatnih 0,2 % u listopadu. Procjenjuje se da se radna snaga povećala za oko 1,5 milijuna osoba od prosinca 2022. Stopa nezaposlenosti iznosila je 6,5 % u listopadu i ostala uglavnom nepromijenjena u odnosu na rujna, blizu najniže razine od uspostave eura. Potražnja za radnom snagom postupno se smanjuje iako je i nadalje na visokim razinama, pri čemu se stopa slobodnih radnih mjesta neznatno smanjila, na 2,9 %, što je za 0,1 postotni bod manje nego u prethodnom tromjesečju.

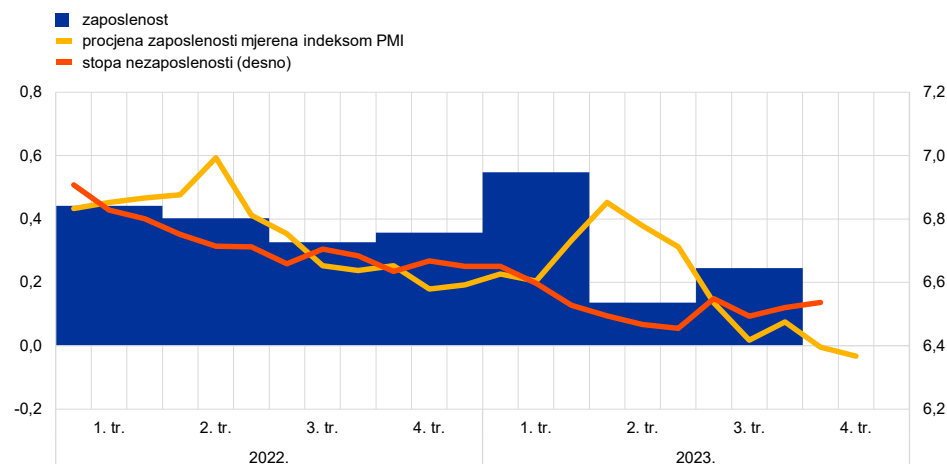


## Grafikon 6.

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

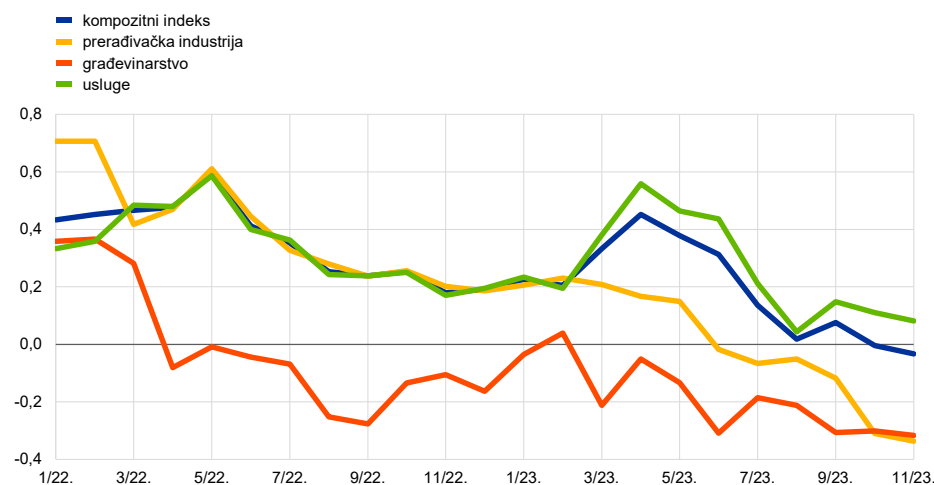
### a) zaposlenost, procjena zaposlenosti mjerena indeksom PMI i stopa nezaposlenosti

(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 treće tromjesečje 2023. za zaposlenost, na studeni 2023. za procjenu zaposlenosti mjerenu indeksom PMI i na listopad 2023. za stopu nezaposlenosti. Na panelu b) indeksi PMI izraženi su kao odstupanje od vrijednosti 50 podijeljeno s 10.

### Kratkoročni pokazatelji tržišta rada upućuju na usporavanje rasta zaposlenosti u četvrtom tromjesečju 2023.

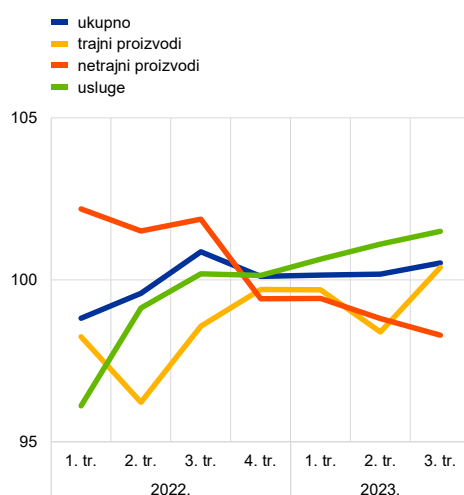
Mjesečni pokazatelj zaposlenosti mjerjen kompozitnim indeksom PMI smanjio se s 50,0 u listopadu na 49,7 u studenome, pri čemu vrijednost ispod praga od 50 upućuje na smanjenje zaposlenosti. Taj se pokazatelj znatno smanjio od travnja, kada je zabilježena najviša razina od 54,5. Nedavni pad tog pokazatelja zahvatio je sve sektore (Grafikon 6., panel b). Indeksi PMI po sektorima upućuju na negativne rizike za rast zaposlenosti u prerađivačkoj industriji i građevinarstvu, u kojima ti indeksi pokazuju vrijednost nižu od 50. Iako je još uvijek blago povišen, indeks PMI za uslužni sektor također se smanjio i približio pragu od 50.

**Osobna potrošnja povećala se za 0,3 % u trećem tromjesečju 2023. nakon stagnacije u prvoj polovini godine (Grafikon 7., panel a).** Povećanje u trećem tromjesečju ponajviše je bilo potaknuto potrošnjom kućanstava na usluge, na koju još uvijek pozitivno djeluju dugotrajni učinci ponovnog otvaranja gospodarstva. Nakon velikog pada u drugom tromjesečju potrošnja na trajne proizvode oporavila se u trećem tromjesečju, što je ponajprije rezultat zakašnjelih isporuka prije kupljenih električnih i hibridnih vozila. Nakon snažnog rasta broj novoregistriranih osobnih vozila neznatno se smanjio u listopadu i bio je na razini koja je za 0,8 % niža od razine zabilježene u trećem tromjesečju. Nasuprot tome, potrošnja na netrajne (i polutrajne) proizvode nastavila se smanjivati u trećem tromjesečju. To se očitovalo u kontinuirano slabom obujmu maloprodaje, koji je bio za 0,2 % niži od prosjeka zabilježenog u trećem tromjesečju, unatoč tome što se u listopadu neznatno povećao u odnosu na prethodni mjesec.

**Grafikon 7.**  
Realna osobna potrošnja i očekivanja

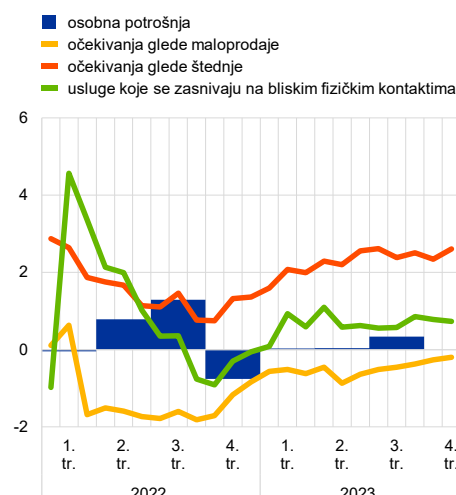
**a) osobna potrošnja i komponente**

(indeksi: 4. tr. 2019. = 100)



**b) osobna potrošnja i očekivanja glede maloprodaje, štednje i usluga**

(tromjesečne promjene u postocima, standardizirani postotci, stanja)



Izvori: Eurostat, Europska komisija i izračun ESB-a

Napomene: Na panelu a) razine komponenta potrošnje (domaći koncept) skalirane su da odgovaraju razini osobne potrošnje (nacionalni koncept). „Netrajni proizvodi“ uključuju polutrajne proizvode. Na panelu b) očekivanja glede štednje u sljedećih 12 mjeseci i očekivanja glede maloprodaje u sljedeća tri mjeseca standardizirana su za razdoblje od 1985. do 2019. Očekivana potražnja za uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima u sljedeća tri mjeseca standardizirana je za razdoblje od 2005. do 2019. (u skladu s odgovarajućom duljinom svake serije). „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 panel a) i na treće tromjesečje 2023. i studeni 2023. za panel b).

**Novi anketni podatci i nadalje upućuju na općenito slabu potrošnju na proizvode na prijelazu u novu godinu.** Pokazatelj pouzdanja potrošača Europske komisije poboljšao se u studenome nakon što se smanjivao tri uzastopna mjeseca, iako je i nadalje ispod dugoročnog prosjeka. Rezultat iz studenoga odražava poboljšanje očekivanja glede općih gospodarskih izgleda i financijske situacije kućanstava. Istodobno su pokazatelji Europske komisije o očekivanim velikim kupnjama potrošača i očekivanoj poslovnoj aktivnosti u maloprodaji ostali prigušeni, unatoč malom poboljšanju drugonavedenoga (Grafikon 7., panel b). Nasuprot tome, nije bilo značajnog smanjenja u očekivanoj potražnji za uslugama koje se zasnivaju

na bliskim fizičkim kontaktima, a koje su u studenome ostale otporne i na razinama iznad povijesnog prosjeka. Slično tome, ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača iz listopada upućuje na otpornu očekivanu potražnju za rezervacijama putovanja. Prijenos pooštrevanja uvjeta financiranja na realno gospodarstvo vjerojatno će ograničiti zaduživanje kućanstava, uz velika očekivanja glede štednje i potisnuti rast osobne potrošnje u kratkoročnom razdoblju.<sup>4</sup> Istodobno bi poboljšana kupovna moć trebala povoljno djelovati na osobnu potrošnju u uvjetima pada inflacije i još uvijek otpornog tržišta rada.

**Poslovno se ulaganje povećalo u trećem tromjesečju 2023., ali očekuje se njegovo smanjenje u četvrtom tromjesečju.** Ulaganja izvan građevinarstva, isključujući irsku nematerijalnu imovinu u trećem tromjesečju 2023., povećala su se za 0,5 % na tromjesečnoj osnovi, potaknuta rastom ulaganja u nematerijalnu imovinu te u strojeve i opremu (Grafikon 8., panel a). Daljnje slabljenje u četvrtom tromjesečju, koje je vidljivo iz ankete Europske komisije o pouzdanju i indeksa PMI za proizvodnju i nove narudžbe, upućuje na pad ulaganja. Na poduzeća nepovoljno djeluje i negativan neto kamatni prihod poduzeća, uz sve slabiji doprinos zaostataka u izvršenju narudžaba.<sup>5</sup> Anketa Europske komisije o ograničenju proizvodnje kapitalnih dobara u četvrtom tromjesečju potvrdila je slabljenje potražnje uz sve manje prepreka prouzročenih manjkom opreme i kapaciteta. To je u skladu s padom iskorištenosti kapaciteta u širem gospodarstvu, što upućuje na zaključak da ulaganja gotovo uopće nisu potrebna za poboljšanje proizvodnih kapaciteta u kratkoročnom razdoblju. Unatoč tome, očekuje se da će se ulaganja postupno oporavljati od 2024. nadalje usporedno s ponovnim jačanjem potražnje, smanjenjem nesigurnosti i slabljenjem trenutnoga nepovoljnog učinka pooštrevanja monetarne politike i nepovoljnih uvjeta ponude kredita u srednjoročnom razdoblju. Osim toga, provedba programa Next Generation EU trebala bi privući privatna ulaganja.

---

<sup>4</sup> Slabi izgledi za osobnu potrošnju mogu odražavati i pesimističnu ocjenu nedavnih kretanja realnog dohotka koju su iskazali potrošači. Vidi okvir pod naslovom „[Osnovne informacije o mjerenju dohotka kućanstava](#)” u ovom broju Ekonomskog biltena.

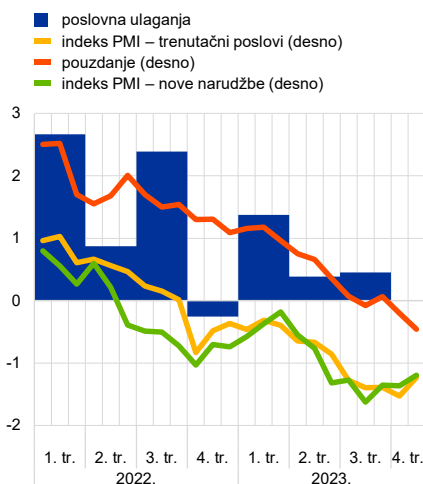
<sup>5</sup> Vidi okvir pod naslovom „[Neto kamatni prihod kućanstava i poduzeća](#)” u ovom broju Ekonomskog biltena.

## Grafikon 8.

### Dinamika realnih ulaganja i anketni podatci

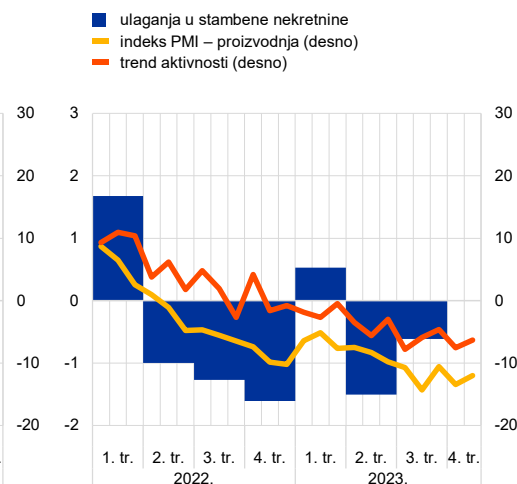
#### a) poslovna ulaganja

(tromjesečne promjene u postotcima, postotci, stanja i indeksi rasprostranjenosti)



#### b) ulaganja u stambene nekretnine

(tromjesečne promjene u postotcima, postotci, stanja i indeksi rasprostranjenosti)



Izvori: Eurostat, Europska komisija, S&P Global Market Intelligence 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, a podatci o pouzdanju preuzeti su iz ankete Europske komisije. Na panelu b) linije se odnose na sektor gradnje zgrada. „Trend aktivnosti“ odnosi se na trend aktivnosti u usporedbi s prethodna tri mjeseca, izmjeren u anketi Europske komisije. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2023. za poslovna ulaganja i ulaganja u stambene nekretnine i studeni 2023. za sve ostale stavke.

### Ulaganja u stambene nekretnine ponovo su se smanjila u trećem tromjesečju 2023. i vjerojatno će se i nadalje smanjivati u bližoj budućnosti.

Ulaganje u stambene nekretnine u trećem tromjesečju 2023. smanjilo se za 0,6 % na tromjesečnoj osnovi, nakon smanjenja od 1,5 % u drugom tromjesečju (Grafikon 8., panel b). Kratkoročni pokazatelji upućuju na daljnje smanjenje u četvrtom tromjesečju. U listopadu i studenome pokazatelj aktivnosti gradnje zgrada Europske komisije u posljednja tri mjeseca smanjio se ispod svojeg prosjeka u trećem tromjesečju, a proizvodnja stambenih nekretnina mjerena indeksom PMI ostala je znatno ispod praga od 50, ispod kojeg nema rasta. Raspoloženje povezano sa stambenim nekretninama, koje se mjeri tromjesečnom anketom Europske komisije o kratkoročnim namjerama kućanstava glede renovacije, kupnje ili izgradnje, također se blago smanjilo u četvrtom tromjesečju 2023. Prema anketi o očekivanjima potrošača percepcija kućanstava o stambenim nekretninama kao dobrom ulaganju smanjila se u listopadu. Slabi kratkoročni izgledi za ulaganja u stambene nekretnine u skladu su s općenito naglašenim silaznim trendom u broju izdanih građevinskih dozvola za stambene nekretnine i posljedica su znatnog pooštavanja uvjeta financiranja, što nepovoljno utječe na potražnju za stambenim nekretninama. Zaduživanje kućanstava zbog podizanja stambenih kredita ostalo je prigušeno i u listopadu, a to upućuje na zaključak da se potražnja za stambenim nekretninama neće oporaviti uskoro.

### Rast izvoza i nadalje je bio prigušen u trećem tromjesečju 2023., odražavajući slabu globalnu potražnju, odgođeni učinak jačanja eura i visoke cijene energije. Tromjesečni rast izvoza ostao je negativan u trećem tromjesečju, s

obzirom na to da je slaba globalna trgovina oslabjela inozemnu potražnju za proizvodima koji se izvoze iz europodručja. Osim toga, odgođeni učinak jačanja tečaja eura ponderiranog obujmom trgovine od kraja 2022. oslabio je konkurentnost europodručja, a visoke cijene energije dodatno su pridonijele slabljenju izvoza, osobito u energetske intenzivnim sektorima. Smanjenje robnog uvoza u trećem tromjesečju bilo je u skladu sa slabljenjem domaće potražnje i smanjenjem zaliha. Stoga je doprinos neto trgovine rastu BDP-a bio neznatno pozitivan u trećem tromjesečju. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, anketni pokazatelji upućuju na kontinuirane kratkoročne slabosti u izvozu europodručja s obzirom na to da se nove izvozne narudžbe proizvedenih dobara i usluga i nadalje smanjuju.

**Očekuje se da će se aktivnost u europodručju postupno oporaviti poslije kratkoročnog razdoblja, potpomognuta povećanjem realnog dohotka, slabljenjem nepovoljnog utjecaja pooštrenih uvjeta financiranja i jačanjem inozemne potražnje.** Ako ne dođe do daljnjih šokova, očekuje se da će rast BDP-a postupno jačati s obzirom na to da na potrošnju sve više pozitivno utječu slabljenje inflacijskih pritisaka i otporni rast dohotka od rada, u uvjetima kontinuirano snažnog rasta plaća. Osim toga, negativni učinci nedavnih nepovoljnih uvjeta financiranja na ulaganja oslabjet će, a jačanje inozemne potražnje trebalo bi podržati oporavak rasta izvoza europodručja.

**Projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2023. predviđaju da će se godišnji rast realnog BDP-a usporiti na 0,6 % u 2023., a potom se povećati na 0,8 % u 2024. i 1,5 % u 2025. i 2026.** U odnosu na projekcije stručnjaka ESB-a iz rujna 2023. izgledi za rast BDP-a revidirani su blago naniže za 2023. i za 2024. te ostaju nepromijenjeni za 2025.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, prosinac 2023.“.

### 3. Cijene i troškovi

*Ukupna inflacija u europodručju smanjila se s 2,9 % u listopadu 2023. na 2,4 % u studenome 2023., ali će vjerojatno privremeno ponovo porasti u kratkoročnom razdoblju zbog pozitivnih baznih učinaka povezanih s cijenama energije. Inflacija bez energije i hrane smanjila se na 3,6 % u studenome, a svi pokazatelji temeljne inflacije nastavili su se smanjivati u listopadu. Međutim, domaći cjenovni pritisci i nadalje su povećani, ponajprije zbog snažnog rasta jediničnih troškova rada. Većina mjera dugoročnih inflacijskih očekivanja iznosi oko 2 %, pri čemu je dio tržišnih pokazatelja naknada za inflaciju pao s povišenih razina, ponajprije zbog niže premije za inflacijski rizik. U makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2023. predviđa se da će se ukupna inflacija postupno smanjivati i da će u prosjeku iznositi 2,7 % u 2024., 2,1 % u 2025. i 1,9 % u 2026.*

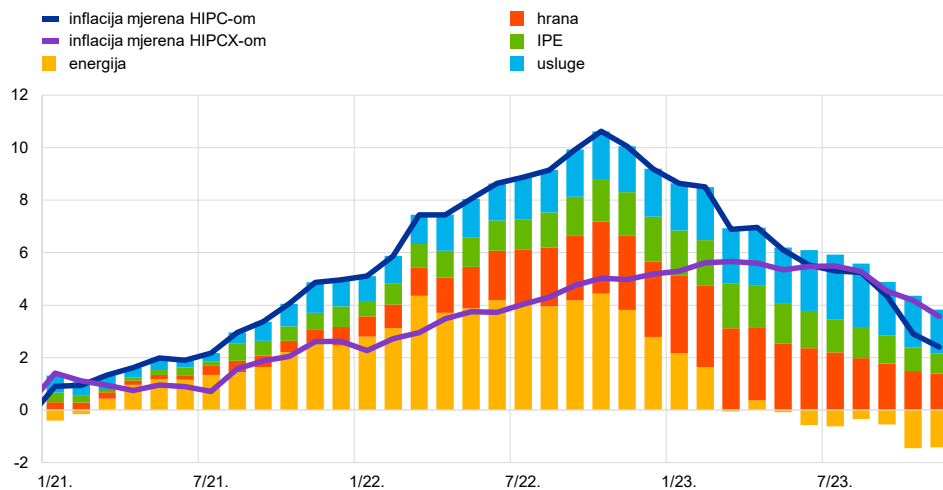
**Prema brzoj procjeni Eurostata inflacija mjerena HIPC-om dodatno se smanjila, s 2,9 %, koliko je iznosila u listopadu, na 2,4 % u studenome (Grafikon 9).**<sup>7</sup> To je smanjenje rezultat nižih stopa inflacije u svim glavnim komponentama, odnosno energiji, hrani, industrijskim proizvodima bez energije (IPE) i uslugama. Inflacija cijena energije postala je još negativnija i smanjila se s –11,2 % u listopadu na –11,5 % u studenome, što odražava mjesečni pad od 2,2 %. Inflacija cijena hrane također se nastavila smanjivati, sa 7,4 % u listopadu na 6,9 % u studenome, iako je i nadalje ostala na visokim razinama. To smanjenje odražava nižu godišnju stopu promjene kada je riječ o cijenama prerađenih prehrambenih proizvoda. Nasuprot tome, godišnja stopa promjene cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda pokazala je rast, potaknuta velikim mjesečnim povećanjem i pozitivnim baznim učinkom. Inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane (HIPCX) dodatno se smanjila, s 4,2 % u listopadu na 3,6 % u studenome zbog smanjenja obiju njezinih glavnih komponenta, odnosno IPE-a i usluga. Inflacija cijena industrijskih proizvoda bez energije smanjila se s 3,5 % u listopadu na 2,9 % u studenome zbog daljnjeg popuštanja pritisaka proizvođačkih troškova na cijene. Inflacija cijena usluga smanjila se s 4,5 % u listopadu na 4,0 % u studenome.

<sup>7</sup> Krajnji datum za podatke uključene u ovaj broj Ekonomskog biltena bio je 13. prosinca 2023. U Eurostatovoj finalnoj procjeni od 19. prosinca 2023. potvrđeno je da je u studenome inflacija mjerena HIPC-om za europodručje iznosila 2,4 %.

### Grafikon 9.

#### Ukupna inflacija i njezine glavne komponente

(godišnje promjene u postocima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

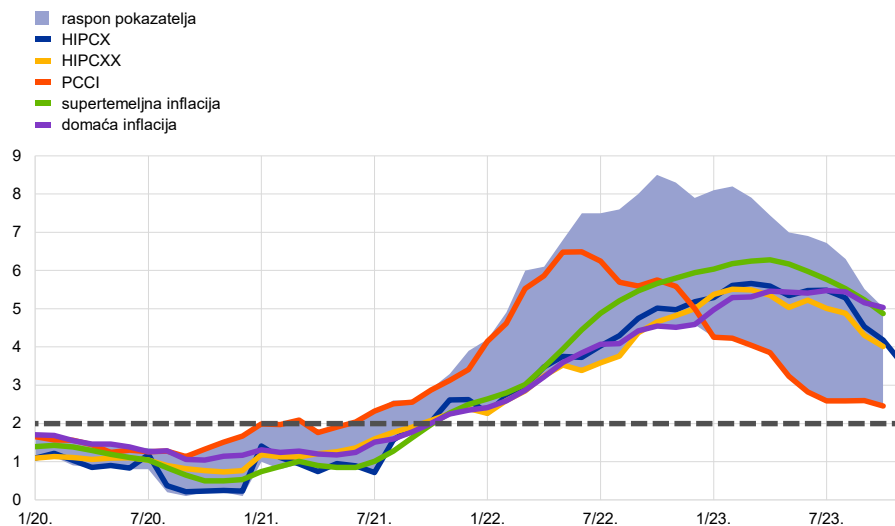
Napomena: Posljednji podatci odnose se na studeni 2023. (brza procjena).

**Prema najnovijim dostupnim podacima svi pokazatelji temeljne inflacije nastavili su se smanjivati u listopadu zbog slabljenja učinaka prethodnih šokova na troškove energije i opskrbne lance kao i slabije potražnje u uvjetima pooštavanja monetarne politike (Grafikon 10.).** Iako su svi pokazatelji temeljne inflacije pokazali pad, neizvjesnost povezana s dinamikom temeljne inflacije i nadalje je povišena. To je vidljivo iz širokog raspona stopa mjera temeljne inflacije, od perzistentne i zajedničke komponente inflacije (engl. *Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI), koja iznosi 2,5 %, do domaće inflacije od 5,0 %. To upućuje na zaključak da je za većinu mjera potrebno neko vrijeme kako bi učinak prošlih šokova u potpunosti nestao. Pokazatelj supertemeljne (engl. *Supercore*) komponente inflacije, koji se sastoji od stavka HIPC-a osjetljivih na poslovni ciklus, smanjio se s 5,2 % u rujnu na 4,9 % u listopadu, a mjera perzistentne i zajedničke komponente inflacije zasnovane na modelu u istom se razdoblju samo blago smanjila, s 2,6 % na 2,5 %. Pokazatelj domaće inflacije (isključujući stavke s velikim udjelom uvoza) najdulje se zadržao na visokoj razini i iznosio 5,2 % u rujnu i 5,0 % u listopadu, što odražava važnost pritiska na plaće. Unatoč tome, taj pokazatelj smanjuje se već tri uzastopna mjeseca.

## Grafikon 10.

### Pokazatelji temeljne inflacije

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Raspon pokazatelja temeljne inflacije uključuje HIPC bez energije, HIPC bez energije i neprerađenih prehrambenih proizvoda, HIPC bez energije i hrane (HIPCX), HIPC bez energije, hrane, stavka povezanih s putovanjima, odjeće i obuće (HIPCXX), domaću inflaciju, aritmetičku sredinu modificiranu za 10 % odnosno 30 %, PCCI i ponderirani medijan. Siva isprekidana linija označuje inflacijski cilj ESB-a od 2 % u srednjoročnom razdoblju. Posljednji podatci odnose se na studeni 2023. (brza procjena) za HIPCX i na listopad 2023. za ostale stavke.

### Pritisци proizvođačkih troškova nastavili su popuštati s daljnjim nestajanjem kumulativnih učinaka prošlih šokova (Grafikon 11.).

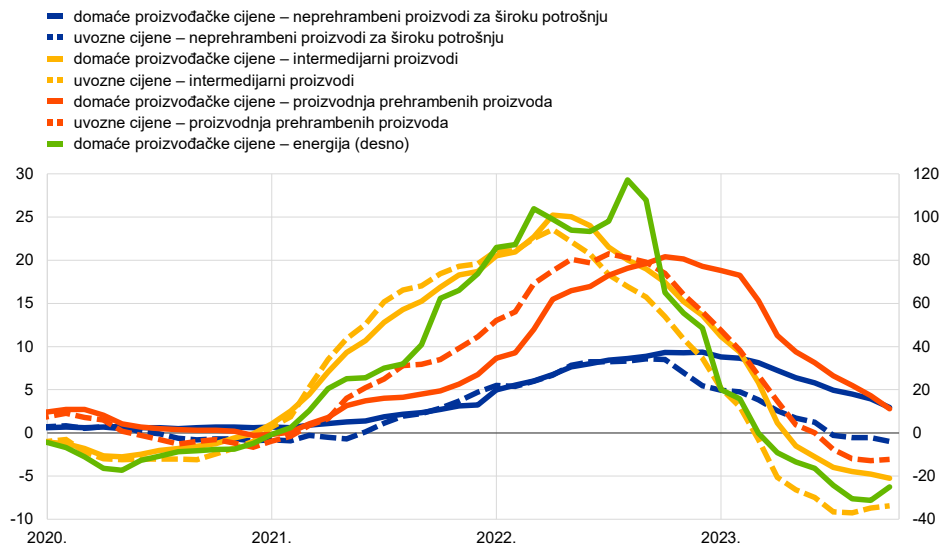
U ranim fazama cjenovnog lanca cjenovni pritisci nastavili su se blago smanjivati u listopadu. Stopa rasta domaćih proizvođačkih cijena intermedijarnih proizvoda od svibnja je negativna i dodatno se smanjila s  $-4,8\%$  u rujnu na  $-5,3\%$  u listopadu, a inflacija uvoznih cijena intermedijarnih proizvoda nastavila se snažno smanjivati, iako se u istom razdoblju blago povećala, s  $-8,7\%$  na  $-8,4\%$ . Inflacija proizvođačkih cijena energije, koja je negativna od travnja, povećala se s  $-31,2\%$  u rujnu na  $-25,0\%$  u listopadu. U kasnijim fazama cjenovnog lanca inflacija domaćih proizvođačkih cijena neprehrambenih proizvoda za široku potrošnju u listopadu se smanjila na  $3,0\%$  s  $3,9\%$ , koliko je iznosila u rujnu, iz čega je vidljivo kontinuirano postupno popuštanje akumuliranih pritisaka proizvođačkih troškova. Isto vrijedi i za pritiske proizvođačkih troškova u segmentu prehrambenih proizvoda za široku potrošnju, pri čemu se inflacija proizvođačkih cijena gotove hrane u listopadu dodatno smanjila na  $2,8\%$ , što je najniža razina zabilježena od travnja 2021. Godišnja stopa rasta uvoznih cijena u tim kategorijama proizvoda za široku potrošnju ostala je negativna. Rast uvoznih cijena neprehrambenih proizvoda za široku potrošnju smanjio se s  $-0,6\%$  u rujnu na  $-1,0\%$  u listopadu, bez dodatnog smanjenja kada je riječ o prehrambenim proizvodima.



## Grafikon 11.

### Pokazatelji pritisaka proizvođačkih troškova

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

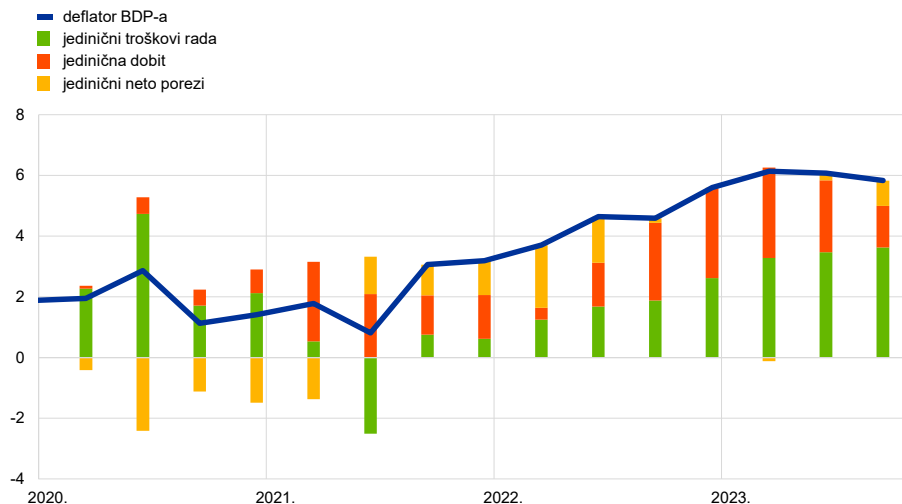
Napomena: Posljednji podatci odnose se na listopad 2023.

**Domaći troškovni pritisci, mjereni porastom deflatora BDP-a, smanjili su se na 5,8 % u trećem tromjesečju 2023. s 6,1 % u prethodnom tromjesečju zbog manjeg doprinosa jedinične dobiti (Grafikon 12.).** Doprinos jedinične dobiti deflatoru BDP-a smanjio se na 1,4 postotna boda u trećem tromjesečju 2023. s 2,4 postotna boda, koliko je iznosio u prethodnom tromjesečju, što upućuje na zaključak da je dobit počela ublažavati inflacijske pritiske plaća i troškova rada. Doprinos jediničnih troškova rada blago je porastao, s 3,5 postotnih bodova u prethodnom tromjesečju na 3,6 postotnih bodova u trećem tromjesečju. To malo snažnije godišnje povećanje jediničnih troškova rada u trećem tromjesečju može se pripisati negativnijoj stopi rasta produktivnosti rada, a rast plaća mjereno naknadom po zaposlenom blago se smanjio, s 5,5 % u drugom tromjesečju na 5,2 % u trećem tromjesečju. Rast plaća mjereno naknadom po satu ostao je nepromijenjen i iznosio 5,2 %, što upućuje na nastavak snažnih pritisaka troškova rada. U uvjetima takvih kretanja rast dogovorenih plaća nastavio je jačati u trećem tromjesečju 2023. i povećao se na 4,7 % s 4,4 %, koliko je iznosio u prethodnom tromjesečju. Osim toga, informacije iz nedavno zaključenih pregovora o plaćama i nadalje upućuju na snažne pritiske na plaće u budućnosti i još uvijek ne upućuju na zaokret u rastu dogovorenih plaća.

## 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.

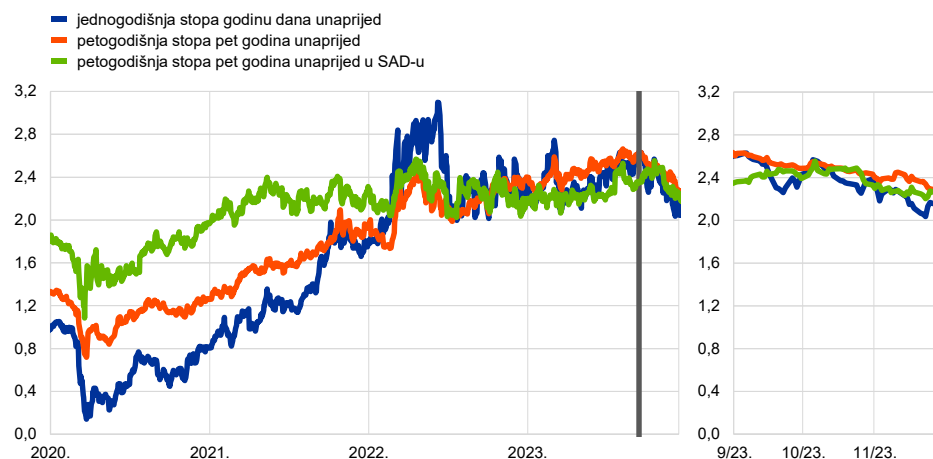
**Mjerila dugoročnijih inflacijskih očekivanja koja se zasnivaju na anketama ostala su na razini od oko 2 %, a mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima smanjila su se.** Srednja vrijednost dugoročnijih očekivanja iznosila je 2,0 % u ESB-ovoj Anketi o prognozama stručnjaka (engl. *Survey of Professional Forecasters*) za četvrto tromjesečje 2023. i u ESB-ovoj Anketi monetarnih analitičara (engl. *Survey of Monetary Analysts*) iz prosinca 2023. Mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima (na temelju HIPC-a bez duhanskih proizvoda) znatno su se smanjila od sastanka Upravnog vijeća ESB-a u rujnu, osobito kada je riječ o kratkoročnim dospijecima, s obzirom na to da su razine inflacije u rujnu, listopadu i studenome, koje su bile niže od očekivanih, i slabiji izgledi za rast potaknuli sudionike na tržištu da revidiraju inflacijske izgleda naniže (Grafikon 13.). Jednogodišnja kamatna stopa na jednogodišnje termenske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije smanjila se za oko 50 baznih bodova i iznosila je 2,1 %. Na duljem kraju petogodišnja kamatna stopa na petogodišnje termenske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije smanjila se za oko 35 baznih bodova, na 2,3 %, što je smanjenje u odnosu na višegodišnju najvišu razinu koju je dosegla početkom kolovoza, iako je ta stopa još uvijek visoka u odnosu na prijašnje vrijednosti. Međutim, valja napomenuti da ta mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima nisu izravno mjerila stvarnih inflacijskih očekivanja sudionika na tržištu s obzirom na to da ta mjerila uključuju premiju za inflacijski rizik kojom se nadoknađuju inflacijski rizici. Procjene stvarnih inflacijskih očekivanja zasnovane na modelu, isključujući premiju za inflacijski rizik, umjereno su se smanjile u promatranom razdoblju i upućuju na to da i sudionici na tržištu očekuju da će inflacija iznositi oko 2 % u dugoročnijem razdoblju. Kada je riječ o potrošačima, prema ESB-ovoj anketi o očekivanjima potrošača iz listopada 2023. srednja vrijednost očekivanja glede ukupne inflacije za sljedećih godinu dana ostala

je nepromijenjena i iznosila je 4,0 %. Slično tome, inflacijska očekivanja za sljedeće tri godine stabilizirala su se na 2,5 %.

### Grafikon 13.

#### Mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: Refinitiv, Bloomberg i izračun ESB-a

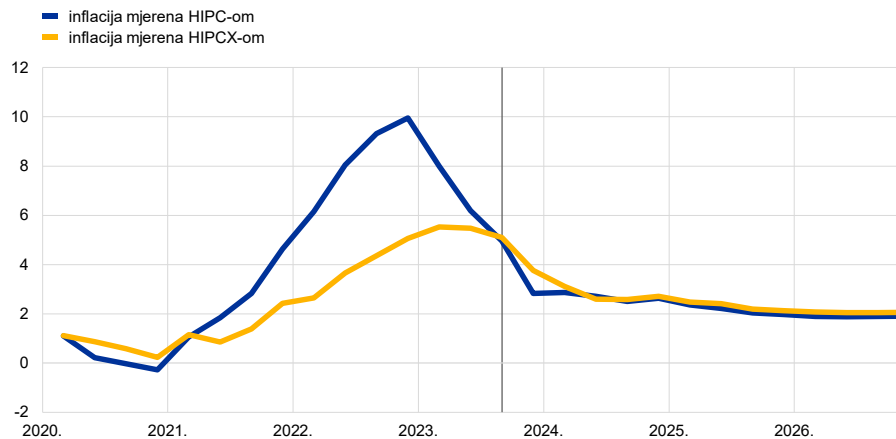
Napomene: Grafikon prikazuje kamatne stope na terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije za različita razdoblja za europodručje i petogodišnju izvedenu stopu inflacije pet godina unaprijed za Sjedinjene Američke Države. Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 14. rujna 2023. Posljednji podatci odnose se na 13. prosinca 2023.

**U makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2023. predviđa se da će se ukupna inflacija smanjivati s prosječnih 5,4 % u 2023. na 2,7 % u 2024., 2,1 % u 2025. i 1,9 % u 2026. (Grafikon 14.).** To smanjivanje inflacije prema ciljnoj razini od 2 % proizlazi iz smanjenja inflacije cijena energije, učinka pooštavanja monetarne politike, kontinuiranog slabljenja pritiska proizvođačkih troškova i uskih grla u opskrbnim lancima te činjenice da su dugoročnija inflacijska očekivanja i nadalje usidrena. Očekuje se slabljenje rasta plaća tijekom projekcijskog razdoblja kako pozitivni učinci naknade za inflaciju budu postupno slabjeli, iako su troškovi rada i nadalje na putu da postanu glavni pokretač inflacije mjerene HIPCX-om. Dobit bi se trebala smanjivati tijekom projekcijskog razdoblja i biti zaštitni sloj za prijenos troškova rada. U odnosu na projekcije iz rujna 2023. projekcije za ukupnu inflaciju revidirane su naniže za 0,2 postotna boda u 2023. i 0,5 postotnih bodova u 2024. uglavnom zbog nedavnih ostvarenja koja su bila slabija od očekivanih i nižih pretpostavki o cijenama energetskih sirovina. Međutim, projekcije za ukupnu inflaciju u 2025. ostale su nepromijenjene.

## Grafikon 14.

### Inflacija mjerena HIPC-om i HIPCX-om za europodručje

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i [makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2023.](#)

Napomene: Vertikalna linija označuje početak projekcijskog razdoblja. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2023. za podatke i četvrto tromjesečje 2026. za projekcije. Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2023. dovršene su krajem studenoga, a krajnji datum za tehničke pretpostavke bio je 23. studenoga 2023. Povijesni i aktualni podatci za inflaciju mjerenu HIPC-om i HIPCX-om na tromjesečnoj su osnovi.

## 4. Kretanja na financijskim tržištima

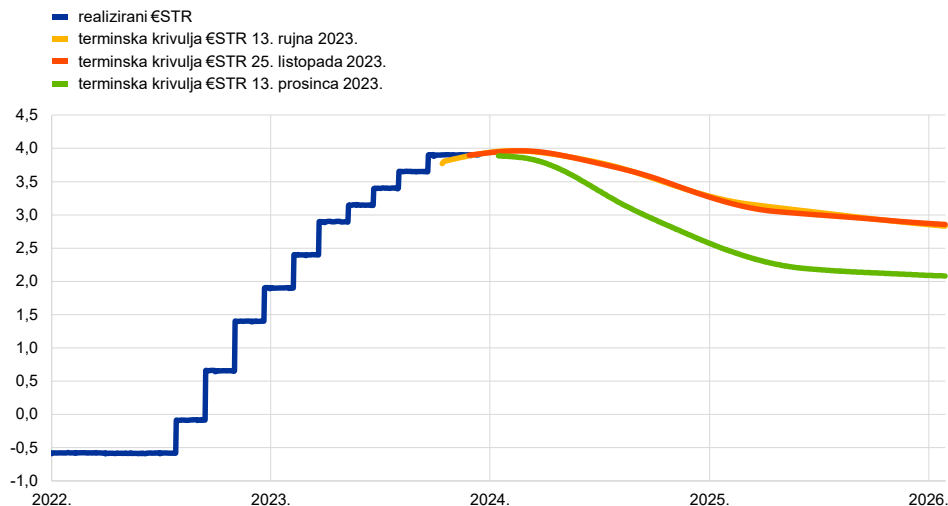
*Prelijevanja znatnih fluktuacija prinosa na američke državne vrijednosne papire i podatci o razini inflacije u europodručju koja je bila niža od očekivane najviše su utjecali na kretanja na financijskim tržištima u razdoblju od 14. rujna do 13. prosinca 2023. Očekivanja glede odluke o kamatnim stopama monetarne politike u europodručju na sljedećim sastancima Upravnog vijeća, koje su ugrađene u kratkoročne nerizične kamatne stope, ostala su uglavnom stabilna u razdoblju između sastanaka u rujnu i listopadu. To je upućivalo na očekivanja sudionika na tržištu da su kamatne stope monetarne politike dosegnule vrhunac i da će ostati nepromijenjene neko vrijeme. Nakon sastanka u listopadu očekivanja glede kamatnih stopa monetarne politike pomaknula su se znatno naniže jer su pokazatelji inflacije koji su bili niži od očekivanih potaknuli očekivanja da bi dezinflacija mogla biti brža nego što se prethodno očekivalo. Dugoročnije nerizične kamatne stope u početku su pokazale pomak naviše zbog prelijevanja američkih kamatnih stopa jednakih dospjeća u europodručje. Kasnije su se ta kretanja preokrenula zbog smanjenja američkih kamatnih stopa i pokazatelja inflacije u europodručju koji su bili niži nego što se očekivalo. Općenito gledajući, nominalne dugoročne nerizične kamatne stope u europodručju znatno su niže nego prije rujanskog sastanka. Prinosi na državne obveznice smanjili su se otprilike u istoj mjeri kao i nerizične kamatne stope, i to pretežno ravnomjerno u cijelom europodručju. Cijene rizične imovine u početku su se smanjile zbog većih diskontnih stopa. Međutim, te su se cijene znatno oporavile nakon smanjenja tih stopa i općenito su bile više od cijena zabilježenih u vrijeme sastanka u rujnu. Naposljetku, na deviznim je tržištima tečaj eura ponderiran obujmom trgovine blago oslabio.*

**Terminska krivulja prekonoćnih kamatnih ugovora o razmjeni (OIS) ostala je uglavnom nepromijenjena u razdoblju između sastanaka Upravnog vijeća u rujnu i listopadu, ali se nakon toga znatno spustila (Grafikon 15.).** Referentna eurska kratkoročna kamatna stopa (€STR) iznosila je prosječno 3,9 % tijekom promatranog razdoblja i uzastopce je pratila kamatnu stopu na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke, koju je Upravno vijeće povećalo za 25 baznih bodova (s 3,75 % na 4 %) na sastanku o monetarnoj politici održanom 14. rujna 2023. Višak likvidnosti smanjio se za oko 79 mlrd. EUR i iznosio je 3.584 mlrd. EUR, ponajprije zbog otplata treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg financiranja (TLTRO III) i smanjenja portfelja programa kupnje vrijednosnih papira (APP) jer Eurosustav više ne reinvestira glavnice dospjelih vrijednosnih papira. Termenske stope na OIS koje se zasnivaju na €STR-u i primjenjuju se između sastanaka Upravnog vijeća uglavnom su bile stabilne u razdoblju između sastanaka u rujnu i listopadu. To je upućivalo na zaključak da su sudionici na tržištu očekivali da je ciklus povećanja dosegnuo vrhunac u rujnu i da će kamatne stope monetarne politike neko vrijeme ostati na sadašnjim razinama. Nakon sastanka u listopadu termenske stope znatno su se spustile s obzirom na to da je razina inflacije u europodručju bila niža od očekivane, što je u kombinaciji sa slabim izgledima za rast dovelo do nove procjene inflacijskih izgleda. U terminsku krivulju na dan 13. prosinca uključeni su prvo cjelovito smanjenje od 25 baznih bodova u proljeće 2024., velika vjerojatnost smanjenja već u vrijeme sastanka u ožujku i kumulativno smanjenje od oko 140 baznih bodova tijekom 2024.

## Grafikon 15.

### Terminske stope €STR

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: Thomson Reuters i izračun ESB-a

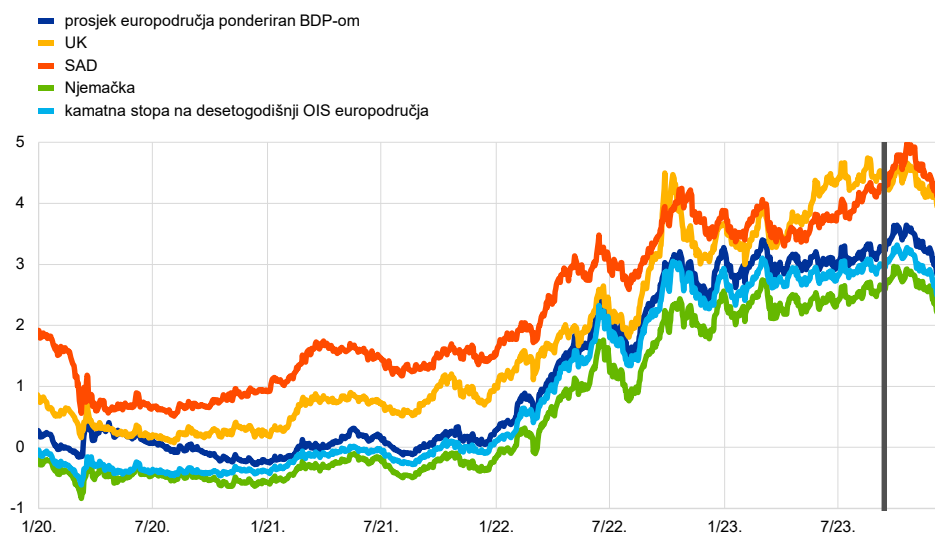
Napomena: Terminska krivulja procjenjuje se s pomoću promptnih kamatnih stopa na prekonoćne kamatne ugovore o razmjeni (OIS) (€STR).

**Dugoročne nerizične kamatne stope u europodručju pokazuju znatne fluktuacije, što uglavnom odražava kretanja prinosa na dugoročne američke državne vrijednosne papire, te su naposljetku znatno niže od razina zabilježenih prije sastanka u rujnu (Grafikon 16.).** Početkom promatranog razdoblja zabilježen je znatan rast dugoročnih nerizičnih kamatnih stopa, pri čemu je kamatna stopa na desetogodišnji OIS europodručja sredinom listopada bila veća za oko 30 baznih bodova od razine zabilježene dan prije sastanka u rujnu. Čini se da je to povećanje uglavnom bilo potaknuto prelijevanjima iz Sjedinjenih Američkih Država, u kojima je povećanje dugoročnih kamatnih stopa bilo snažnije nego u europodručju. Nakon toga je došlo do znatnog preokreta u povećanju dugoročnih nerizičnih kamatnih stopa u europodručju jer su se prinosi na američke državne vrijednosne papire smanjili s najviših razina, a pokazatelji inflacije u europodručju bili su iznenađujuće niski, uz pogoršanje gospodarskih izgleda. Kamatna stopa na desetogodišnji OIS europodručja naposljetku je iznosila oko 2,4 % i bila približno za 50 baznih bodova niža od razine zabilježene sredinom rujna. Prinos na desetogodišnje američke državne vrijednosne papire smanjio se za oko 25 baznih bodova, na 4,0 %, nakon što se na početku promatranog razdoblja povećao za više od 70 baznih bodova, a njegov se ekvivalent u Ujedinjenoj Kraljevini smanjio za oko 45 baznih bodova, na otprilike 3,8 %.

## Grafikon 16.

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

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: Refinitiv i izračun ESB-a

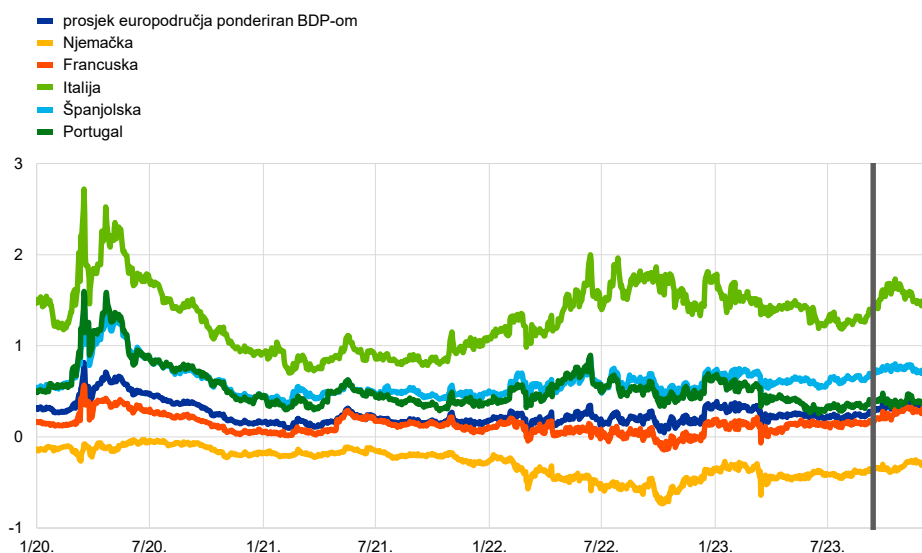
Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 14. rujna 2023. Posljednji podatci odnose se na 13. prosinca 2023.

**Prinosi na državne obveznice europskog područja smanjili su se gotovo u isto vrijeme i u istoj mjeri kao i nerizične kamatne stope, pri čemu se razlike prinosa na državne obveznice nisu značajno promijenile (Grafikon 17.).** Prinos na desetogodišnje državne obveznice europskog područja ponderiran BDP-om smanjio se za oko 40 baznih bodova i iznosio oko 2,8 %. Prosječna razlika prinosa na državne obveznice europskog područja ponderiranog BDP-om u odnosu na kamatnu stopu na OIS zasnovanu na €STR-u samo se blago povećala u promatranom razdoblju. Razlike prinosa na državne obveznice u većini jurisdikcija europskog područja slično su se kretale, osim razlike prinosa na grčke državne obveznice, koja se smanjila za 10 baznih bodova zbog dodjele investicijskog rejtinga grčkim državnim obveznicama. Nakon povećanja razlike prinosa na talijanske državne obveznice u ranijim fazama promatranog razdoblja došlo je do preokreta u tom trendu nakon što su agencije za dodjelu rejtinga potvrdile svoj rejting za Italiju.

### Grafikon 17.

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

(postotni bodovi)



Izvori: Refinitiv i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 14. rujna 2023. Posljednji podatci odnose se na 13. prosinca 2023.

#### **Razlike prinosa na korporativne obveznice ostale su uglavnom nepromijenjene u promatranom razdoblju, u uvjetima pozitivnog raspoloženja prema riziku.**

Razlike prinosa na korporativne obveznice s visokim prinosom pratile su kretanja dugoročnih kamatnih stopa te su se najprije znatno povećale u prvoj polovini promatranog razdoblja i nakon toga smanjile. Nasuprot tome, razlike prinosa na korporativne obveznice s investicijskim rejtingom samo su umjereno fluktuirale u promatranom razdoblju. Ta su kretanja u skladu s određivanjem cijena s obzirom na kreditni rizik za poduzeća s nižim rejtingom koja su osjetljivija na promjene kamatnih stopa. Ako se promatra dulje razdoblje, odnosno razdoblje od početka normalizacije monetarne politike u prosincu 2021., razlike prinosa na korporativne obveznice samo su se umjereno povećale. Zbog otpornosti sektora poduzeća u europodručju bilo je moguće obuzdati troškove financiranja obveznica.

#### **Cijene dionica u europodručju povećale su se u promatranom razdoblju jer su zbog trajnog oporavka u studenome znatno nadoknađeni ranije akumulirani gubitci (Grafikon 18.).**

Indeksi tržišta dionica u europodručju povećali su se za 4,3 % tijekom cijeloga promatranog razdoblja. Njima su od studenoga nadoknađeni gubitci akumulirani do kraja listopada. Raspoloženje tržišta u početku je bilo loše zbog nepovoljnog utjecaja dugoročnih kamatnih stopa i geopolitičke neizvjesnosti na uspješnost dionica, ali se ono kasnije poboljšalo zbog smanjenja premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira i pada kamatnih stopa. Bankarski sektor bio je iznimno uspješan i ostvario je 6,0 % jer je tržišna vrijednost dionica i dalje bila pod pozitivnim utjecajem raspodjele dobiti dioničarima. Nasuprot tome, cijene dionica nefinancijskih društava povećale su se samo za 2,6 %, iako uz znatne razlike među sektorima. Sektori osjetljivi na promjene kamatnih stopa kao što su sektor tehnologije i

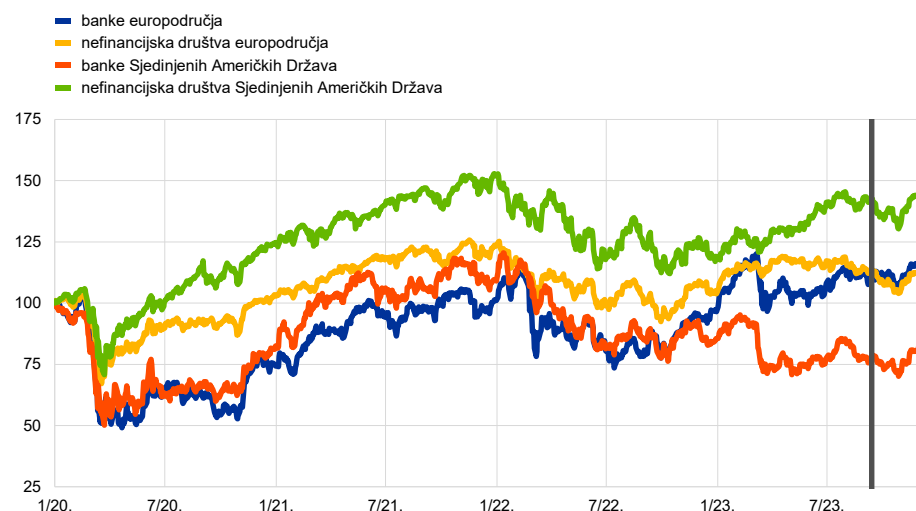


nekretnina bili su izloženi najvećim promjenama cijena u promatranom razdoblju. Slična kretanja dionica zabilježena su u Sjedinjenim Američkim Državama, pri čemu se sveobuhvatni indeks povećao za 4,5 %, a bankarski sektor bio je uspješniji od nefinancijskih društava.

### Grafikon 18.

#### Indeksi cijena dionica u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama

(indeks: 1. siječnja 2020. = 100)



Izvori: Refinitiv i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 14. rujna 2023. Posljednji podatci odnose se na 13. prosinca 2023.

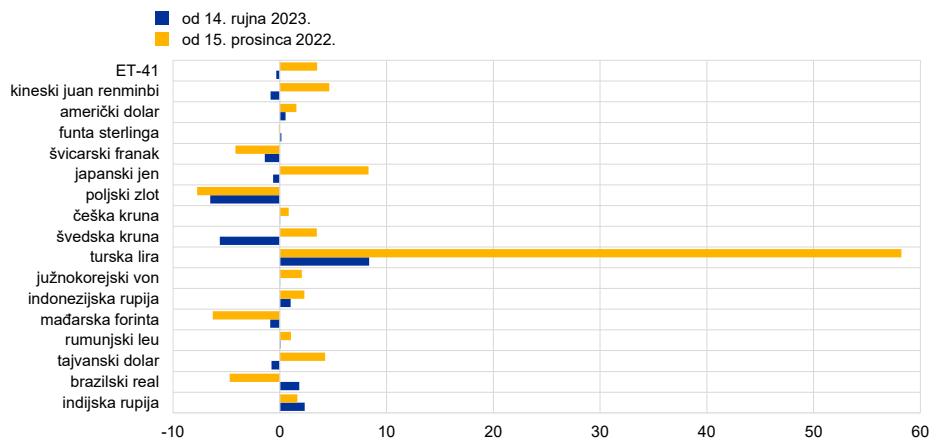
### Na deviznim je tržištima tečaj eura ponderiran obujmom trgovine blago oslabio (Grafikon 19.).

Nominalni efektivni tečaj eura mjereno u odnosu na valute 41 najvažnijega trgovinskog partnera europodručja oslabio je za 0,3 % u promatranom razdoblju. Ta blaga deprecijacija eura prikriva neke fluktuacije unutar razdoblja koje odražavaju promjene u očekivanjima sudionika na tržištu glede kamatnih stopa monetarne politike, osobito u Sjedinjenim Američkim Državama. Promatraju li se bilateralna tečajna kretanja u odnosu na valute važnih vanjskotrgovinskih partnera, euro je oslabio u odnosu na kineski juan renminbi (za 0,9 %), švicarski franak (za 1,4 %) i valute nekih država članica EU-a izvan europodručja (za 6,5 % u odnosu na poljski zlot i za 5,6 % u odnosu na švedsku krunu). Nasuprot tome, euro je ojačao u odnosu na indijsku rupiju (za 2,3 %), tursku liru (za 8,4 %) i američki dolar (za 0,5 %). Potonja aprecijacija odražavala je smanjenje očekivanja da američka središnja banka u duljem razdoblju neće mijenjati kamatne stope monetarne politike. Osim toga, procjena indeksa potrošačkih cijena u Sjedinjenim Američkim Državama sredinom studenoga, koja je bila niža od očekivanja, dodatno je pozitivno pridonijela euru, unatoč tome što je bila djelomično neutralizirana naknadnom objavom podataka o HIPC-u europodručja, koji je također bio niži od očekivanoga.

### Grafikon 19.

#### Promjene tečaja eura u odnosu na odabrane valute

(promjene u postotcima)



Izvor: ESB

Napomene: ET-41 jest nominalni efektivni tečaj eura u odnosu na valute 41 najvažnijega trgovinskog partnera europodručja. Pozitivna (negativna) promjena odgovara aprecijaciji (deprecijaciji) eura. Sve promjene izračunate su primjenom deviznih tečajeva koji su vrijedili 13. prosinca 2023.

## 5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja

*Nastavljena je snažna transmisija pooštavanja monetarne politike ESB-a na šire uvjete financiranja. Troškovi financiranja banaka i kamatne stope banaka na kredite nastavili su se povećavati u listopadu 2023. i dosegli su najviše razine zabilježene u gotovo 15 godina za poduzeća i za kućanstva. U istom je mjesecu blago porastao i ukupni trošak financiranja za nefinancijska društva. Trošak tržišnog duga i izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira nefinancijskih društava znatno se smanjio u razdoblju od 14. rujna do 13. prosinca 2023. Posljednja anketa o pristupu financiranju poduzeća u europodručju, koja obuhvaća razdoblje od travnja do rujna 2023., upućuje na sveobuhvatno pooštavanje uvjeta financiranja poduzeća. Bankovno kreditiranje poduzeća i kućanstava i nadalje je bilo slabo u listopadu u uvjetima viših kamatnih stopa na kredite, slabije potražnje za kreditima i pooštavanja standarda odobravanja kredita. Rast novčane mase nastavio se usporavati, a godišnje stope rasta bile su blizu svojih najnižih razina dosad zbog visokih oportunitetnih troškova, prigušenoga rasta kredita i smanjenja bilance Eurosustava.*

**Troškovi financiranja banaka u europodručju nastavili su rasti u listopadu 2023. pod utjecajem daljnjeg povećavanja kamatnih stopa na depozite.** Složeni trošak dužničkog financiranja banaka europodručja povećao se u listopadu i dosegnuo je svoju najvišu razinu u više od deset godina, uz povećane razlike među državama (Grafikon 20., panel a). Iako su se prinosi na bankovne obveznice počeli smanjivati u studenome, odražavajući kretanja krivulje prinosa (Grafikon 20., panel b), kamatne stope na depozite nastavile su postojano rasti, uz određene razlike među instrumentima i sektorima. Velike i rastuće razlike između kamatnih stopa na oročene depozite i prekonoćne depozite potaknule su deponente da velike iznose svojih sredstava preusmjere iz prekonoćnih depozita u oročene depozite i druge instrumente s višom remuneracijom. Kamatne stope na oročene depozite poduzeća bile su blizu ESB-ove kamatne stope na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke i ostale su više od kamatnih stopa na depozite kućanstava. Prijenos kamatnih stopa monetarne politike na kamatne stope na depozite i nadalje je bio vrlo različit među bankama, ponajprije zbog razlika koje proizlaze iz tržišnog natjecanja, trajanja imovine i obveza banaka i propisa.

**Kontinuirano ukidanje ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO) pridonijelo je smanjivanju viška likvidnosti u okružju i nadalje izdašne likvidnosti na razini cijelog sustava.** Nakon namire 20. prosinca 2023. ukupni nepodmireni iznos u sklopu treće serije operacija TLTRO (TLTRO III) smanjio se za 1,721 bil. EUR i iznosio 392 mlrd. EUR. To je 81 % manje od nepodmirenog iznosa prije prilagodbe remuneracije operacija TLTRO III u listopadu 2022. (2,113 bil. EUR).<sup>8</sup> Kako bi nadomjestile smanjenu likvidnost koju osigurava ESB, banke su povećale svoje izdavanje dužničkih vrijednosnih papira i instrumenata tržišta novca i aktivnije su se međusobno natjecale za depozite povećavajući remuneraciju na te instrumente. Štediše su preusmjeravali depozite iz banaka koje nude manje atraktivnu remuneraciju prema bankama koje su brže povećavale svoje kamatne stope na depozite. Obujam izdavanja bankovnih obveznica, koje su za

<sup>8</sup> Vidi „[ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term](#)“, priopćenje za javnost, ESB, 27. listopada 2022.

banke skuplje od depozita, raste od rujna 2022. u uvjetima postupnog ukidanja TLTRO-a i pada prekonocnih depozita.

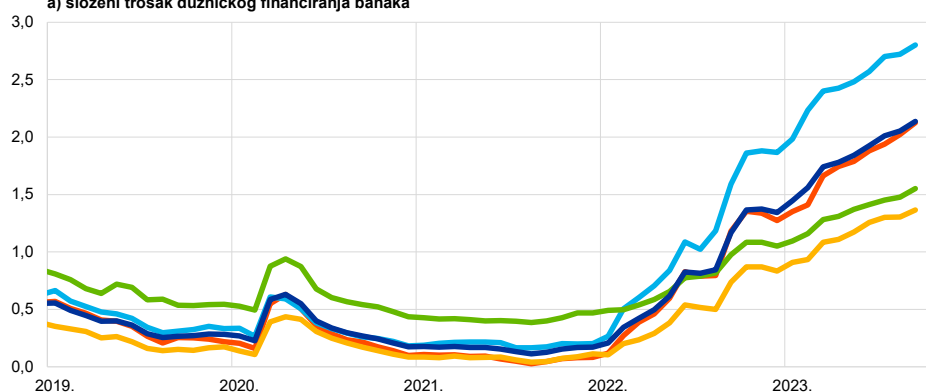
## Grafikon 20.

### Složeni troškovi financiranja banaka u odabranim državama europodručja

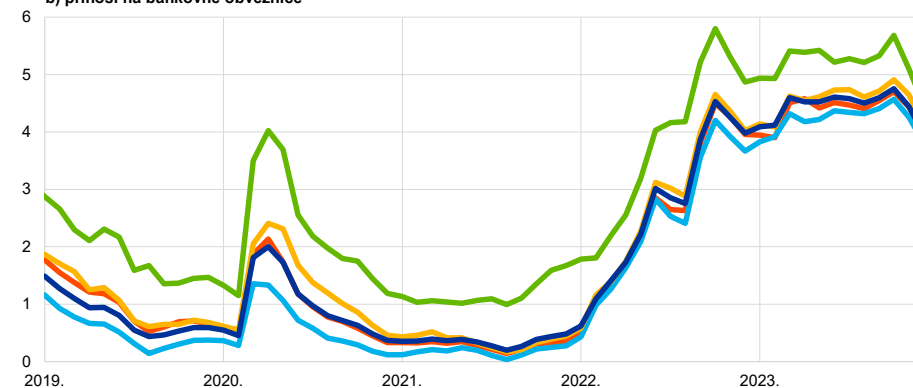
(postotci na godišnjoj razini)

- 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 prekonocne 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. Posljednji podatci odnose se na listopad 2023. za složeni trošak dužničkog financiranja banaka i na 13. prosinca 2023. za prinose na bankovne obveznice.

### Bilance banaka općenito su snažne unatoč oslabljenom gospodarskom

**okružju.** U prvom polugodištu 2023. banke su nastavile povećavati svoju kapitalizaciju i održavati stope kapitala znatno iznad zahtijevanih stopa redovnoga osnovnoga kapitala. Dobro kapitaliziran bankovni sustav ključan je kako bi se osiguralo održivo kreditiranje realnoga gospodarstva po primjerenim uvjetima. Bez obzira na povećane troškove financiranja banaka, smanjen obujam kreditiranja i pogoršanu kvalitetu imovine, na profitabilnost banaka povoljno su utjecale veće neto kamatne marže, uz znatne razlike među državama. Povećanje neto kamatnog prihoda bilo je posebno vidljivo kod banaka u državama u kojima prevladavaju krediti s promjenjivim kamatnim stopama i u kojima je porast troškova financiranja banaka bio manji. Neprihodonosni krediti banaka ostali su na niskim razinama u drugom

tromjesečju 2023., ali su se stope neispunjavanja obveza za izloženosti poduzećima i kućanstvima već počele povećavati, što upućuje na daljnji porast neprihodonosnih kredita. Ako se materijaliziraju rizici nefinancijskih sektora zbog gospodarskih uvjeta koji su slabiji nego što se očekivalo, banke bi se mogle suočiti s rizikom povećanih troškova rezervacija.

**Kamatne stope na kredite poduzećima i kućanstvima dodatno su porasle u listopadu 2023., što je odraz povećanja kamatnih stopa monetarne politike ESB-a i pooštavanja standarda odobravanja kredita.** U razdoblju od početka srpnja 2022. do rujna 2023. kamatne stope monetarne politike ESB-a rastle su znatno i brzo, za ukupno 450 baznih bodova. To je dovelo do snažnog povećanja kamatnih stopa na kredite poduzećima i kućanstvima u svim državama europodručja (Grafikon 21.). Kamatne stope banaka na nove kredite nefinancijskim društvima i kućanstvima dosegnule su najvišu razinu u gotovo 15 godina u uvjetima oslabljenog odobravanja kredita i pooštavanja standarda odobravanja kredita. Od svibnja 2022., odnosno prije nego što je ESB najavio prvo povećanje kamatnih stopa u sadašnjem ciklusu pooštavanja, kamatne stope na kredite poduzećima i kućanstvima za kupnju kuće porasle su za oko 350 odnosno 210 baznih bodova. U listopadu 2023. kamatne stope na kredite poduzećima porasle su na 5,27 %, u usporedbi s 5,09 % u rujnu. Povećanje je obuhvatilo sva razdoblja fiksiranja kamatnih stopa, a najveći porast zabilježen je kod kredita s razdobljem fiksiranja kamatne stope između jedne godine i pet godina. Kamatne stope na nove potrošačke kredite kućanstvima ostale su uglavnom nepromijenjene i iznosile su 7,90 % u listopadu. Kamatne stope na nove kredite u kategoriji „ostali krediti kućanstvima”, koja uključuje trgovce pojedince, porasle su s 5,38 % u rujnu na 5,55 % u listopadu. Kamatne stope na nove kredite kućanstvima za kupnju kuće porasle su vrlo malo, s 3,89 % u rujnu na 3,91 % u listopadu. Ta sporija stopa rasta posljedica je napredne faze ciklusa pooštavanja i porasta obujma ponovno ugovorenih kredita koji su utjecali na smanjenje kamatnih stopa na nove kredite u nekim državama europodručja.<sup>9</sup> Porast je također bio izraženiji kod hipotekarnih kredita s promjenjivim kamatnim stopama nego kod ugovora s fiksnom kamatnom stopom, pri čemu su postojale razlike među državama. Rezultati ESB-ove [ankete o očekivanjima potrošača](#) iz listopada 2023. upućuju na to da potrošači očekuju da će se kamatne stope na hipotekarne kredite u sljedećih 12 mjeseci stabilizirati na malo višim razinama od sadašnjih. Potrošači iz ankete u velikom su neto postotku iskazali da su standardi odobravanja kredita strogi i da očekuju da će u navedenom razdoblju biti teže dobiti stambeni kredit. Dispersija kamatnih stopa na kredite poduzećima i kućanstvima po državama ostala je na niskim razinama (Grafikon 21., paneli a i b).

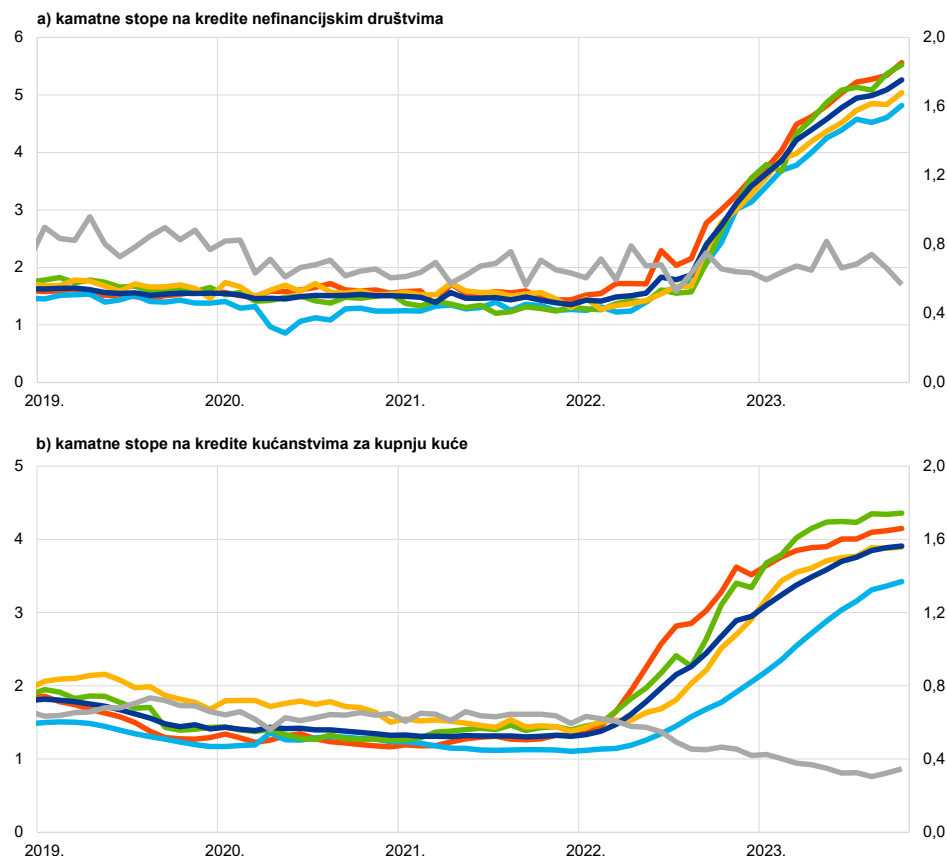
<sup>9</sup> Svrha ponovnog ugovaranja kredita jest olakšati buduća plaćanja dužnicima i osigurati da zajmodavac naposljetku bude isplaćen.

## Grafikon 21.

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

(postotci na godišnjoj razini, standardna devijacija)

- europodručje
- Njemačka
- Francuska
- Italija
- Španjolska
- standardna devijacija po državama (desno)



Izvor: ESB

Napomene: Složene kamatne stope banaka na kredite nefinancijskim društvima izračunavaju se agregiranjem kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa uporabom 24-mjesečnog pomičnog prosjeka iznosa novih poslova. Standardna devijacija po državama izračunava se uporabom nepromjenjivog uzorka od 12 država europodručja. Posljednji podatci odnose se na listopad 2023.

### Trošak tržišnog duga i izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira nefinancijskih društava znatno se smanjio u razdoblju od 14. rujna do 13. prosinca 2023.

Ukupan trošak financiranja za nefinancijska društva, odnosno složeni trošak zaduživanja kod banaka, trošak tržišnog duga i trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira, dosegnuo je najvišu višegodišnju razinu u listopadu, odnosno razine koje su posljednji put zabilježene u drugoj polovini 2010., a porastao je za 11 baznih bodova u odnosu na prethodni mjesec te iznosio 6,54 % (Grafikon 22.).<sup>10</sup> Povećanje je uglavnom bilo posljedica porasta troškova dugoročnog i kratkoročnog zaduživanja kod banaka. Međutim, trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima i trošak tržišnoga dužničkog financiranja smanjivao se tijekom cijeloga

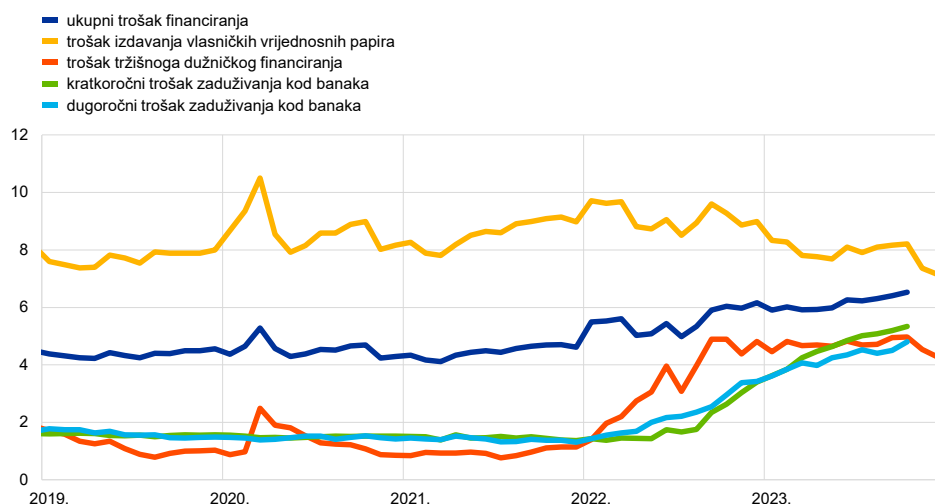
<sup>10</sup> S obzirom na to da su podatci o troškovima zaduživanja kod banaka dostupni s odmakom, podatci o ukupnom trošku financiranja za nefinancijska društva dostupni su samo za razdoblje do listopada 2023.

promatranog razdoblja, odnosno od 14. rujna do 13. prosinca 2023. Smanjenje troškova izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira bilo je potaknuto smanjenjem premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira i dugoročne nerizične kamatne stope (aproksimirane kamatnom stopom na desetogodišnje prekonoćne ugovore o razmjeni). Pad troškova tržišnoga dužničkog financiranja bio je gotovo jednak smanjenju nerizične kamatne stope s obzirom na to da su razlike prinosa na obveznice koje su izdala nefinancijska društva ostale gotovo nepromijenjene (vidi odjeljak 4.).

## Grafikon 22.

### Nominalni trošak vanjskog financiranja za nefinancijska društva u europskom području, raščlanjen na komponente

(postotci na godišnjoj razini)



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

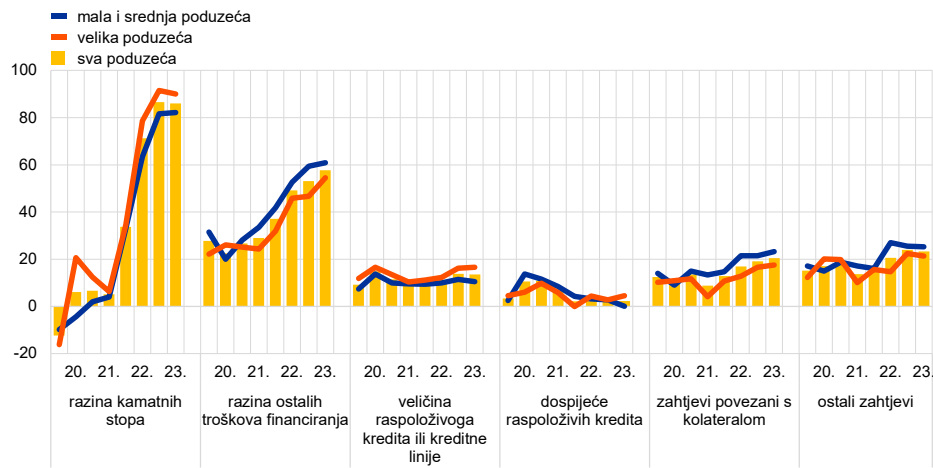
Napomene: Ukupni trošak financiranja za nefinancijska društva zasniva se na mjesečnim podatcima i izračunava se kao ponderirani prosjek troška zaduživanja kod banaka (mjesečni prosječni podatci), tržišnoga duga i izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (podatci na kraju mjeseca) na osnovi njihovih odgovarajućih nepodmirenih iznosa. Posljednji podatci odnose se na 13. prosinca 2023. za trošak tržišnoga dužničkog financiranja i za trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (dnevni podatci) i listopad 2023. za ukupni trošak financiranja i trošak zaduživanja kod banaka (mjesečni podatci).

**U anketi o pristupu financiranju poduzeća u europskom području poduzeća su i nadalje iskazivala sveobuhvatno povećanje kamatnih stopa banaka i ostalih troškova bankovnog financiranja u razdoblju od travnja do rujna 2023.** U najnovijem krugu ankete neto 86 % poduzeća iskazalo je povećanje kamatnih stopa banaka, u odnosu na 87 % u prethodnom krugu ankete (Grafikon 23.). Istodobno je povijesno visokih neto 58 % poduzeća (što je povećanje u odnosu na 53 %) iskazalo povećanje ostalih troškova financiranja (tj. terećenja, naknada i provizija). Porast kamatnih stopa banaka uglavnom su prijavila velika poduzeća, a na porast ostalih troškova bankovnih kredita češće su upućivala mala i srednja poduzeća. Izraženo na neto osnovi, poduzeća su iskazala i strože zahtjeve povezane s kolateralom. Unatoč strožim uvjetima financiranja, mali broj poduzeća iskazao je da je naišao na prepreke u dobivanju bankovnih kredita.

### Grafikon 23.

#### Promjene uvjeta bankovnog financiranja za poduzeća u europodručju

(neto postotak ispitanika)



Izvor: ESB-ova anketa o pristupu financiranju poduzeća u europodručju

Napomene: Podatci se zasnivaju na poduzećima koja su zatražila kredite banaka (uključujući subvencionirane kredite banaka), kreditne linije ili prekoračenja po bankovnim ili kreditnim karticama. Neto postotci jesu razlika između postotka poduzeća koja su iskazala povećanje određenog činitelja i postotka poduzeća koja su iskazala smanjenje. Podatci se odnose na anketni ciklus od 2022. do 2029. (listopad 2019. – ožujak 2020. do travanj 2023. – rujanj 2023.).

#### Poduzeća su iskazala i daljnje umjereno povećavanje jaza financiranja i očekivanja da će se dostupnost većine izvora vanjskog financiranja pogoršavati u budućnosti.

U europodručju je jaz vanjskog financiranja – odnosno razlika između promjene potrebe za vanjskim financiranjem i promjene njegove dostupnosti u svim financijskim instrumentima – iznosio 8 % (što je povećanje u odnosu na 6 % u prethodnom anketnom ciklusu). Više velikih poduzeća iskazalo je povećanje jaza financiranja u odnosu na mala i srednja poduzeća, što je bilo posljedica većih financijskih potreba za većinom financijskih instrumenata. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, poduzeća su malo pesimističnija glede dostupnosti vanjskog financiranja u sljedećih šest mjeseci. Zbog postojanog pooštavanja uvjeta bankovnog kreditiranja neto 18 % poduzeća očekuje da će doći do daljnjeg pogoršavanja dostupnosti bankovnih kredita u sljedećih šest mjeseci, dok za kreditne linije i dužničke vrijednosne papire taj postotak iznosi 15 % odnosno 17 %. Više malih i srednjih poduzeća očekuje da će se pogoršati dostupnost bankovnih kredita i kreditnih linija u odnosu na velika poduzeća. Nasuprot tome, udio poduzeća koja očekuju da će doći do pogoršanja dostupnosti dužničkih vrijednosnih papira bio je veći kod velikih poduzeća u odnosu na mala i srednja poduzeća.

#### Godišnji rast kredita nefinancijskim društvima postao je negativan u

**listopadu 2023.** Stopa rasta pala je na –0,3 % u listopadu, što je smanjenje u odnosu na 0,2 % u rujnu (Grafikon 24., panel a), uz znatne razlike među državama i dospijećima. Usporavanje je bilo posljedica izraženog smanjivanja potražnje za kreditima, djelomično zbog većih kamatnih stopa na zaduživanje i povezanih rezova planiranih rashoda, kao i pada ponude kredita, na što upućuje daljnje pooštavanje standarda odobravanja kredita u trećem tromjesečju 2023. Kratkoročna dinamika ostala je prigušena, na što upućuju mjesečni tokovi, koji su prosječno bili negativni u tri mjeseca do listopada. Godišnja stopa rasta kredita kućanstvima smanjila se s 0,8 % u rujnu na 0,6 % u listopadu (Grafikon 24., panel b) u uvjetima negativnih

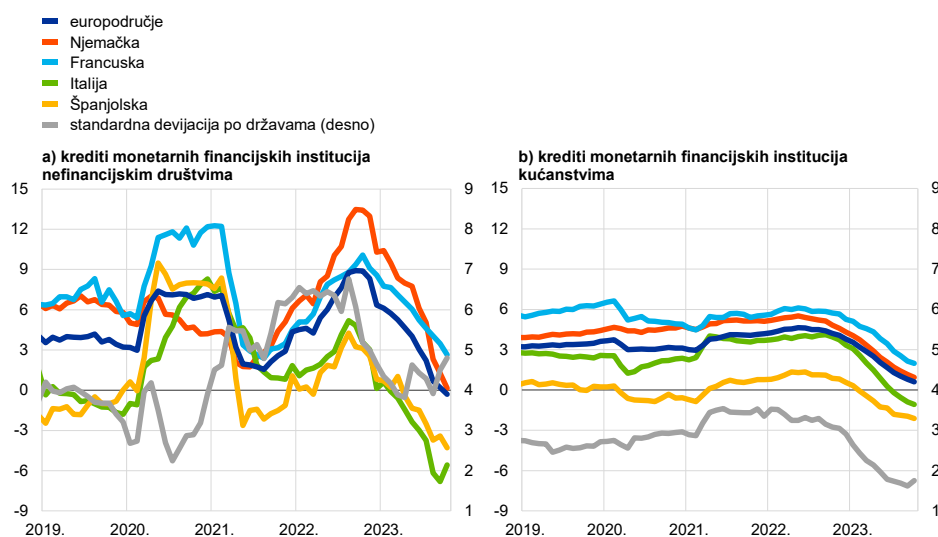


očekivanja u vezi s tržištima stambenih nekretnina, daljnjeg pooštavanja kreditnih standarda i viših kamatnih stopa na kredite. Padu su ponajviše pridonijeli stambeni krediti i krediti trgovcima pojedincima (tj. malim subjektima bez pravne osobnosti), dok su potrošački krediti bili otporniji unatoč pooštavanju standarda odobravanja kredita i padu pouzdanja potrošača. Kratkoročna dinamika upućuje na to da gotovo nije bilo novog neto kreditiranja u posljednja tri mjeseca.

#### Grafikon 24.

##### Kreditni monetarnih financijskih institucija u odabranim državama europodručja

(godišnje promjene u postotcima, standardna devijacija)



Izvor: ESB

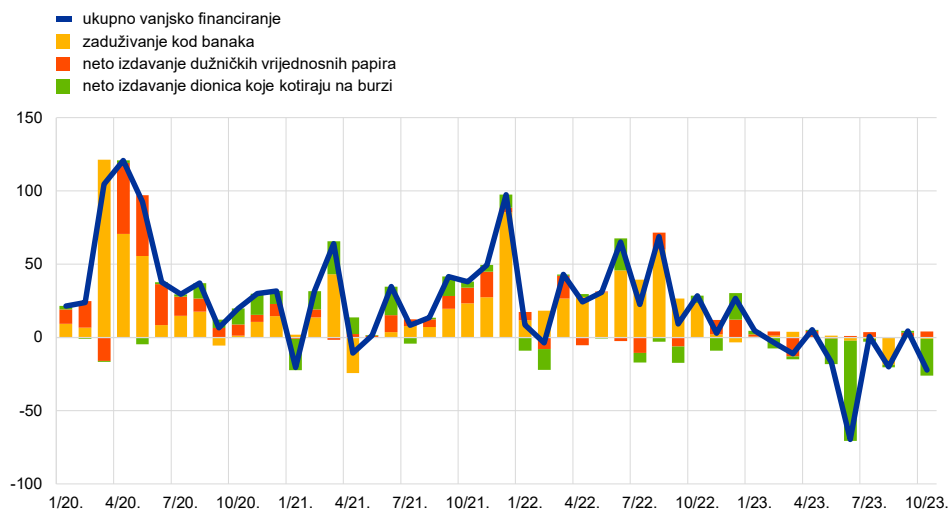
Napomene: Krediti monetarnih financijskih institucija prilagođeni su za prodaje kredita i sekuritizaciju, a u slučaju nefinancijskih društava krediti su prilagođeni i za obračunsko objedinjavanje sredstava. Standardna devijacija po državama izračunava se uporabom nepromjenjivog uzorka od 12 država europodručja. Posljednji podatci odnose se na listopad 2023.

**Rast neto vanjskog financiranja poduzeća u europodručju bio je slab u trećem tromjesečju 2023. i u listopadu, što je bilo posljedica niskih razina dužničkog financiranja.** Godišnja stopa rasta neto vanjskog financiranja smanjila se s 0,5 % u lipnju 2023. na -0,7 % u listopadu (Grafikon 25.). Za razliku od prijašnjih epizoda slabe kreditne dinamike, izdavanje obveznica poduzeća nije nadoknadilo pad kredita banaka. Izdavanje dionica koje kotiraju na burzi općenito je bilo prigušeno, a poduzeća su pribjegavala i otkupu dionica kako bi povećala prinose dioničara.

## Grafikon 25.

### 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 listopad 2023.

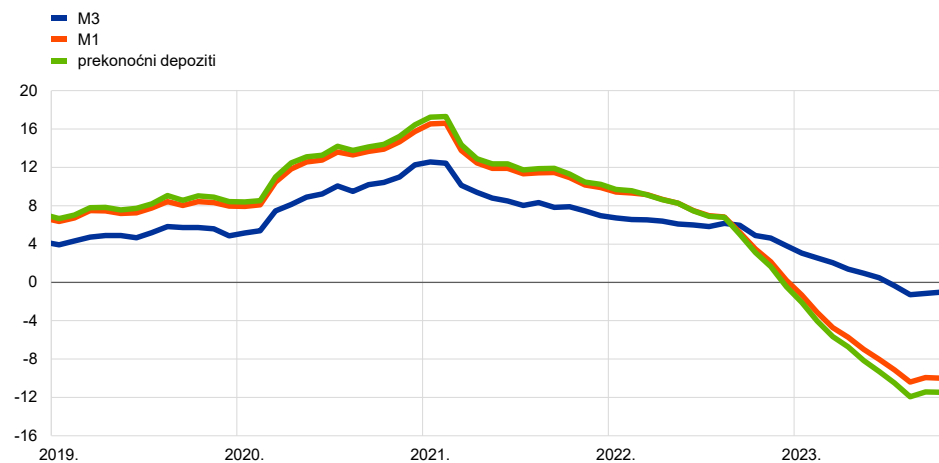
### Preraspodjela sredstava iz prekonoćnih depozita u oročene depozite ojačala je u listopadu.

Godišnji rast prekonoćnih depozita nastavio se smanjivati po dvoznamenkastim stopama i u listopadu je pao na  $-11,5\%$  u odnosu na  $-11,4\%$  u rujnu (Grafikon 26.). Porast kamatnih stopa utjecao je na veliku i rastuću razliku između oročenih i prekonoćnih depozita s obzirom na to da se kamatne stope na prekonoćne depozite sporije prilagođavaju promjenama kamatne stope monetarne politike od stopa na oročene depozite, što je u skladu s prethodnim ciklusima pooštavanja. To povećava oportunitetne troškove držanja likvidne imovine i potiče nastavak preraspodjele sredstava iz prekonoćnih depozita u oročene depozite. Kod kućanstava u listopadu je zabilježeno najveće mjesečno preusmjeravanje sredstava iz prekonoćnih depozita u oročene depozite od početka ciklusa pooštavanja. Kao i u prvoj polovini 2023. poduzeća su brže preusmjeravala svoja sredstva između tih dvaju instrumenata.

## Grafikon 26.

### M3, M1 i prekonoćni depoziti

(godišnja stopa rasta, prilagođeno za sezonske i kalendarske učinke)



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na listopad 2023.

**U listopadu 2023. rast novčane mase nastavio se smanjivati, a godišnje stope rasta bile su blizu svojih nedavno zabilježenih najnižih razina do sada zbog visokih oportunitetnih troškova, prigušenoga rasta kredita i smanjenja bilance Eurosustava.** U europodručju je godišnji rast najširega monetarnog agregata (M3) iznosio  $-1,0\%$  u listopadu, što je povećanje u odnosu na  $-1,2\%$  u rujnu (Grafikon 26.). Godišnji rast najužega monetarnog agregata (M1) smanjivao se po dvoznamenkastim stopama, a sveukupno usporavanje monetarne dinamike dodatno su ojačale promjene portfelja. U listopadu je iznosio  $-10,0\%$ , što je blago smanjenje u odnosu na  $-9,9\%$  u rujnu. Kao i prethodnih mjeseci, smanjenje bilance Eurosustava i stjecanje bankovnih obveznica od strane imatelja novca nastavili su utjecati na smanjivanje monetarne dinamike. Usto, otplate sredstava odobrenih u sklopu operacija TLTRO i povećani oportunitetni troškovi deponiranja na držanje likvidne imovine potiču banke na izdavanje obveznica s duljim dospeljima koje nisu uključene u M3. Monetarnu dinamiku istodobno sve više podupiru kupnje državnih obveznica od strane banaka i inozemnih ulagača, čime se u sustav unosi nov novac, kao i rastući višak na tekućem računu, koji dovodi do povećanih novčanih priljeva iz ostatka svijeta.

## 6. Fiskalna kretanja

*Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2023. procjenjuje se da se saldo proračuna opće države u europodručju umjereno poboljšao u 2023., a očekuje se da će se umjereno poboljšati i u 2024. Nakon toga uslijedilo bi samo neznatno daljnje poboljšavanje u 2025. i 2026. Uglavnom kao posljedica tih kretanja, djelovanje fiskalne politike u europodručju vjerojatno je bilo umjereno pooštreno u 2023., a očekuje se da će u 2024. uslijediti znatnije pooštavanje. U sljedeće dvije godine očekuje se samo vrlo blago daljnje pooštavanje. Predviđeno je da će omjer duga i BDP-a europodručja samo neznatno pasti tijekom projekcijskog razdoblja, s procijenjenih 89 % u 2023. na oko 88 % u 2026., što je usporavanje pada zabilježenog u odnosu na visoke razine tijekom pandemije. Usporedno sa slabljenjem energetske krize, vlade bi trebale nastaviti ukidati povezane mjere potpore. To je ključno kako bi se izbjeglo povećanje srednjoročnih inflacijskih pritisaka, koji bi inače doveli do potrebe za daljnjim pooštavanjem monetarne politike. Fiskalne politike trebale bi biti oblikovane tako da pridonose povećanju produktivnosti gospodarstva europodručja i postupnom smanjivanju velikoga javnog duga. Važno je da države članice brzo postignu dogovor o reformi okvira gospodarskog upravljanja EU-a.*

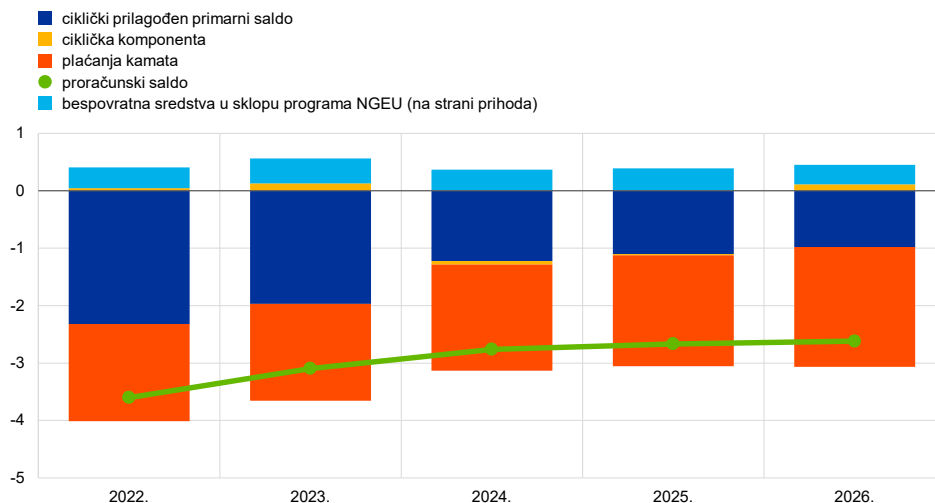
**Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2023. saldo proračuna opće države u europodručju polako će se poboljšavati tijekom cijeloga projekcijskog razdoblja.**<sup>11</sup> Projekcijama se procjenjuje da se proračunski manjak u europodručju smanjio na 3,1 % BDP-a u 2023. i da će se nastaviti smanjivati, na 2,8 % BDP-a u 2024., 2,7 % u 2025. i 2,6 % u 2026. (Grafikon 27.). Očekuje se da će ovo kretanje biti ponajprije potaknuto manjim negativnim ciklički prilagođenim primarnim saldima i da će ciklička komponenta biti uglavnom stabilna tijekom projekcijskog razdoblja. Predviđa se da će plaćanje kamata blago rasti tijekom projekcijskog razdoblja, ali to će povećanje biti umjereno u odnosu na porast tržišnih kamatnih stopa jer će prijenos biti postupan zbog dugoga preostalog dospjeća 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, koje je koncentrirano u 2023. i 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 dosegule 1,3 % BDP-a europodručja u 2023., a znatno će se smanjiti u 2024., na 0,4 % BDP a, te dodatno pasti na oko 0,1 % BDP-a u 2025. i 2026. Poboljšanje ciklički prilagođenoga primarnog salda također je pod utjecajem nedavne odluke njemačkoga Saveznoga ustavnog suda o kreditiranju u izvanrednim situacijama i utjecaju „kočnice duga”. Ipak, taj je utjecaj i nadalje neizvjestan s obzirom na to da njemački savezni proračun za 2024. još nije dovršen.

<sup>11</sup> Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, prosinac 2023.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 14. prosinca 2023.

## Grafikon 27.

### Proračunski saldo i njegove komponente

(postotci BDP-a)



Izvori: izračun ESB-a i makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, prosinac 2023.

Napomene: Ciklički prilagođen primarni saldo prilagođen je za bespovratna sredstva u sklopu programa Next Generation EU (NGEU) na strani prihoda. Podatci se odnose na ukupni sektor opće države svih 20 država europodručja (uključujući Hrvatsku).

**U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz rujna 2023. proračunski saldo povećan je neznatno u 2023., za 0,1 postotni bod, ostaje nepromijenjen u 2024. i umjereno se povećava, za 0,3 postotna boda, u 2025.**

Revizije su pod utjecajem revizije naviše cikličke komponente tijekom cijeloga projekcijskog razdoblja (za 0,4 postotna boda godišnje), što je u 2023. i 2024. gotovo u potpunosti neutralizirano nepovoljnijim ciklički prilagođenim primarnim saldonom. Međutim, revizija naviše cikličke komponente u 2025. neutralizirana je samo u manjoj mjeri. Doprinos kamatnih rashoda ostaje nepromijenjen tijekom projekcijskog razdoblja.

**Pretpostavlja se da će se djelovanja fiskalne politike u europodručju umjereno pooštriti tijekom razdoblja na koje se odnosi prognoza, posebice u 2024.**<sup>12</sup>

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. Ipak, ako se uzmu u obzir prethodne mjere, uključujući mjere koje su poduzete kao odgovor na izbijanje pandemije u 2020. i, u posljednje vrijeme, mjere poduzete kao odgovor na energetske i inflacijske šok, očekuje se da će razina fiskalne potpore u europodručju ostati uglavnom akomodativna tijekom cijeloga

<sup>12</sup> 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 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.

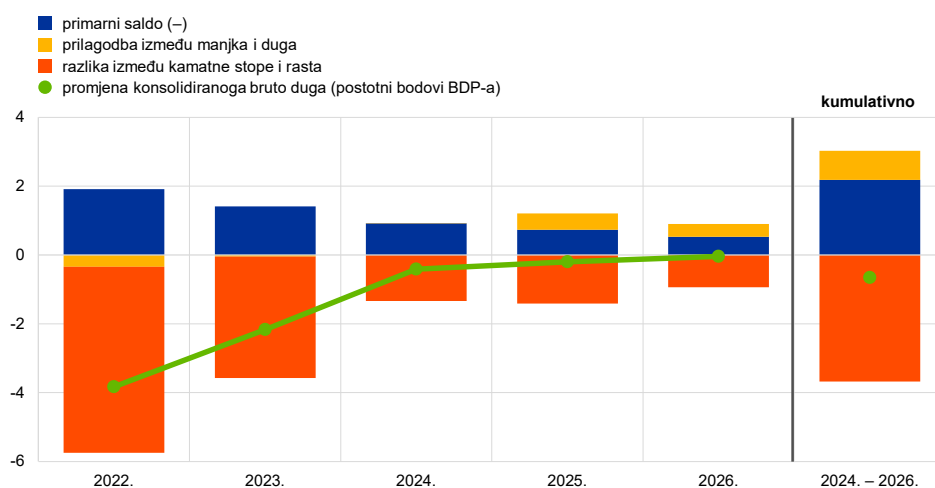
projekcijskog razdoblja. Ovu ukupnu procjenu gotovo ne mijenja malo očekivano pooštavanje fiskalne politike u 2025. i 2026.

**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 samo polako smanjivati s procijenjenih 88,7 % u 2023. na 88,1 % u 2026.** Udio duga povećao se za oko 13 postotnih bodova i dosegnuo oko 97 % u 2020., ali se otad postupno smanjivao, a očekuje se da će se nastaviti smanjivati tijekom projekcijskog razdoblja, iako znatno sporijom dinamikom. Predviđeni pad zasniva se na smanjenim, ali i nadalje negativnim, razlikama između kamatnih stopa i rasta nominalnog BDP-a, koje su djelomično neutralizirane postojećim primarnim manjkovima i očekivanim pozitivnim prilagodbama između manjka i duga u drugoj polovini projekcijskog razdoblja (Grafikon 28.).

### Grafikon 28.

#### Pokretači promjene državnog duga u europodručju

(postotci BDP-a, ako nije navedeno drugačije)



Izvori: izračun ESB-a i makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, prosinac 2023.  
Napomena: Podatci se odnose na ukupni sektor opće države svih 20 država europodručja (uključujući Hrvatsku).

**Usporedno sa slabljenjem energetske šoka, vlade bi trebale nastaviti ukidati povezane mjere potpore.** To je ključno kako bi se izbjeglo povećanje srednjoročnih inflacijskih pritisaka, koji bi inače doveli do potrebe za daljnjim pooštavanjem monetarne politike. U svojoj [izjavi](#) od 7. prosinca Euroskupina je pozvala države članice u kojima su još na snazi znatne mjere da te mjere ukinu što je prije moguće u 2024. i da povezane uštede iskoriste za smanjenje manjka. Iako provedba politika treba ostati agilna s obzirom na postojeće neizvjesnosti, Euroskupina je smatrala da je ukupna restriktivna fiskalna politika primjerena za europodručje u 2024. kako bi se poboljšala održivost javnih financija i izbjeglo stvaranje inflacijskih pritisaka. Osim toga, bit će važno da fiskalne politike budu oblikovane tako da pridonose povećanju produktivnosti gospodarstva europodručja i postupnom smanjivanju velikoga javnog duga. To se najbolje može ostvariti unutar čvrstog okvira EU-a za koordinaciju i nadzor gospodarskih i fiskalnih politika. U svojem [mišljenju](#) od 5. srpnja 2023. o prijedlogu reforme gospodarskog upravljanja u Uniji, ESB je pozvao zakonodavce

EU-a da što prije, a najkasnije do kraja 2023., postignu dogovor o reformi okvira gospodarskog upravljanja.<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> Dana 21. prosinca 2023., odnosno nakon sastanka Upravnog vijeća u prosincu na koji se odnosi ovaj broj Ekonomskog biltena, Europsko vijeće postiglo je [dogovor](#) o reformi gospodarskog upravljanja EU-a, čime je otvoren put za trijalog između Komisije, Vijeća i Europskoga parlamenta.

# Okviri

## 1. Uvjeti na američkom tržištu državnih vrijednosnih papira i reakcije globalnog tržišta na američku monetarnu politiku

Priredili: Magdalena Grothe, Ana-Simona Manu i Peter McQuade

**Tržište državnih vrijednosnih papira SAD-a najveće je i najlikvidnije tržište državnih vrijednosnih papira na svijetu.** S ukupno 25 bil. USD nepodmirenih vrijednosnih papira, to se tržište rabi za financiranje američke vlade i ima glavnu ulogu u provođenju monetarne politike američke središnje banke. Američki državni vrijednosni papiri također su ključna referentna vrijednost za domaće financiranje američkoga privatnog sektora i za međunarodna tržišta. Promjene likvidnosnih uvjeta na tom tržištu stoga mogu imati zamjetljive posljedice za globalna financijska tržišta.

**Likvidnost na američkom tržištu državnih vrijednosnih papira u posljednje se vrijeme smanjila zbog niza činitelja.** Grafikon A (panel a) prikazuje promjene likvidnosti na tržištu obveznica u odabranim razvijenim gospodarstvima, uključujući tržište američkih državnih vrijednosnih papira, mjereno „splajn razlikom prinosa” (engl. *spline spread*), što je prosječna pogreška estimacije (engl. *fitting error*) u krivulji prinosa. Ta razlika prinosa služi kao zamjenska vrijednost za raspon arbitražnih mogućnosti na tržištu obveznica, pri čemu se više vrijednosti povezuju s manjom tržišnom likvidnošću.<sup>1</sup> Neometano funkcioniranje američkoga tržišta državnih vrijednosnih papira posljednjih je godina nekoliko puta naišlo na izazove, posebice na početku pandemije u ožujku 2020. U novije vrijeme pooštravanje monetarne politike (uključujući smanjenu apsorpciju američkih državnih vrijednosnih papira od strane američke središnje banke, kao što je prikazano plavom linijom u Grafikonu A, panelu b) i povećana neizvjesnost glede inflacije i rasta vjerojatno su pridonijeli smanjenoj likvidnosti i povećanoj osjetljivosti američkoga i globalnog tržišta državnih obveznica.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Likvidnost je također u inverznom odnosu s kolebljivošću jer, pod uvjetom da se ništa drugo ne mijenja, održavatelji tržišta povećavaju svoje razlike između kupovne i prodajne cijene i stvaraju manju dubinu kako bi upravljali povećanim rizikom povezanim sa zauzimanjem pozicije u trenutku kada je kolebljivost na visokoj razini. Vidi Fleming, M., „[How Has Treasury Market Liquidity Evolved in 2023?](#)”, *Liberty Street Economics*, 17. listopada 2023.

<sup>2</sup> Pojednosti o činiteljima koji pridonose trenutačnoj niskoj likvidnosti vidi u [Quarterly Review](#), Banka za međunarodne namire (BIS), rujan 2023.; [Global Financial Stability Review](#), Međunarodni monetarni fond, listopad 2023, Poglavlje 1. i Duffie, D., „[Dealer Capacity and US Treasury market functionality](#)”, *BIS Working Papers*, broj 1138, BIS, listopad 2023.

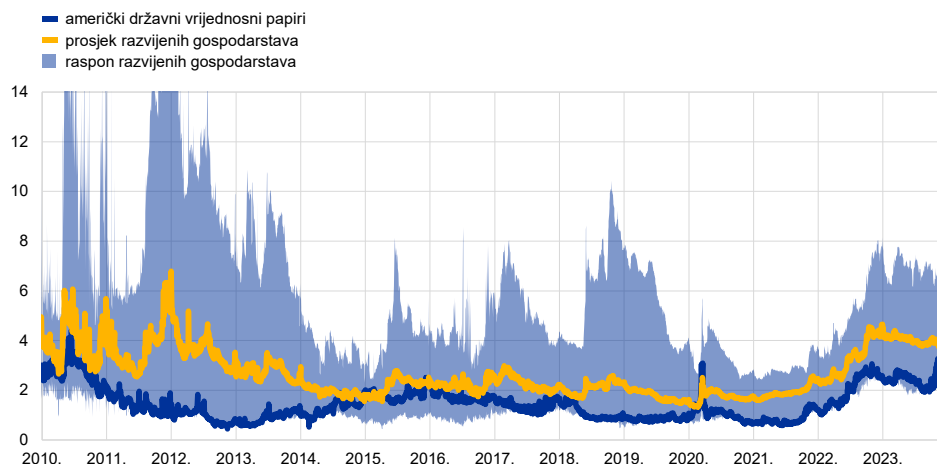


## Grafikon A

### Kretanja likvidnosti na tržištima državnih obveznica

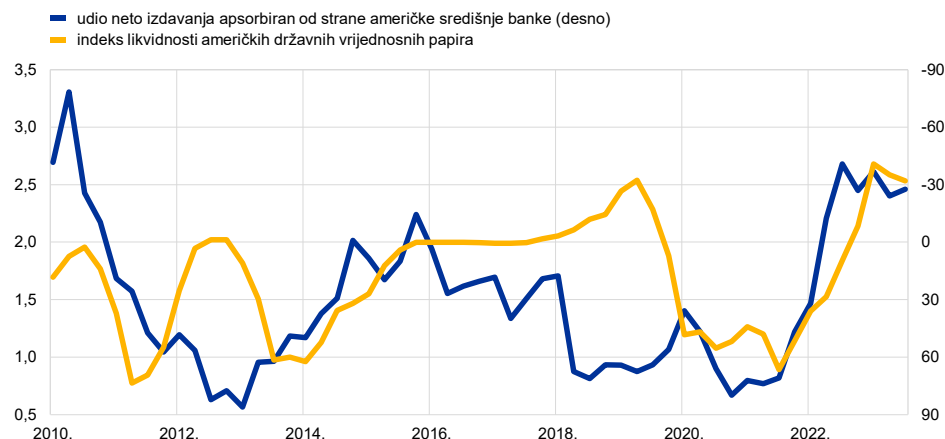
#### a) splajn razlike prinosa na američke državne vrijednosne papire i državne obveznice odabranih drugih glavnih razvijenih gospodarstava

(postotci)



#### b) splajn razlike prinosa na američke državne vrijednosne papire i apsorpcija izdavanja američkih državnih vrijednosnih papira od strane američke središnje banke

(lijevo: vrijednosti indeksa, desno: postotci (obrnuto))



Izvori: Bloomberg, Haver i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Panel a): „splajn raspon“ krivulje prinosa mjeri zbroj apsolutnih vrijednosti odstupanja između promatrane krivulje prinosa i kubične splajn interpolacije. Ovaj pokazatelj obuhvaća postojanje arbitražnih mogućnosti, što je obilježje nelikvidnih tržišta, a ubraja se u nekoliko pokazatelja tržišne likvidnosti koji su obično međusobno visoko korelirani. Povećanje razlike prinosa označuje manju likvidnost. Ostala razvijena gospodarstva uključuju Kanadu, Francusku, Njemačku, Italiju, Japan, Španjolsku i Ujedinjenu Kraljevinu. U razdoblju od 2011. do 2012. maksimalne vrijednosti splajn raspona dosegnule su oko 25 baznih bodova, ali to zbog čitljivosti nije prikazano na grafikonu. Panel b): udio neto izdavanja apsorbiran od strane američke središnje banke izračunat je kao prosjek četiriju tromjesečja. Indeks likvidnosti prikazuje prosječnu pogrešku prinosa skupa američkih trezorskih zapisa i obveznica s preostalim dospeljećem od godinu dana ili duljim. Desna skala obrnuta je tako da više vrijednosti označuju manju apsorpciju izdavanja američkih državnih vrijednosnih papira.

Posljednji podatci: panel a) 15. prosinca 2023., panel b) treće tromjesečje 2023.

### Aktivnost fondova s financijskom polugom na američkom tržištu državnih

ročnica možda također povećava osjetljivost tržišta na nove informacije. Neto kratke pozicije fondova s financijskom polugom na tržištu američkih državnih ročnica dosegnule su povijesno visoke razine od oko 650 mlrd. USD, od čega oko

300 mlrd. USD ima dospijeće od dvije godine (Grafikon B).<sup>3</sup> To može biti povezano s nekoliko strategija trgovanja, kao što su „trgovina na osnovi gotovine i ročnica” (engl. *cash-futures basis trade*) ili usmjereno trgovanje u kojemu se očekuje povećanje kamatnih stopa.<sup>4</sup> Iako bi ova aktivnost u načelu mogla pomoći u održavanju likvidnosti na promptnom tržištu državnih vrijednosnih papira, postoje naznake da bi u nekim razdobljima mogla potencijalno pogoršati tržišnu osjetljivost.<sup>5</sup>

### Grafikon B

#### Špekulativne pozicije fondova s financijskom polugom u američkim državnim ročnicama

##### neto pozicija u američkim državnim ročnicama

(mlrd. USD)



Izvori: Bloomberg, Commodity Futures Trading Commission i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje zbroj neto pozicija dvogodišnjih, petogodišnjih i desetogodišnjih američkih državnih ročnica koje drže fondovi s financijskom polugom. Neto pozicije odnose se na vrijednost dugih pozicija umanjenu za vrijednost kratkih pozicija. Posljednji podatci: 15. prosinca 2023.

#### Učinak šoka američke monetarne politike na cijene obveznica može se razlikovati ovisno o uvjetima na američkom tržištu državnih vrijednosnih papira.

Empirijskom analizom ispituje se mogu li uvjeti na američkom tržištu državnih vrijednosnih papira biti relevantni za jačinu učinka šoka američke monetarne politike na tržište obveznica. U empirijskom okviru naglasak je stavljen na učinak šokova američke monetarne politike jer su oni obično važan pokretač globalnih uvjeta financiranja. Metode lokalne projekcije primjenjuju se u ispitivanju kako se učinci na tržišta obveznica razlikuju ovisno o uvjetima na američkom tržištu

<sup>3</sup> Fondovi s financijskom polugom obično su fondovi za ograničavanje rizika čije strategije mogu uključivati izravne pozicije ili arbitražu unutar tržišta i među njima. Kratka pozicija u ugovoru o obvezničkim ročnicama profitabilna je ako cijena obveznica pada.

<sup>4</sup> Trgovina na osnovi gotovine i ročnica uključuje zauzimanje kratke pozicije u državnim ročnicama i zauzimanje duge pozicije u gotovom novcu te pozajmljivanje na tržištu repo ugovora radi financiranja te trgovine. Povezuje ju se s pojavom ozbiljne nelikvidnosti američkog tržišta državnih vrijednosnih papira poznatom pod nazivom „utrka za gotovinom” (engl. *dash for cash*) u ožujku 2020. Vidi Vissing-Jorgensen, A., „The Treasury Market in Spring 2020 and the Response of the Federal Reserve”, *Journal of Monetary Economics*, sv. 124, studeni 2021., str. 19. – 47. i Schrimpf, S., Shin, H.S. i Sushko, V., „Leverage and margin spirals in fixed income markets during the Covid-19 crisis”, *BIS Bulletin*, broj 2, BIS, travanj 2020.

<sup>5</sup> Primjerice, povećana osjetljivost može biti povezana s činjenicom da su takve strategije trgovanja općenito povezane s visokom financijskom polugom i izložene promjenama repo stopa i marža za ročnice. Vidi i Avalos, F. i Sushko, V., „Margin leverage and vulnerabilities in US Treasury futures”, *BIS Quarterly Review*, BIS, rujan 2023., Okvir A i Barth, D., Kahn, R.J. i Mann, R., „Recent Developments in Hedge Funds’ Treasury Futures and Repo Positions: is the Basis Trade ‘Back?’”, *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, kolovoz 2023.

državnih vrijednosnih papira. Analiziraju se dvije vrste ovisnosti o stanju na tržištu. Prvim pristupom ispituje se postoji li razlika u učinku američke monetarne politike ovisno o razini likvidnosti na američkom tržištu državnih vrijednosnih papira, mjereno „splajn rasponom”, odnosno razlikom između promatrane krivulje prinosa i splajn interpolirane krivulje (engl. *spline interpolated curve*) (kao što je prikazano u Grafikonu A). Drugim pristupom ispituje se postoji li razlika u učinku američke monetarne politike ovisno o veličini neto pozicija koje fondovi s financijskom polugom drže na osnovi ugovora o američkim državnim ročnicama (kao što je prikazano u Grafikonu B). Šokovi američke monetarne politike utvrđuju se u dnevnom modelu bayesovske vektorske autoregresije (BVAR) uz primjenu ograničenja predznaka, a kalibrirani su na prosječno pooštavanje od 10 baznih bodova prinosa na desetogodišnje američke državne vrijednosne papire tijekom jednog tjedna.<sup>6</sup> Procjenom lokalne projekcije kontroliraju se promjene kolebljivosti na dioničkom tržištu i gospodarske aktivnosti, pri čemu se uključuje indikatorska varijabla kako bi se kontroliralo razdoblje pandemije.

### **Analiza upućuje na to da je učinak šoka američke monetarne politike veći kada je tržišna likvidnost niska ili kad su kratke pozicije s financijskom polugom velike.**

Učinak šoka američke monetarne politike na prinose na dvogodišnje američke državne vrijednosne papire veći je kad je likvidnost na tržištu američkih državnih vrijednosnih papira relativno niska (Grafikon C, panel a).<sup>7</sup> To je u skladu s prethodnim studijama koje upućuju na to da financijska tržišta obično postaju osjetljivija na informacije kada je tržišna likvidnost ograničena.<sup>8</sup> Slično tome, učinak šoka američke monetarne politike na prinose na dvogodišnje američke državne vrijednosne papire obično je veći kada fondovi s financijskom polugom imaju relativno veće neto kratke pozicije u američkim državnim ročnicama (Grafikon C, panel b).<sup>9</sup> Intervali pouzdanosti procijenjenih učinaka od 68 % donekle se preklapaju, što pokazuje da razlike među učincima nisu uvijek značajne, iako među američkim državama postoje razlike s obzirom na osjetljivost tržišta na šokove.

<sup>6</sup> Više pojedinosti o dnevnom BVAR modelu vidi u Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M. i Van Robays, I., „What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk”, *Working Paper Series*, broj 2560, ESB, svibanj 2021.

<sup>7</sup> Šok američke monetarne politike koji veličinom odgovara prosječnom učinku od 10 baznih bodova na prinos na desetogodišnje američke državne vrijednosne papire dovodi do porasta prinosa na dvogodišnje američke državne vrijednosne papire od oko 13 baznih bodova nakon jednog tjedna u razdobljima niske likvidnosti, dok taj porast iznosi oko 7 baznih bodova kada je likvidnost na tržištu američkih državnih vrijednosnih papira relativno visoka.

<sup>8</sup> Vidi, primjerice, Guimaraes, R., Pinter, G. i Wijndants, J. C., „The liquidity state-dependence of monetary policy transmission”, *Staff Working Papers*, broj 1045, Bank of England, listopad 2023.; de Vette, N., Klaus, B., Kordel, S. i Sowiński, A., „Why market and funding liquidity matter and how they interact”, *Financial Stability Review*, ESB, svibanj 2023., Special Feature A, Odjeljak 2. i Adrian, T. i Shin, H. S., „Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles”, *Current Issues in Economics and Finance*, sv. 14, broj 1, Banka federalnih rezervi New York, siječanj/veljača 2008.

<sup>9</sup> Procjene pokazuju da se prinosi na dvogodišnje američke državne vrijednosne papire povećavaju za oko 12 baznih bodova nakon šoka monetarne politike kada su neto kratke pozicije fondova s financijskom polugom znatne, a to povećanje iznosi oko 9 baznih bodova kada su te kratke pozicije relativno ograničene.

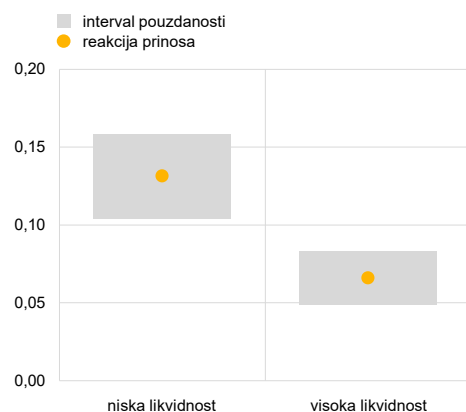
## Grafikon C

### Učinak šoka američke monetarne politike ovisno o uvjetima na tržištu američkih državnih vrijednosnih papira

procijenjena reakcija prinosa na dvogodišnje američke državne vrijednosne papire ovisno o:

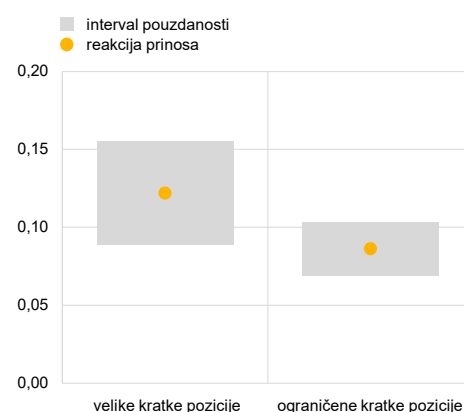
#### a) likvidnosti tržišta američkih državnih vrijednosnih papira

(postotni bodovi)



#### b) neto kratkim pozicijama u američkim državnim vrijednosnim papirima

(postotni bodovi)



Izvori: Bloomberg Finance L.P., Refinitiv i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Žute točke označuju srednju procjenu reakcije prinosa na dvogodišnje američke državne vrijednosne papire na šok monetarne politike. Šok odgovara pooštavanju prinosa na desetogodišnje američke državne vrijednosne papire od oko 10 baznih bodova tijekom jednog tjedna, a procijenjen je u dnevnom BVAR modelu uz primjenu kombinacije predznaka i ograničenja relativne veličine. Impulsne reakcije prikazane su u trenutku ostvarenja utjecaja, a procijenjene su primjenom lokalnih projekcija uz uvažavanje trenutačnih i prošlih uvjeta na tržištu, što je u skladu s Ramey, V. i Zubairy, S., „Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from US Historical Data”, *Journal of Political Economy*, sv. 126(2), travanj 2018., str. 850. – 901., pri čemu se pretpostavlja da je gama parametar prijelaza (engl. *state transition parameter gamma*) jednak 2. U procjeni se upotrebljavaju tjedni podaci tijekom razdoblja od 2010. do 2013., uz kontroliranje gospodarske aktivnosti, uvjeta financiranja, kamatnih stopa i neizvjesnosti na tržištu (mjereno indeksom Citigroup Economic Surprise, razlikom između stopa na desetogodišnje i dvogodišnje američke državne vrijednosne papire, indeksom financijskih uvjeta, VIX-om i MOVE-om), a uključuje i indikatorsku varijablu za krizu koja se odnosi na izbijanje pandemije tijekom veljače i ožujka 2020. Stanja su definirana na osnovi likvidnosti na tržištu američkih državnih vrijednosnih papira (panel a) i neto pozicija fondova s financijskom polugom u ugovorima na američke državne ročnice (panel b). Osjenčana područja odnose se na intervale pouzdanosti od 68 % na osnovi standardnih pogrešaka Neweyja i Westa. Posljednji podatci: rujan 2023.

**Rezultati također donekle dokazuju da uvjeti na tržištu američkih državnih vrijednosnih papira mogu pojačati reakcije na američku monetarnu politiku na tržištima obveznica u drugim državama.** Utvrđeno je da je učinak šoka američke monetarne politike na tržišta obveznica drugih razvijenih gospodarstava malo veći ako su likvidnosni uvjeti na tržištima američkih državnih vrijednosnih papira stroži nego što je uobičajeno (Grafikon D, paneli a i b).<sup>10</sup> To bi moglo biti povezano s važnom ulogom američkih državnih vrijednosnih papira u različitim strategijama trgovanja i određivanju referentnih cijena, kao i s činjenicom da pogoršavanje likvidnosti na američkim tržištima može biti povezano i sa smanjenjem likvidnosti na globalnom tržištu.

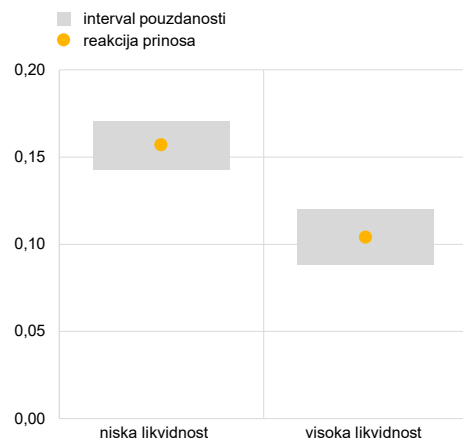
<sup>10</sup> Šok američke monetarne politike povezan je s povećanjem inozemnih dugoročnih prinosa i inozemnih kratkoročnih kamatnih stopa od oko 16 baznih bodova odnosno oko 3 bazna boda kada je likvidnost na tržištu američkih državnih vrijednosnih papira manja od uobičajene, dok u uobičajenim likvidnosnim uvjetima taj porast iznosi oko 10 baznih bodova odnosno oko 1 bazni bod.

## Grafikon D

Procijenjena reakcija prinosa u drugim razvijenim gospodarstvima na šok američke monetarne politike ovisno o likvidnosnim uvjetima na tržištu američkih državnih vrijednosnih papira

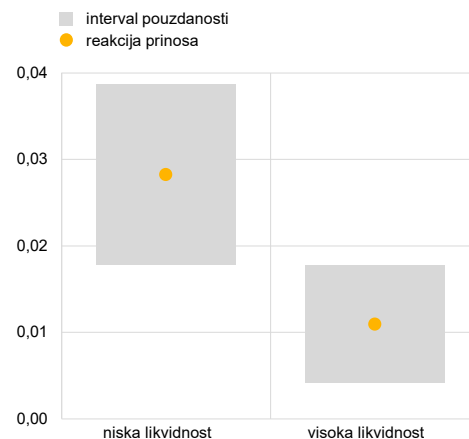
a) reakcija dugoročnih prinosa

(postotni bodovi)



b) reakcija kratkoročnih kamatnih stopa

(postotni bodovi)



Izvori: Bloomberg Finance L.P., Refinitiv i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Žute točke označuju srednju procjenu reakcije dugoročnih prinosa (panel a) i kratkoročnih kamatnih stopa (panel b) u razvijenim gospodarstvima na šok američke monetarne politike. Šok odgovara smanjenju prinosa na desetogodišnje američke državne vrijednosne papire od oko 10 baznih bodova tijekom jednog tjedna, a procijenjen je u dnevnom BVAR modelu uz primjenu kombinacije predznaka i ograničenja relativne veličine. Impulsne reakcije prikazane su nakon jednog tjedna i procijenjene su tijekom razdoblja od 2010. do 2013. primjenom lokalnih projekcija uz uvažavanje ovisnosti o stanju na tržištu. Procjene koeficijenata lokalnih projekcija iznesene su u ovisnosti o stanju na tržištu američkih državnih vrijednosnih papira. Stanje likvidnosti na američkom tržištu državnih vrijednosnih papira određeno je primjenom zamjenske vrijednosti zasnovane na prosječnim pogreškama prinosa na američke državne obveznice iz prilagođene krivulje za državne vrijednosne papire. Dodatne kontrole uključuju indeks kolebljivosti na dioničkom tržištu VIX, indekse US and global Citi Economic Surprise i pomake ovisne varijable. Osjenčana područja odnose se na intervale pouzdanosti od 68 % na osnovi standardnih pogrešaka Neweyja i Westa. Posljednji podatci: rujna 2023.

**Općenito gledano, empirijska analiza upućuje na to da bi reakcije domaćega i globalnog tržišta obveznica na monetarnu politiku SAD-a mogle biti jače u određenim uvjetima na tržištu američkih državnih vrijednosnih papira.** Ti nalazi mogu pomoći u pojašnjavanju dijela relativno velikih prilagodba prinosa na američke državne vrijednosne papire tijekom 2023. jer smanjena likvidnost na tržištu američkih državnih vrijednosnih papira može biti jedan od činitelja koji pridonose pojačanoj osjetljivosti prinosa. Empirijski rezultati također upućuju na povezanost između uvjeta na tržištu američkih državnih vrijednosnih papira i sveobuhvatnije osjetljivosti tržišta obveznica na monetarnu politiku.

## 2. Geopolitički rizici i cijene nafte

Priredili: Massimo Ferrari Minesso, Marie-Sophie Lappe i Denise Rößler

**Odnos između geopolitičkih kretanja i cijena nafte nije posve jasan.** Promatrano u povijesnom kontekstu, ne postoji jasan odnos između cijena nafte i geopolitičkih događaja, kao što su nove napetosti između država ili teroristički napadi. Primjerice, neposredno nakon napada 11. rujna, cijene nafte tipa Brent porasle su za oko 5 % (što je oko pet puta više od prosječne dnevne promjene tih cijena u razdoblju od 2000. do 2003.). Ipak, u roku od 14 dana cijena je pala za oko 25 % zbog zabrinutosti glede slabljenja potražnje za naftom. Kada je Rusija napala Ukrajinu u veljači 2022., cijene nafte tipa Brent porasle su za gotovo 30 % u prva dva tjedna nakon invazije. Ipak, cijene su se ponovo smanjile i nakon osam tjedana vratile na razine prije napada. U posljednje vrijeme cijene nafte tipa Brent porasle su za oko 4 % nakon terorističkih napada u Izraelu 7. listopada 2023., a potom su se stabilizirale.<sup>1</sup> Promatrano u sveobuhvatnijem kontekstu, Grafikon A prikazuje indeks globalnoga geopolitičkog rizika (engl. *global geopolitical risk*, GPR) Caldarea i Iacoviella (2022.) u odnosu na logaritam cijene sirove nafte tipa Brent.<sup>2</sup> Indeks je konstruiran primjenom metoda tekstualne analize na novinske članke i medijske izvještaje o događajima povezanim s globalnim geopolitičkim napetostima.<sup>3</sup> Veliki skokovi indeksa, koji obuhvaćaju značajne geopolitičke događaje, nisu sustavno povezani s višim ili kolebljivijim cijenama nafte. Naprotiv, nakon brojnih događaja cijene nafte ostale su niske tijekom nekoliko mjeseci.

---

<sup>1</sup> Nakon jednog mjeseca cijena nafte tipa Brent bila je niža od razine zabilježene dan prije napada, odnosno iznosila je 79 USD po barelu.

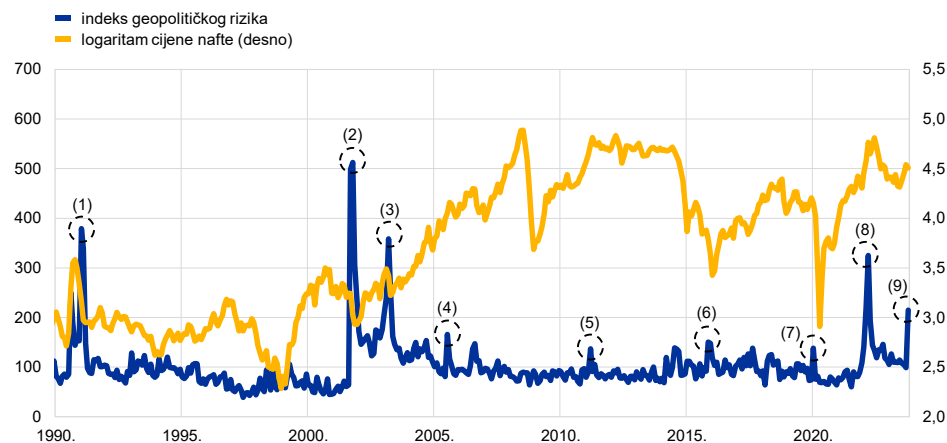
<sup>2</sup> Caldara, D. i Iacoviello, M., „Measuring Geopolitical Risk”, *American Economic Review*, American Economic Association, sv. 112, broj 4, 2022., str. 1194. – 1225.

<sup>3</sup> Indeks se zasniva na deset novina (*Chicago Tribune*, *The Daily Telegraph*, *Financial Times*, *The Globe and Mail*, *The Guardian*, *Los Angeles Times*, *The New York Times*, *USA Today*, *The Wall Street Journal* i *The Washington Post*) i konstruiran je brojenjem članaka koji se odnose na nepovoljne geopolitičke događaje u pojedinim novinama tijekom pojedinog mjeseca (kao udio u ukupnom broju novinskih članaka). Zasebno je konstruiran za globalno gospodarstvo i za 44 države.

## Grafikon A

### Cijene nafte i geopolitički rizik od 1990.

(lijevo: indeks, desno: logaritam cijene sirove nafte tipa Brent)



Izvori: Haver, Caldara i Iacoviello (2022.) i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Posljednji podatci odnose se na listopad 2023. Numerirani vrhunci odnose se na sljedeće geopolitičke događaje: (1) Zaljevski rat, (2) teroristički napadi 11. rujna, (3) invazija na Irak, (4) teroristički napad u Londonu, (5) Arapsko proljeće i građanski rat u Libiji, (6) teroristički napadi u Parizu, (7) napad na američko veleposlanstvo u Iraku, (8) invazija Rusije na Ukrajinu, (9) rat između Izraela i Hamasa.

### Geopolitički šokovi mogu utjecati na cijene nafte zbog usporavanja

**gospodarske aktivnosti ili većih rizika za ponudu sirovina.** Geopolitički rizici u načelu mogu utjecati na cijene sirovina i nafte putem dvaju glavnih kanala. Prvo, povećane geopolitičke napetosti djeluju kao negativan šok globalne potražnje jer povećavaju neizvjesnost glede gospodarskih izgleda, što negativno utječe na potrošnju i ulaganja i može dovesti do poremećaja u međunarodnoj trgovini. Ti činitelji zajedno dovode do kontrakcije globalne gospodarske aktivnosti, što naposljetku smanjuje globalnu potražnju za naftom i njezine cijene. Takvo djelovanje poznato je pod nazivom kanal gospodarske aktivnosti. Drugo, kanal rizika uključuje mogućnost da financijska tržišta u cijenu buduće ponude nafte uključe više rizike koji premašuju trenutni geopolitički šok. To povećava gotovinsku vrijednost držanja ugovora za naftu, što je poznato pod nazivom prigodni prinos (engl. *convenience yield*), a stvara pritiske na povećanje cijena nafte tipa Brent.<sup>4</sup> Ta dva kanala djeluju na tržište nafte u suprotnim smjerovima, a empirijsko je pitanje koji će kanal prevladati. Dodatni činitelji koji se ne mogu jasno razlučiti uključuju mogućnost da proizvođači nafte odluče prilagoditi svoju proizvodnju kako bi stabilizirali cijene.

### Globalni geopolitički šok obično stvara pritiske na smanjenje cijene nafte.

Reakcija cijena nafte – mjerena naftom tipa Brent – na globalne geopolitičke šokove može se utvrditi VAR modelom, pri čemu se isključuje reakcija proizvođača nafte i kontroliraju globalna aktivnost i financijski ciklus.<sup>5</sup> Model obuhvaća razdoblje od

<sup>4</sup> Vidi Szymanowska, M., de Roon, F., Nijman, T. i van den Goorbergh, R., „An Anatomy of Commodity Futures Risk Premia”, *Journal of Finance*, American Finance Association, sv. 69, broj 1, 2014., str. 453. – 482.

<sup>5</sup> Šokovi su utvrđeni pomoću Choleskyjeva poretka (engl. *Cholesky ordering*), pri čemu je indeks GPR prvi u poretku, kao u Caldara i Iacoviello, *op. cit.* Poredek upućuje na to da svaka istodobna korelacija između ekonomskih varijabla i indeksa GPR odražava učinak geopolitičkih događaja na ekonomske varijable, a ne obrnuto. Caldara i Iacoviello daju opširno vrednovanje ove pretpostavke egzogenosti.

siječnja 2000. do listopada 2023., a procijenjen je bajesovskim metodama.<sup>6</sup> Grafikon B prikazuje početne i tromjesečne procijenjene reakcije cijene nafte tipa Brent na geopolitički šok od jednoga standardnog odstupanja, što je jednako približno desetini vrijednosti koju je indeks poprimio nakon napada 11. rujna (žuta točka u grafikonu, odnosi se na šok globalnoga geopolitičkog rizika). Procijenjene elastičnosti upućuju na to da je potrebno vrijeme kako bi globalni geopolitički šokovi utjecali na cijene nafte tipa Brent, koje u početku ostaju stabilne (elastičnost se ne razlikuje znatno od nule), a potom pada za oko 1,2 % nakon jednog tromjesečja. To znači da u reakciji tržišta nafte prevladava kanal gospodarske aktivnosti – odnosno popratni učinci povećane neizvjesnosti na potražnju.<sup>7</sup> Drugim riječima, globalni geopolitički rizici obično upućuju na negativne rizike za cijene nafte.

---

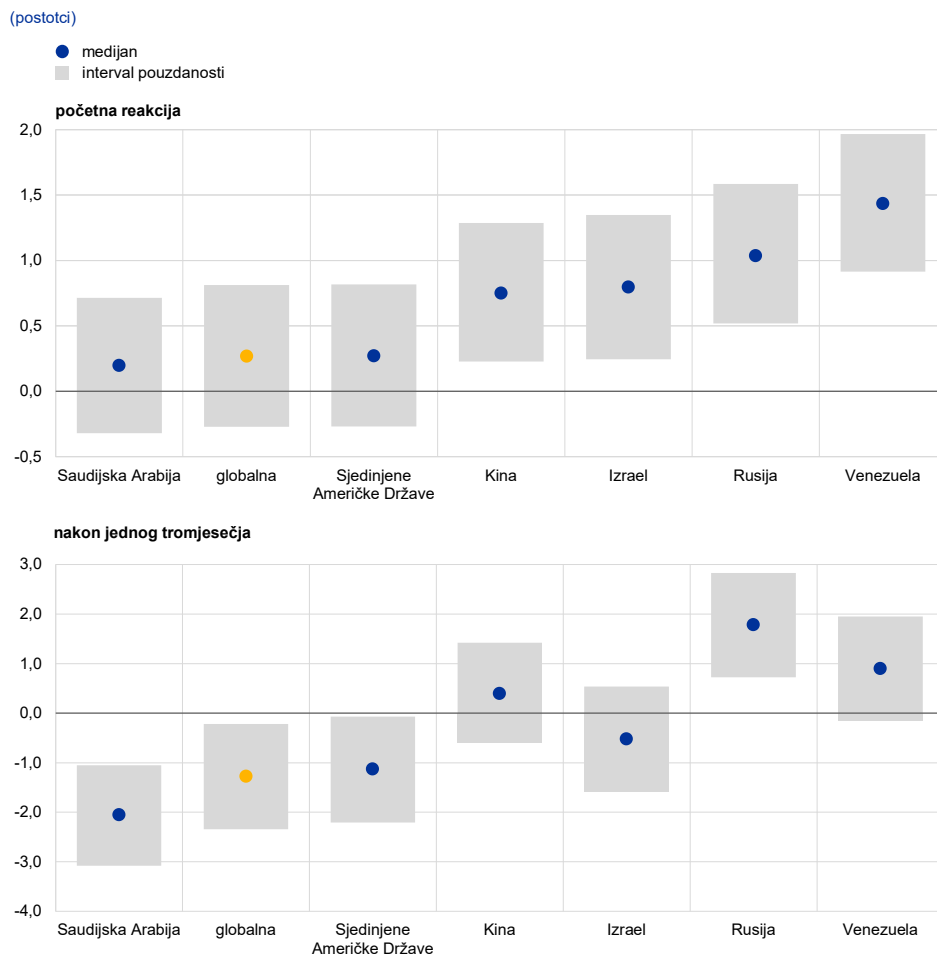
<sup>6</sup> Posebice, kako bi se obuhvatio globalni financijski ciklus, VAR model uključuje 12 odnaka za pet mjesečnih varijabla: globalni indeks GPR, (logaritam) cijene nafte tipa Brent, (logaritam) svjetske industrijske proizvodnje, (logaritam) cijena na američkom tržištu dionica i dvogodišnji prinos. Model je procijenjen bajesovskim metodama i standardnom Minnesota apriornom distribucijom. Rezultati su robusni kada se u obzir uzme pandemija bolesti COVID-19 kao u Lenza, M. i Primiceri, G.E., „[How to estimate a vector autoregression after March 2020](#)”, *Journal of Applied Econometrics*, sv. 37, broj 4, 2022., str. 688. – 699. Uzorak obuhvaća razdoblje od siječnja 2000. do listopada 2023.

<sup>7</sup> Globalna industrijska proizvodnja smanjuje se za oko 0,1 %, a cijene dionica smanjuju se za 0,5 % u istom razdoblju.



## Grafikon B

### Procijenjene reakcije cijena nafte na šokove u pojedinim državama i na globalne geopolitičke šokove



Izvori: Haver, Caldara i Iacoviello (2022.) i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje reakciju cijena nafte tipa Brent na šok geopolitičkog rizika od jednoga standardnog odstupanja. Šokovi su utvrđeni kao u Caldara i Iacoviello (2022.), VAR modeli za pojedinu državu procijenjeni su pomoću Choleskyjeva poretka, pri čemu je indeks GPR prvi u poretku. Svaki VAR uključuje indeks GPR za pojedinu državu, globalnu industrijsku proizvodnju, cijenu nafte tipa Brent, indeks domaćega dioničkog tržišta i prinos na dvogodišnje američke državne vrijednosne papire. U logaritme ulaze sve varijable, isključujući indeks i dvogodišnji prinos. Uzorak obuhvaća razdoblje od siječnja 2000. do listopada 2023. Države su poredane prema veličini početne reakcije.

**Ipak, učinak geopolitičkih šokova razlikuje se među državama ovisno o izvoru pojedinog šoka.** Napetosti čiji su izvor ključni proizvođači nafte ili države koje imaju stratešku ulogu u distribuciji naftnih proizvoda mogu različito utjecati na tržište nafte. Ako države uključene u geopolitičke napetosti imaju malen udio u globalnom gospodarstvu, nije vjerojatno da će znatno utjecati na globalni rast; to bi djelovalo u smjeru smanjivanja utjecaja geopolitičkih šokova putem kanala gospodarske aktivnosti. Ipak, ako su uključene države ključni proizvođači na globalnim tržištima nafte, rizici za ponudu nafte mogli bi stvoriti znatne pritiske na povećanje cijena. Ova hipoteza može se testirati procjenom reakcije cijena nafte tipa Brent na geopolitičke šokove u pojedinim državama, za razliku od globalnih geopolitičkih šokova. U tu svrhu Grafikon B također daje procijenjene elastičnosti cijena nafte na geopolitičke šokove koji potječu iz nekih od najvećih proizvođača nafte (Sjedinjene Američke Države, Saudijska Arabija, Rusija i Kina), Venezuele (koja ima najveće naftne

rezerve) i Izraela (koji nije proizvođač nafte, ali je ključan akter u bliskoistočnoj politici).<sup>8</sup> Procjene pokazuju znatne razlike u reakcijama pojedinih država, što upućuje na to da nisu svi geopolitički šokovi jednaki. Šokovi iz SAD-a ponašaju se slično kao globalni šokovi; reakcija je u početku zanemariva, a potom postaje negativna nakon jednog tromjesečja, za  $-1,1$  %. To ne iznenađuje s obzirom na važnu ulogu Sjedinjenih Američkih Država u globalnom gospodarstvu. Reakcije su različite kada se razmatraju šokovi iz drugih izvora. Šokovi u Saudijskoj Arabiji i nadalje su kontrakcijski, što znači da geopolitička kretanja u toj državi odražavaju globalne obrasce.<sup>9</sup> Ipak, geopolitičke napetosti povezane s Kinom, Izraelom, Rusijom i Venezuelom stvaraju pritiske na povećanje cijena nafte tipa Brent, koja odmah raste za  $0,8$  % do  $1,5$  %.<sup>10</sup> U tim državama jasno prevladava kanal rizika: cijene nafte rastu jer trgovci očekuju poremećaje u budućoj opskrbi naftom.

**Pritisци na cijene nafte koji proizlaze iz negativnih geopolitičkih šokova općenito su kratkotrajni, a elastičnosti za većinu država postaju zanemarive nakon jednog tromjesečja.**<sup>11</sup> Cjenovni pritisci izazvani geopolitičkim šokovima u većini su država kratkotrajni zbog slabljenja zabrinutosti glede buduće ponude nafte.<sup>12</sup> Ipak, učinci na cijene mogu potrajati dulje ovisno o trajanju geopolitičkih napetosti u promatranom uzorku ili zbog činitelja specifičnih za pojedinu državu. Sveukupno gledano, empirijski dokazi upućuju na to da geopolitički šokovi mogu imati različite posljedice ovisno o tome koje su države zahvaćene. Povećane geopolitičke neizvjesnosti u posljednje vrijeme naglašavaju da je potrebno odrediti narav geopolitičkih šokova kako bi se njihovi učinci na cijene nafte i inflaciju razdvojili.

---

<sup>8</sup> Isključeni su Iran i Irak, dvije države koje su važni proizvođači nafte, jer za njih nisu dostupni indeksi za pojedinu državu. Umjesto toga, uključen je Izrael kao najbliži geopolitički susjed Irana, s obzirom na to da napetosti u Izraelu često uključuju i Iran. U tom slučaju elastičnosti se konstruiraju tako da se globalni indeks zamjenjuje jednim od indeksa za pojedinu državu. VAR-om se kontroliraju lokalna i globalna makroekonomska kretanja, a indeks se upotrebljava kao interni instrument za utvrđivanje geopolitičkih šokova u pojedinoj državi.

<sup>9</sup> Globalni indeks GPR i indeks GPR za Saudijsku Arabiju u snažnoj su korelaciji.

<sup>10</sup> Rezultati za Izrael možda obuhvaćaju potencijalno uključivanje Irana – važnog proizvođača nafte – u geopolitičke napetosti.

<sup>11</sup> Što se tiče Rusije, geopolitički šokovi nastavili su utjecati na tržišta nafte nakon jednog tromjesečja, a cijene su ostale više za  $2$  %. U slučaju ruske invazije na Ukrajinu u 2022. to bi moglo odražavati postavljanje embarga na uvoz nafte iz Rusije.

<sup>12</sup> To je vjerojatno posljedica toga što su geopolitičke napetosti kratkotrajne ili zbog toga što ponudu nadomještaju drugi proizvođači nafte. Ovi podatci ne podupiru alternativno objašnjenje da se globalna potražnja smanjuje nakon regionalnih geopolitičkih šokova u tim gospodarstvima jer je reakcija globalne proizvodnje obično zanemariva u VAR modelima za pojedine države.

### 3. Potencijalna proizvodnja u razdobljima privremenih šokova ponude

Priredili: Guzmán González-Torres, José Emilio Gumiel i Béla Szörfi

**Prema procjenama većine važnih međunarodnih institucija, proizvodni jaz europodručja posljednjih je godina negativan ili vrlo blizu nule, unatoč porastu temeljne inflacije u europodručju.**<sup>1</sup> Uzimajući u obzir pitanja povezana s politikom koja se odnose na fiskalnu, financijsku i vanjsku održivost, procjene potencijalne proizvodnje koje izrađuju međunarodne institucije kao što su Međunarodni monetarni fond (MMF), Organizacija za gospodarsku suradnju i razvoj (OECD) i Europska komisija izračunavaju se pod pretpostavkom da potencijalna proizvodnja uglavnom fluktuiraju samo zbog reakcije na srednjoročne – odnosno trajne ili vrlo postojeće – strukturne šokove.<sup>2</sup> Taj pristup zadržan je tijekom pandemije i povezanog šoka ponude, za koji su mnogi pretpostavili da će biti privremene naravi s obzirom na ukidanje mjera za sprječavanje širenja zaraze i podupiruću ulogu makroekonomskih politika.<sup>3</sup>

**Jednostavan model agregatne potražnje i agregatne ponude prikazuje kako privremeni šokovi ponude, koji ne mijenjaju potencijalnu proizvodnju, stvaraju proizvodne jazove koji su u negativnoj korelaciji s inflacijom.**<sup>4</sup> Model predviđa da pozitivni šokovi agregatne potražnje stvaraju pozitivne proizvodne jazove i pridonose rastu proizvodnje i inflacije (Grafikon A, panel a). Privremeni negativni šokovi na strani ponude – odnosno šokovi ponude koji uzrokuju inflaciju, ali ne mijenjaju potencijalnu proizvodnju – istodobno dovode do smanjenja proizvodnje ispod njezina potencijala. Drugim riječima, takvi šokovi dovode do negativnih proizvodnih jazova (Grafikon A, panel b). Istodoban pad proizvodnje i porast inflacije koji ne dovodi do negativnoga proizvodnog jaza mogu se ostvariti samo ako potencijalna proizvodnja padne najmanje koliko i proizvodnja. Ako izostane utjecaj na potencijalnu proizvodnju i pod pretpostavkom da ne dođe do znatnih učinaka u

- <sup>1</sup> Vidi „Autumn 2023 Economic Forecast: A modest recovery ahead after a challenging year”, Europska komisija, Bruxelles, studeni 2023., „World Economic Outlook: Navigating Global Divergences”, MMF, Washington D.C., listopad 2023. i „Economic Outlook: Restoring growth”, OECD, Pariz, studeni 2023.
- <sup>2</sup> Vidi Chalaux, T. i Guillemette, Y., „The OECD Potential Output Estimation Methodology”, *Economics Department Working Papers*, broj 1563, OECD, Pariz, 2019., Havik, K. et al., „The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates and Output Gaps”, *Economic Papers*, 535, Europska komisija, Bruxelles, studeni 2014. i De Resende, C., „IEO Evaluation Report”, *IMF Forecasts*, Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund, Washington D.C., travanj 2014., Poglavlje 5.
- <sup>3</sup> Više pojedinosti vidi u članku pod naslovom „The impact of COVID-19 on potential output in the euro area”, *Ekonomski bilten*, broj 7, ESB, Frankfurt na Majni, 2020.
- <sup>4</sup> Makroekonomska teorija sadržava različite koncepte potencijalne proizvodnje koji se razlikuju po stupnju u kojem pokušavaju postići kompromis između relativno stabilne dugotrajne razine proizvodnje i uključivanja učinaka inflacijskih pritisaka koji se pojavljuju za vrijeme privremenih šokova proizvodnih kapaciteta gospodarstva. Vidi, primjerice, Vetlov, I., Hlédik, T., Jonsson, M., Kucsera, H. i Pisani, M., „Potential Output in DSGE Models”, *Working Paper Series*, broj 1351, ESB, Frankfurt na Majni, 2011. Međunarodne institucije obično mjere potencijalnu proizvodnju kao najvišu razinu gospodarske aktivnosti koja se može održavati tijekom dugog razdoblja. U skladu s tim, mjerila potencijalne proizvodnje odražavaju srednjoročno do dugoročno stajalište prema proizvodnji, sa stopama rasta koje se kreću relativno sporo tijekom vremena. Razlika između stvarne i potencijalne proizvodnje naziva se proizvodni jaz, što odražava cikličku poziciju gospodarstva. U normalnim vremenima – tj. kada šokovi potražnje diktiraju fazu gospodarstva – smatra se da proizvodni jaz upućuje na kratkoročne inflacijske pritiske.

drugom krugu zbog porasta plaća, inflacija se vraća na početnu razinu. U prvom slučaju proizvodni jaz približava se nuli s pozitivne razine, a u drugom se slučaju vraća s negativne razine na nulu.

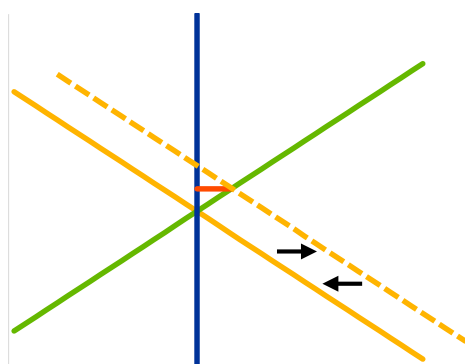
## Grafikon A

### Jednostavan model agregatne potražnje i agregatne ponude

#### a) šok agregatne potražnje

(os x: proizvodnja, os y: inflacija)

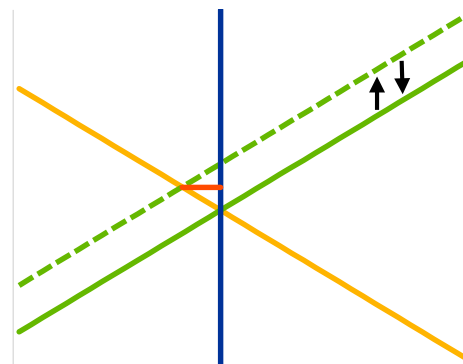
- početna agregatna potražnja
- početna agregatna ponuda
- potencijalna proizvodnja
- proizvodni jaz
- šok agregatne potražnje



#### b) privremeni šok agregatne ponude

(os x: proizvodnja, os y: inflacija)

- početna agregatna potražnja
- početna agregatna ponuda
- potencijalna proizvodnja
- proizvodni jaz
- privremeni šok ponude



Izvor: stručnjaci ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje model agregatne ponude i agregatne potražnje,<sup>5</sup> pri čemu je proizvodnja prikazana na osi x, a inflacija na osi y. Raspored agregatne ponude označuje stopu inflacije koja bi bila rezultat odluka poduzeća o cijenama na bilo kojoj razini proizvodnje u kratkom razdoblju. Raspored agregatne ponude ostvaruje pomak prema gore (dolje) zbog promjena strukture troškova poduzeća – kao što su povećanja (smanjenja) cijena ulaznih parametara, smanjenja (povećanja) dostupnosti ulaznih parametara i smanjenja (povećanja) produktivnosti – kao i povećanja (smanjenja) inflacijskih očekivanja poduzeća. Raspored agregatne potražnje označuje iznos robe i usluga koje kućanstva, poduzeća, država i vanjski sektor zahtijevaju u kratkom roku i na bilo kojoj razini inflacije. Raspored agregatne potražnje ostvaruje pomak prema van (unutra) zbog različitih šokova potražnje, primjerice, povećanja (smanjenja) dohotka kućanstava, smanjenja (povećanja) investicijskih troškova, povećanja (smanjenja) državne potrošnje ili deprecijacije (aprecijacije) tečaja. Pretpostavljena privremena narav opisanih šokova potiče odgovarajuće rasporede da se najprije pomaknu prema van (gore) i da se potom vrate na svoje početne pozicije. Proizvodni jaz mjeri se kao horizontalna udaljenost između ravnotežne razine proizvodnje i potencijalne proizvodnje. Pretpostavlja se da potencijalna proizvodnja cijelo vrijeme ostaje ista.

### Strukturni modeli, kao što su novi model na razini europodručja (engl. *New Area-Wide Model*, NAWM), mogu pomoći u zornom prikazivanju učinaka

šokova ponude na potencijalnu proizvodnju.<sup>6</sup> NAWM se primjenjuje u raščlambi proizvodnog jaza Europske komisije, koji se određuje kao promatrana varijabla.

Ovim okvirom zasebno se određuju pokretači ponude i potražnje (Grafikon B), među ostalim činiteljima. Raščlamba pokazuje da se, u slučaju kada se potencijalna proizvodnja smatra relativno neometanom, modelom utvrđuje da su nedavni šokovi ponude dali negativan doprinos proizvodnom jazu. Također se utvrđuje da su šokovi ponude imali ograničenu ulogu u razdoblju prije pandemije, pri čemu su prevladavali šokovi potražnje. Općenito, čini se da je prevladavanje šokova ponude iznimna pojava u povijesnom kontekstu.

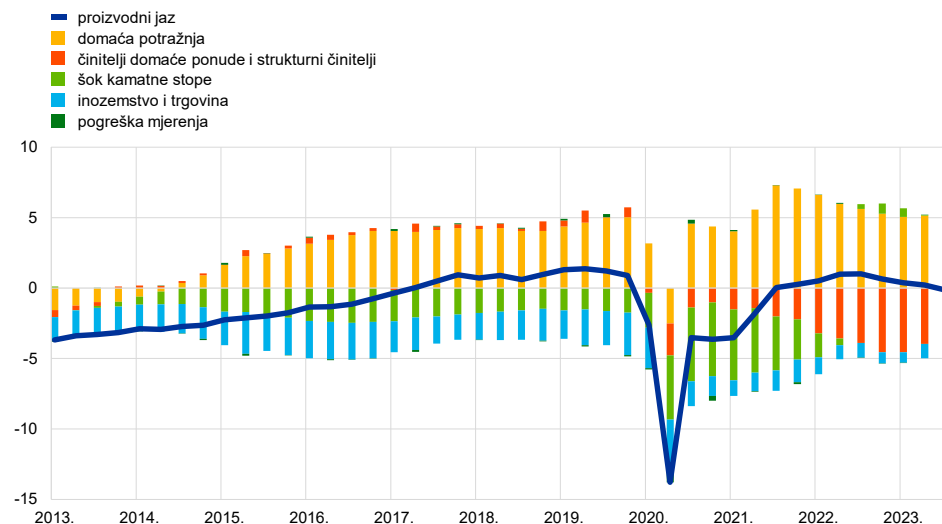
<sup>5</sup> Primjerice, vidi Robert, F., Bernanke, B., Antonovics, K. i Heffetz, O., „Principles of Economics”, Eight Edition, McGraw-Hill Education, New York, NY, 2022.

<sup>6</sup> NAWM je dinamički stohastički model opće ravnoteže koji se primjenjuje u projekcijama ESB-a. Vidi Coenen, G., Karadi, P., Schmidt, S. i Warne, A., „The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector”, *Working Paper Series*, broj 2200, ESB, Frankfurt na Majni, studeni 2018.

## Grafikon B

### Raščlamba šoka zasnovana na NAWM-u interpolirane procjene proizvodnog jaza Europske komisije

(os x: tromjesečja, os y: postotci potencijalne proizvodnje i doprinosi u postotcima)



Izvori: Ekonomska prognoza Europske komisije u jesen 2023. i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Europska komisija ne daje tromjesečne procjene proizvodnog jaza. Stručnjaci ESB-a stoga su interpolirali godišnje procjene proizvodnog jaza na tromjesečnu osnovu. Kategorija „činitelji domaće ponude i strukturni činitelji“ uključuje doprinose početnog stanja, šok diskontne stope modela, trajni tehnološki šok, privremene tehnološke šokove i tehnološke šokove povezane s ulaganjima te marže na plaće i cijene. „Šok kamatne stope“ obuhvaća šok kratkoročne kamatne stope i šok smanjenja marže banke u odnosu na stanovništvo. „Domaća potražnja“ uključuje šok domaće premije za rizik i šok državne potrošnje. Kategorija „inozemstvo i trgovina“ obuhvaća šokove inozemne potražnje, inozemnih cijena, tromjesečnih i desetogodišnjih američkih kamatnih stopa, izvoznih cijena konkurenata, cijena nafte, inozemne potražnje, izvoznih preferencija, šokove marža za izvozne i uvozne cijene i šok inozemne premije za rizik.

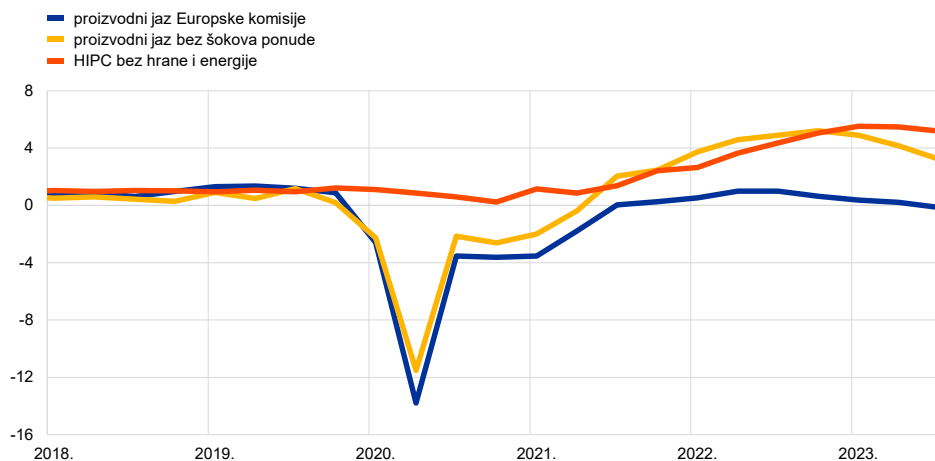
**Ako bi se procjene proizvodnog jaza prilagodile za navedene šokove ponude, proizvodni jaz postao bi pozitivniji u godinama od 2021. do 2023., ali bi to dovelo do kolebljivije procjene potencijalne proizvodnje.** To bi bila izravna posljedica pretpostavke da su šokovi ponude utvrđeni NAWM-om trajnije naravi nego što bi se moglo pretpostaviti na osnovi prethodne raščlambe, pa se stoga uglavnom apsorbiraju potencijalnom proizvodnjom, a ne proizvodnim jazom. (Grafikon C, panel a). Procjena potencijalne proizvodnje koja proizlazi iz ovoga misaonog pokusa pada u 2020. i ponovo u 2022. zbog prolaznih šokova ponude, što znatno povećava njezinu kolebljivost (Grafikon C, panel b).

### Grafikon C

#### Uključivanje privremenih šokova ponude u procjenu potencijalne proizvodnje Europske komisije

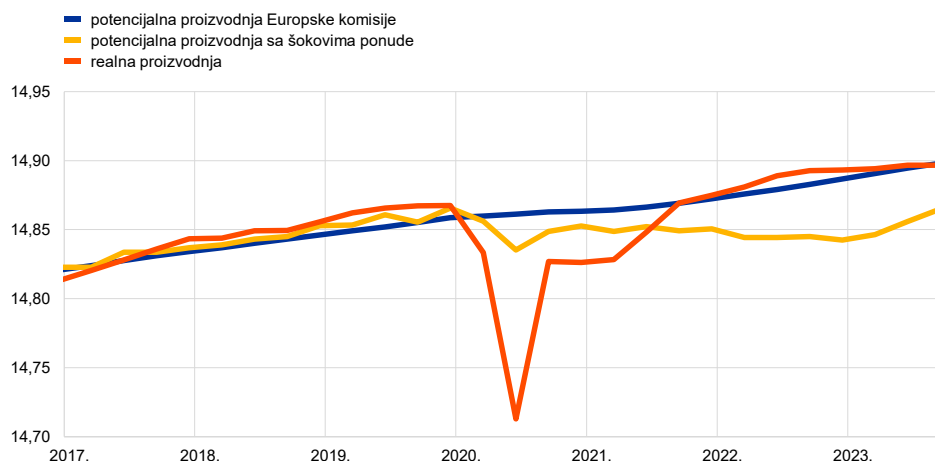
##### a) alternativne procjene proizvodnog jaza i inflacija mjerena HIPCX-om

(os x: tromjesečja, os y: postotak potencijalne proizvodnje, godišnje promjene u postotcima)



##### b) alternativne procjene potencijalne proizvodnje i realni BDP

(os x: tromjesečja, os y: logaritamske razine)



Izvori: Ekonomska prognoza Europske komisije u jesen 2023. i izračun stručnjaka ESB-a  
Napomene: Serija „proizvodni jaz bez šokova ponude“ prikazuje proizvodni jaz Europske komisije nakon što se oduzmu šokovi ponude utvrđeni NAWM-om u Grafikonu B. Serija „potencijalna proizvodnja sa šokovima ponude“ prikazuje procjenu implicitne potencijalne proizvodnje koja proizlazi iz spomenute procjene proizvodnog jaza.

#### Mjerila slabosti gospodarstva koja se zasnivaju na anketama obuhvaćaju iskorištenost kapaciteta ili relativnu snagu potražnje bez potrebe za ekonomskim modelom.

Ta mjerila daju empirijske smjernice o mjeri u kojoj prolazne promjene proizvodnih kapaciteta na razini poduzeća utječu na razinu potencijalne proizvodnje relevantne za inflaciju. Ankete kojima se ispituje stupanj iskorištenosti kapaciteta u poduzećima pokazuju da su poduzeća koja se bave prerađivačkom industrijom, uslugama i građevinarstvom na početku pandemije poslovala na relativno visokoj razini kapaciteta, a tijekom pandemije poslovala su na razini nižoj od smanjene iskorištenosti kapaciteta, na koju upućuju procjene

standardnoga proizvodnog jaza.<sup>7</sup> Iskorištenost kapaciteta brzo se oporavila u 2021. i početkom 2022. dosegla dosad najviše razine. Znatno se smanjila u prerađivačkoj industriji tijekom 2022. i 2023. (iako je ostala iznad povijesnog prosjeka), a ostala je snažna u sektorima usluga i građevinarstva.

**Mjerila slabosti izvedena iz anketa na razini poduzeća bolje odražavaju kretanja inflacije posljednjih godina, ali se njima dobivaju kolebljivija mjerila trenda proizvodnje.**

Iskorištenost kapaciteta snažno je povezana s inflacijom mjerenom HIPC-om bez hrane i energije, što upućuje na postojane, iako donekle oslabljene, pritiske na rast temeljne inflacije (Grafikon D, panel a). Ekonometrijska analiza u kojoj se primjenjuje Phillipsova krivulja reduciranog oblika potvrđuje da se mjerilima slabosti zasnovanima na anketama dobivaju malo manje pogreške u prognoziranju kratkoročne inflacije za nedavno razdoblje visoke inflacije. Ipak, pokazatelji slabosti zasnovani na anketama na razini poduzeća daju još kolebljiviji trend proizvodnje za razdoblje tijekom pandemije od mjerila slabosti koje je konstruirano primjenom NAWM-a (Grafikon D, panel b). To upućuje na zaključak da ti pokazatelji možda nisu primjereni za procjene srednjoročne potencijalne proizvodnje.

---

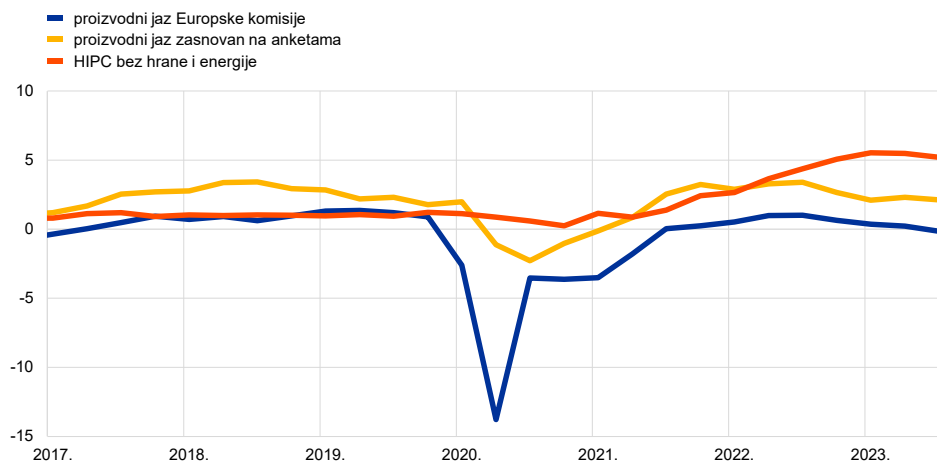
<sup>7</sup> Ankete poduzeća Europske komisije mjere prosječnu razinu iskorištenosti kapaciteta poduzeća, kao i glavne ekonomske činitelje koji ograničavaju proizvodnju: potražnja, radna snaga, ostali ulazni parametri (materijali, oprema i prostor), financijska ograničenja, vremenske prilike, ostali činitelji ili nijedan od spomenutih činitelja. Iako su podatci o iskorištenosti kapaciteta za prerađivačku industriju i usluge dostupni tek od početka 2011., serije za neke ograničavajuće činitelje dostupne su za oba ta sektora i za građevinarstvo počevši od 2003. Među njima, potražnja kao ograničavajući činitelj proizvodnje u visokoj je korelaciji s iskorištenošću kapaciteta. Stoga se iskorištenost kapaciteta upotrebljava kao zamjenska vrijednost za mjerenje slabosti gospodarstva.

## Grafikon D

### Usporedba mjerila slabosti zasnovanih na anketama i procjene proizvodnog jaza Europske komisije

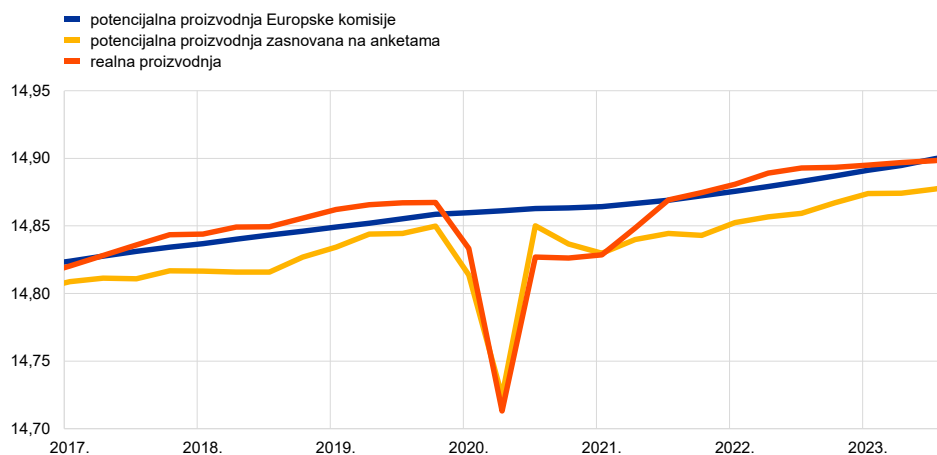
#### a) alternativna mjerila proizvodnog jaza i inflacija mjerena HIPCX-om

(os x: tromjesečja, os y: postotak potencijalne proizvodnje, godišnje promjene u postocima)



#### b) alternativna mjerila potencijalne proizvodnje i realni BDP

(os x: tromjesečja, os y: logaritamske razine)



Izvori: Ekonomska prognoza Europske komisije u jesen 2023., stručnjaci ESB-a i ankete poduzeća Europske komisije

**Zaključak je da alternativne procjene potencijalne proizvodnje i proizvodnog jaza u nekim razdobljima mogu nadopunjavati srednjoročne procjene važnih međunarodnih institucija.** Čini se da predložena komplementarna mjerila slabosti daju bolje kratkoročne prognoze inflacije u razdobljima privremenih šokova ponude u odnosu na procjenu proizvodnog jaza zasnovanu na „izglađenom” konceptu potencijalne proizvodnje. Ipak, valja biti oprezan u tumačenju procjena koje se zasnivaju na slabosti kao mjerilu faze poslovnog ciklusa jer su izvedene procjene potencijalne proizvodnje kolebljivije, pa stoga možda daju manje informacija o srednjoročnim izgledima za rast gospodarstva.



## 4. Monetarna politika i nedavno usporavanje aktivnosti u prerađivačkoj industriji i uslužnom sektoru

Priredili: Niccolò Battistini i Johannes Gareis

**Gospodarska aktivnost u europodručju usporila se i u prerađivačkoj industriji i u uslužnom sektoru.**<sup>1</sup> Gospodarska aktivnost, mjerena realnom bruto dodanom vrijednošću, od kraja 2021. pokazuje znatno brži rast u sektoru tržišnih usluga (usluge koje isključuju javnu upravu, obrazovanje, zdravstvo i socijalne usluge) nego u sektoru prerađivačke industrije (Grafikon A). To je, s jedne strane, rezultat relativno snažne potražnje za uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima, potaknute ponovnim otvaranjem gospodarstva nakon pandemije i, s druge strane, slabe potražnje za proizvodima, uskih grla u globalnim opskrbnim lancima i naknadnog pooštavanja uvjeta financiranja potaknutog odgovorom monetarne politike na brz i snažan rast inflacije.<sup>2</sup> Međutim, aktivnost u uslužnom sektoru, koja u poslovnom ciklusu obično prati prerađivačku industriju, također je nedavno oslabjela.<sup>3</sup> U ovom se okviru promatraju navješćujuća svojstva prerađivačke industrije europodručja za kretanje tržišnih usluga, s naglaskom na ulogu monetarne politike.

---

<sup>1</sup> Mjerilo aktivnosti u prerađivačkoj industriji odnosi se na agregat europodručja isključujući Irsku zbog znatne kolebljivosti irskih proizvoda intelektualnog vlasništva. Vidi okvir pod naslovom „[Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 3, ESB, 2023.

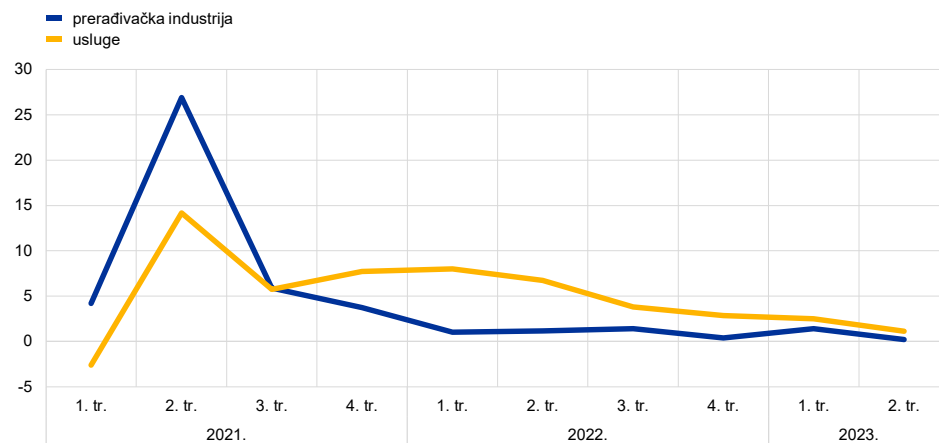
<sup>2</sup> Vidi okvir pod naslovom „[Koju ulogu imaju učinci ponovnog otvaranja među državama i sektorima?](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB, 2023.; okvir pod naslovom „[The impact of higher energy prices on services and goods consumption in the euro area](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB, 2022. i članak pod naslovom „[The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2023.

<sup>3</sup> Za analizu zasnovanu na anketama vidi okvir pod naslovom „[The drivers of recent developments in business activity expectations across sectors](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 7, ESB, 2023.

## Grafikon A

### Aktivnost u prerađivačkoj industriji i uslužnom sektoru u europodručju

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Prerađivačka industrija odnosi se na realnu bruto dodanu vrijednost u području C klasifikacije NACE Rev. 2, isključujući Irsku. Usluge se odnose na realnu bruto dodanu vrijednost u područjima od G do N i od R do U klasifikacije NACE Rev. 2 (tržišne usluge).

### Analiza prethođenja/zaostajanja upućuje na to da aktivnost u prerađivačkoj industriji tijekom poslovnog ciklusa prethodi aktivnosti u uslužnom sektoru. U

analizi se procjenjuju koeficijenti korelacije s različitim vremenom prethođenja i zaostajanja aktivnosti u prerađivačkoj industriji i uslužnom sektoru od prvog tromjesečja 1999. do drugog tromjesečja 2023., za cjelokupni uzorak i pomične vremenske okvire od pet godina. Prema rezultatima čini se da aktivnost u prerađivačkoj industriji prethodi aktivnosti u uslužnom sektoru, iako nedavno u nešto manjoj mjeri, pri čemu se ne može utvrditi jasna relacija prethođenja u obratnom smjeru (Grafikon B). Ti su rezultati dosljedni u različitim razdobljima i potvrđeni su Grangerovim testovima uzročnosti, koji upućuju na to da se aktivnošću u prerađivačkoj industriji može bolje predvidjeti aktivnost u uslužnom sektoru nego obratno. Ta značajka prerađivačke industrije može se pripisati nekim obilježjima proizvoda u odnosu na usluge, kao što su njihova veća ovisnost o inozemnoj potražnji putem kanala trgovine i konkurentnosti, dulji opskrbni lanci i veći obrtni kapital koji je potreban za njihovu proizvodnju, kao i njihova veća trajnost. Osim toga, *input-output* veze između ta dva sektora često potiču učinke prelijevanja koji u prosjeku uglavnom polaze od prerađivačke industrije i prelijevaju se na usluge.<sup>4</sup> Zbog tih značajki aktivnost u prerađivačkoj industriji obično snažnije i brže reagira na određene gospodarske šokove kao što su promjene kamatnih stopa.<sup>5</sup> Općenito,

<sup>4</sup> U uslužnom sektoru ti učinci prelijevanja osobito su važni kada je riječ o poslovnim uslugama. Vidi, primjerice, okvir pod naslovom „[Developments in the services sector and its relationship with manufacturing](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 7, ESB, 2019. Međutim, ti učinci mogu se kretati i u obratnom smjeru, odnosno mogu se prelijevati iz uslužnog sektora na prerađivačku industriju, u kontekstu velikih šokova specifičnih za usluge, kao što su ograničenja kretanja i ponovno otvaranje gospodarstva koji su se pojavili nakon početka pandemije.

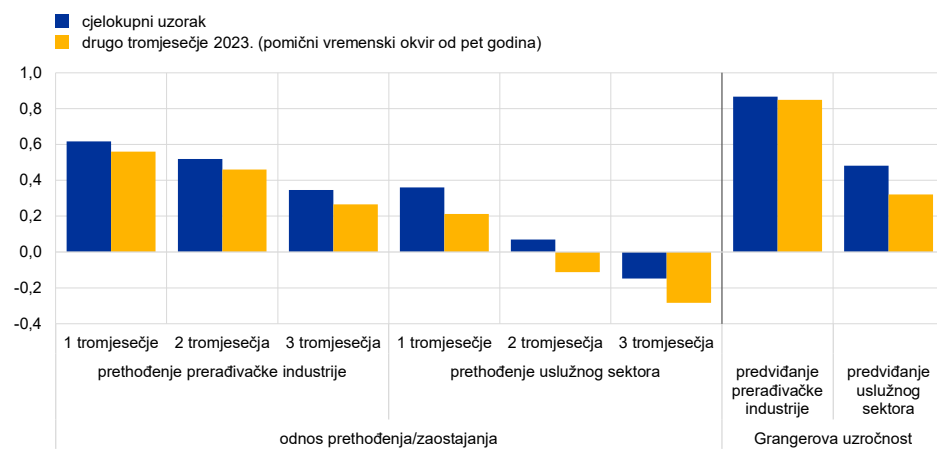
<sup>5</sup> Vidi, primjerice, Dedola, L. i Lippi, F., „The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries”, *European Economic Review*, sv. 49, br. 6, 2005., str. 1543. – 1569.; Peersman, G. i Smets, F., „The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area”, *The Economic Journal*, sv. 115, br. 503, 2005., str. 319. – 342. i Hahn, E., „[The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area](#)”, *Working Paper Series*, br. 796, ESB, 2007.

rezultati upućuju na zaključak da se iz dinamike u prerađivačkoj industriji mogu dobiti informacije koje su važne za kratkoročnu dinamiku u uslužnom sektoru i ostatak gospodarstva. Međutim, trenutačno to možda nije sasvim očito zbog učinaka ponovnog otvaranja gospodarstva koji su pozitivno djelovali na aktivnost u uslužnom sektoru.<sup>6</sup>

## Grafikon B

### Odnos prethođenja između aktivnosti u prerađivačkoj industriji i uslužnom sektoru

(odnos prethođenja/zaostajanja, koeficijent korelacije, Grangerova uzročnost: jedan minus p-vrijednost)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Grangerovi testovi uzročnosti zasnivaju se na modelima vektorske autoregresije s trima varijablama, odnosno realnoj bruto dodanoj vrijednosti u prerađivačkoj industriji, uslužnom sektoru i ostatku gospodarstva, koji se procjenjuju u razdoblju od prvog tromjesečja 1999. do drugog tromjesečja 2023. Mjerilo jedan minus p-vrijednost odnosi se na vjerojatnost da se hipoteza o nepostojanju Grangerove uzročnosti može odbaciti.

**Empirijski model potvrđuje da šokovi monetarne politike više utječu na prerađivačku industriju nego na usluge.** Bajesovski model strukturne vektorske autoregresije (BSVAR) uključuje stvarna iznenađenja monetarne politike koja se odražavaju u promjenama nerizičnih kamatnih stopa na jednogodišnje prekonocne kamatne ugovore o razmjeni (OIS) u vrijeme ESB-ovih najava monetarne politike kako bi se utvrdili šokovi monetarne politike (odnosno iznenadne promjene kamatnih stopa). Model uključuje i prinos na jednogodišnje državne obveznice, gospodarsku aktivnost u prerađivačkoj industriji, uslužnom sektoru i ostatku gospodarstva, kao i

<sup>6</sup> Vidi okvir pod naslovom „Koju ulogu imaju učinci ponovnog otvaranja među državama i sektorima?“, *Ekonomski bilten*, broj 6, 2023.

druge domaće i inozemne varijable.<sup>7</sup> Pretpostavlja se da šokovi monetarne politike odmah uzrokuju povećanja u kretanju kamatnih stopa na OIS i povećanja prinosa na državne obveznice i dovode do smanjenja gospodarske aktivnosti u sljedećoj godini. Rezultati upućuju na to da je utjecaj šokova monetarne politike na prerađivačku industriju gotovo dvostruko snažniji i oko dvije četvrtine brži od njihova utjecaja na uslužni sektor, što je uglavnom u skladu s novijim dokazima dobivenima primjenom različitih empirijskih alata (Grafikon C).<sup>8</sup> Snažnija i brža reakcija prerađivačke industrije na neočekivane promjene kamatnih stopa pomaže u objašnjavanju navješćujućeg svojstva tog sektora u poslovnom ciklusu i upućuje na to da pooštavanje monetarne politike može, među ostalim, imati važnu ulogu u brzini usporavanja aktivnosti u prerađivačkoj industriji i uslužnom sektoru.

---

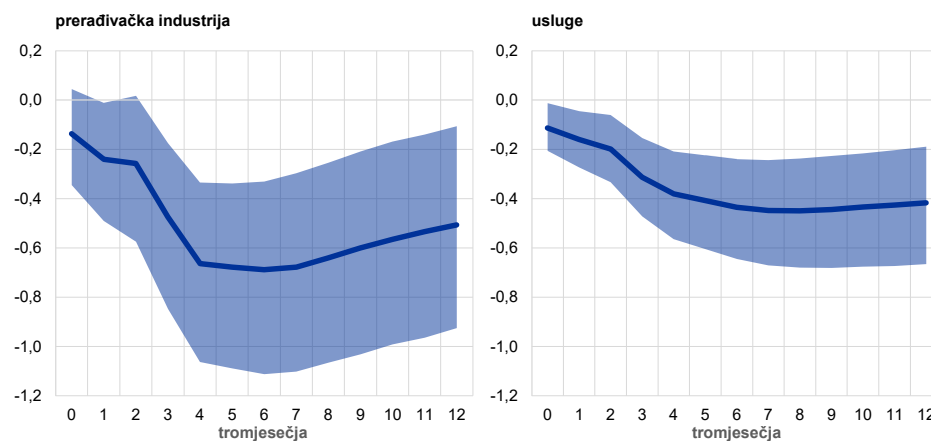
<sup>7</sup> U modelu BSVAR upotrebljavaju se podatci za europodručje od prvog tromjesečja 1999. do drugog tromjesečja 2023. Osim navedenih triju varijabla, odnosno stvarnih iznenađenja monetarne politike, prinosa na jednogodišnje državne obveznice i realne aktivnosti, model uključuje deflator osobne potrošnje, efektivni tečaj, inozemnu potražnju i indeks pritiska na globalne opskrbe lance Banke federalnih rezervi New York. Model uzima u obzir znatnu kolebljivost makroekonomskih podataka u 2020. prilagođavanjem za pandemijsku heteroskedastičnost. Vidi Lenza, M. i Primiceri, G., „How to estimate a vector autoregression after March 2020”, *Journal of Applied Econometrics*, sv. 37, br. 4, lipanj/srpanj 2022., str. 688. – 699. Stvarna iznenađenja monetarne politike utvrđuju se s pomoću ograničenja predznaka uzimajući u obzir promjene kamatnih stopa na jednogodišnji OIS i cijena dionica u razdobljima u kojima je došlo do događaja povezanih s monetarnom politikom, pri čemu se podatci uzimaju iz baze podataka o monetarnoj politici europodručja. Pretpostavlja se da iznenađno pooštavanje monetarne politike dovodi do povećanja kamatnih stopa na OIS i smanjenja cijena dionica u kratkotrajnom razdoblju kada se najavljuje monetarna politika, dok suprotno vrijedi u slučaju iznenađnog ublažavanja monetarne politike. Ta iznenađenja tada se zbrajaju za promatrano tromjesečje kako bi se dobila ista tromjesečna osnova kao i za varijable realne aktivnosti. Vidi Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R., Motto, R. i Ragusa, G., „Measuring euro area monetary policy”, *Journal of Monetary Economics*, sv. 108, prosinac 2019., str. 162. – 179. i Jarociński, M. i Karadi, P., „Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, sv. 12, br. 2, travanj 2020., str. 1. – 43.

<sup>8</sup> Ti su rezultati kvalitativno i kvantitativno u skladu s prethodnim studijama i upućuju na jači učinak monetarne politike na prerađivačku industriju i malo trajniji učinak na uslužni sektor. Vidi Hauptmeier, S., Holm-Hadulla, F. i Nikalaxi, K., „[Monetary policy and regional inequality](#)”, *Working Paper Series*, br. 2385, ESB, 2020. Vidi i okvir pod naslovom „[Industry structure and the real effects of monetary policy](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 7, ESB, 2023.

## Grafikon C

### Prosječni učinak šokova pooštavanja monetarne politike na aktivnost u prerađivačkoj industriji i uslužnom sektoru

(promjene u postocima)



Izvori: Eurostat, Eurosustav, Altavilla *et al.*, *op. cit.* i izračun ESB-a  
Napomene: Grafikon prikazuje funkcije impulsnog odziva aktivnosti u prerađivačkoj industriji i uslužnom sektoru zasnovane na BSVAR-u na šok pooštavanja monetarne politike od jedne standardne devijacije. Pune linije označuju medijan odgovora, a osjenčana područja predstavljaju raspon pouzdanosti od 68 % (odgovori su značajni i na razini pouzdanosti od 90 %). Šokovi monetarne politike utvrđuju se s pomoću ograničenja predznaka, pri čemu se kao instrumenti upotrebljavaju stvarna iznenađenja monetarne politike koja se odražavaju u promjenama kamatnih stopa na jednogodišnji OIS u vrijeme najava ESB-ove monetarne politike. Pretpostavlja se da šokovi monetarne politike odmah uzrokuju povećanja u kretanju kamatnih stopa na OIS i povećanja prinosa na državne obveznice odgovarajućeg dospjeća i dovode do smanjenja gospodarske aktivnosti u sljedećoj godini. Pretpostavlja se da svi drugi šokovi uključeni u model imaju manji apsolutni učinak na kretanja kamatnih stopa na OIS od šokova monetarne politike.

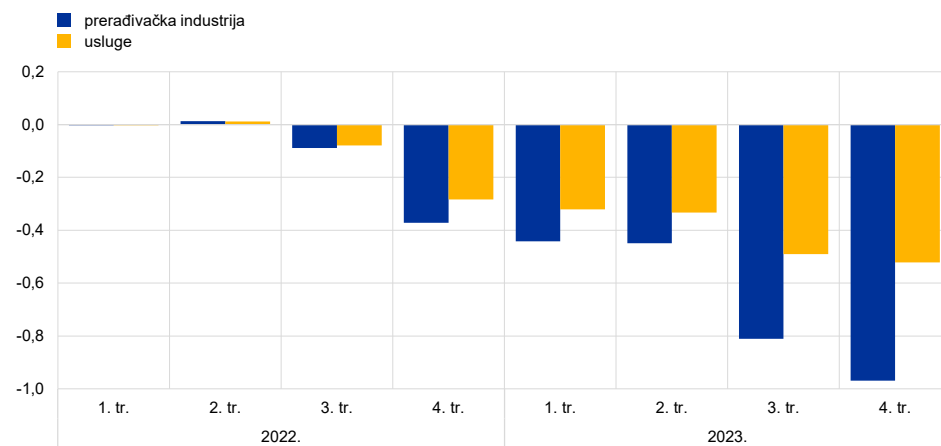
**Nedavno pooštavanje monetarne politike sve nepovoljnije djeluje na gospodarsku aktivnost u 2023.** Prema modelu pooštavanje potaknuto šokovima monetarne politike počelo je utjecati na gospodarsku aktivnost već u trećem tromjesečju 2022. kada je ESB prvi put povećao kamatne stope, nekoliko tromjesečja nakon prve najave normalizacije monetarne politike na kraju 2021. (Grafikon D). Usporedno s daljnjim povećanjem kamatnih stopa i akumulacijom učinka prethodnih šokova tijekom vremena negativni učinci pooštavanja monetarne politike pojačali su se u prvoj polovini 2023., pri čemu su bili snažniji i brži u prerađivačkoj industriji nego u uslužnom sektoru. Prema modelu učinci monetarne politike vjerojatno su dodatno ojačali u drugoj polovini 2023. i nastavili utjecati na gospodarstvo, djelomično zbog znatnog kašnjenja u reakciji uslužnog sektora. Važno je naglasiti da ti rezultati odražavaju samo učinak šokova monetarne politike, a ne i sveobuhvatnije povećanje kamatnih stopa kao sustavni odgovor monetarne politike na rast inflacije. Potonje upućuje na veći učinak nedavnog pooštavanja monetarne politike na aktivnost, koji je veći od učinka utvrđenih šokova monetarne politike.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Za procjenu makroekonomskog učinka ESB-ova nedavnog pooštavanja monetarne politike zasnovanu na nizu različitih modela vidi okvir pod naslovom „A model-based assessment of the macroeconomic impact of the ECB’s monetary policy tightening since December 2021”, *Ekonomski bilten*, broj 3, ESB, 2023.

## Grafikon D

### Stvarni učinak šokova monetarne politike na aktivnost u prerađivačkoj industriji i uslužnom sektoru

(promjene u postotcima od četvrtog tromjesečja 2021.)



Izvori: Eurostat, Eurosustav, Altavilla *et al.*, *op. cit.* i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje učinke šokova monetarne politike zasnovane na BSVAR-u na aktivnost u prerađivačkoj industriji i uslužnom sektoru od prvog tromjesečja 2022. do četvrtog tromjesečja 2023. Učinci za treće i četvrto tromjesečje 2023. zasnovani su na projiciranim učincima procijenjenih šokova monetarne politike do drugog tromjesečja 2023. Pojediniosti o utvrđivanju šokova monetarne politike vidi u napomenama uz Grafikon C.

## 5. Osnovne informacije o mjerenju dohotka kućanstava

Priredili: Johannes Gareis, Omiros Kouvavas i Pedro Neves

**S obzirom na rezultate nedavno provedene ankete u ovom se okviru preispituju najnovija kretanja raspoloživog dohotka kućanstava, uz naglasak na neka konceptualna pitanja i pitanja povezana s mjerenjem.** Rezultati ESB-ove ankete o očekivanjima potrošača na kraju rujna 2023. pokazuju da je oko 21 % kućanstava u europodručju prijavilo povećanje dohotka koje je jednako inflaciji u proteklih 12 mjeseci ili veće od nje, dok je 54 % ispitanika prijavilo povećanje manje od inflacije, a 25 % prijavilo je smanjenje dohotka (Grafikon A, panel a). Ta relativno negativna procjena dinamike realnog dohotka u posljednje vrijeme uglavnom je ravnomjerno raspoređena u distribuciji dohotka.<sup>1</sup> Osim toga, ta je procjena u skladu s rezultatima ankete Europske komisije koji pokazuju da je percepcija potrošača o njihovoj financijskoj situaciji u posljednjih 12 mjeseci onedavno znatno ispod njezina dugoročnog prosjeka, osobito nakon snažnog porasta inflacije koji je uslijedio nakon izbijanja rata u Ukrajini (Grafikon A, panel b). Međutim, to je u suprotnosti s pozitivnim zamahom raspoloživog dohotka kućanstava mjerenim u nacionalnim računima, za koji je u prosjeku zabilježen godišnji rast od 8,6 % u prvoj polovini 2023. (Grafikon B), što odgovara povećanju realnoga raspoloživog dohotka od 1,1 % u istom razdoblju.<sup>2</sup> Zbog tog odstupanja rezultata ankete od podataka iz nacionalnih računa potrebno je detaljno razmotriti nedavna kretanja raspoloživog dohotka kućanstava i njihove implikacije na izgled u području osobne potrošnje.

---

<sup>1</sup> Iako su kućanstva s niskim dohotkom u većem postotku prijavila smanjenje dohotka u odnosu na kućanstva iz drugih dohodovnih razreda, postotak ispitanika koji su prijavili povećanje realnog dohotka relativno je malen i stabilan kada je riječ o distribuciji dohotka.

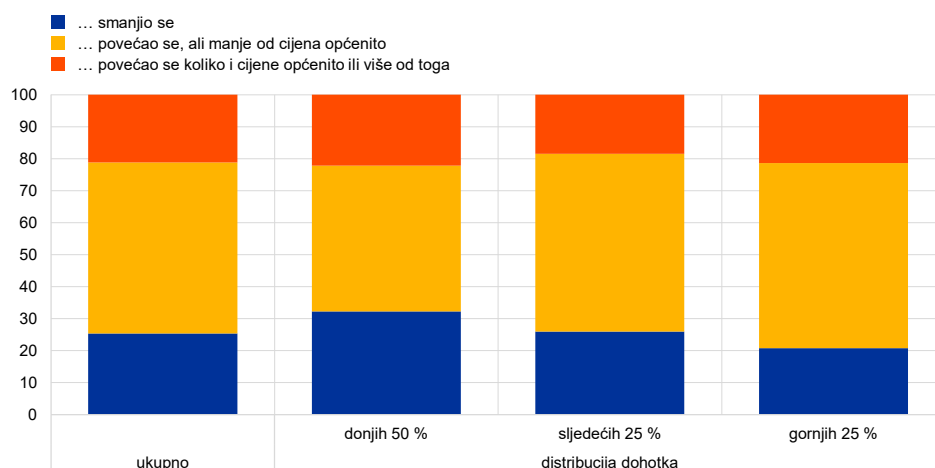
<sup>2</sup> Raspoloživi dohodak kućanstava mjeri se u službenoj statistici u takozvanim sektorskim računima, koji sadržavaju iscrpne podatke o nacionalnim računima raščlanjene po institucionalnim sektorima, što uključuje kućanstva i neprofitne ustanove koje služe kućanstvima, opću državu te financijska i nefinancijska društva. U ovom okviru pojam „nacionalni računi” upotrebljava se za upućivanje na službene podatke o raspoloživom dohotku.

## Grafikon A

### Percepcija potrošača o njihovu dohotku i financijskoj situaciji

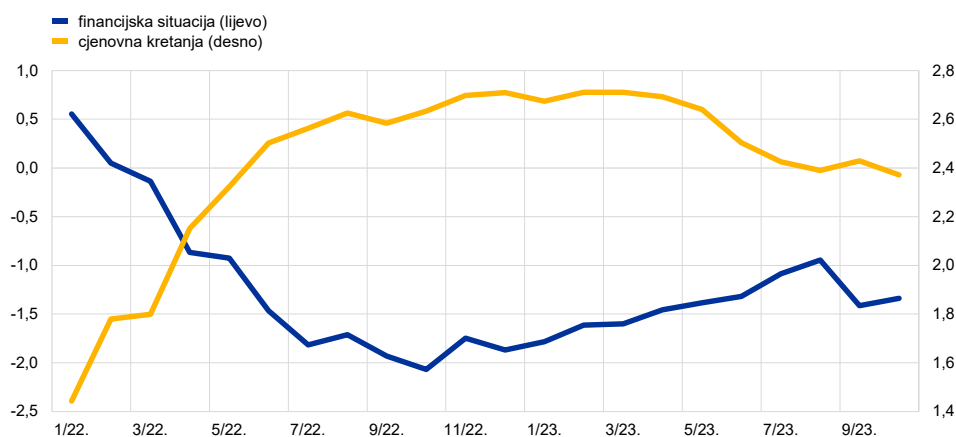
#### a) percepcija o dohotku u posljednjih 12 mjeseci u odnosu na cijene

(postotak potrošača)



#### b) percepcija o financijskoj situaciji u prošlosti i cjenovnim kretanjima

(standardizirani postotci, stanja)



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

Napomene: U odnosu na panel a), od ispitanika koji su sudjelovali u anketi o očekivanjima potrošača krajem rujna 2023. tražilo se da naznače je li se njihov ukupni neto dohodak povećao više ili manje od cijena općenito, je li došlo do njegova smanjenja ili se promijenio otprilike jednako kao cijene općenito u posljednjih 12 mjeseci. Na panelu b) percepcija kućanstava o njihovoj financijskoj situaciji u prošlosti i cjenovnim kretanjima standardizirana je za razdoblje od 2000. do 2019.

**Povećanje dohotka od rada i nastavak snažnog rasta dohotka iz drugih izvora osim rada pozitivno su djelovali na raspoloživi dohodak kućanstava.** Naknade zaposlenima i sve druge komponente dohotka kućanstava, isključujući neto fiskalne prihode, nastavile su znatno rasti u prvoj polovini 2023. na godišnjoj razini. Naknade zaposlenima u prosjeku su porasle za 7,1 % u promatranom razdoblju, a dohodak iz drugih izvora osim rada isključujući neto fiskalne prihode porastao je za 8,3 % pa su obje te komponente znatno pridonijele rastu raspoloživog dohotka (Grafikon B). Neto fiskalni prihodi nisu znatno utjecali na dinamiku dohotka kućanstava u drugoj polovini 2022. i prvoj polovini 2023., za razliku od njihova negativnog utjecaja na



dohodak kućanstava u prvoj polovini 2022.<sup>3</sup> Ako se detaljnije razmotri drugi dohodak kućanstava (odnosno dohodak iz drugih izvora osim rada), isključujući neto fiskalne prihode, može se zaključiti da je za sve ključne komponente zabilježen znatan rast u prvoj polovini 2023. Mješoviti dohodak (dohodak od samostalne djelatnosti) povećao se za 6,8 %, bruto operativni višak za 9,6 %, a neto vlasnički dohodak za 8,8 %.<sup>4</sup> Iako je rast mješovitog dohotka relativno postojan, rast bruto operativnog viška znatno se ubrzao te je u prvoj polovini 2023. dosegnuo najveću stopu rasta od početka serije podataka 1999. godine. Na neto vlasnički dohodak isključujući usluge financijskog posredovanja indirektno mjerene (UFPIM) pozitivno je djelovao snažan rast dividenda u 2022.<sup>5</sup> UFPIM je snažno porastao u prvoj polovini 2023. i, unatoč tome što je činio malen udio u ukupnom dohotku, njegov je doprinos rastu raspoloživog dohotka kućanstava iznosio 0,6 postotnih bodova u prvoj polovini 2023.

---

<sup>3</sup> Negativni učinak neto fiskalnih prihoda u prvoj polovini 2022. odnosio se na ukidanje mjera potpore povezanih s pandemijom bolesti COVID-19, koje je negativno utjecalo na godišnji rast raspoloživog dohotka kućanstava od drugog tromjesečja 2021.

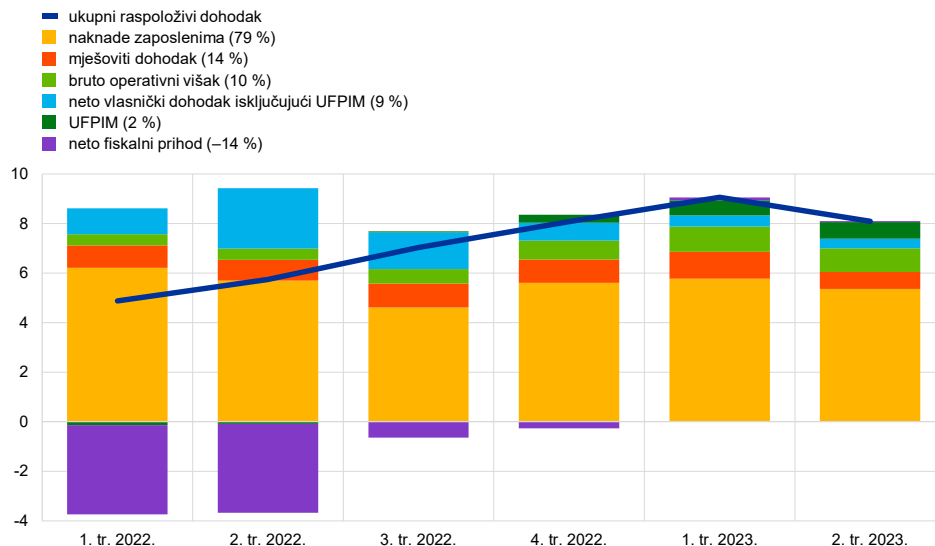
<sup>4</sup> Mješoviti dohodak usko je povezan s dohotkom od samostalnog rada, a njime se mjeri višak (ili manjak) nastao u proizvodnji neinkorporiranih poduzeća u vlasništvu kućanstava. Vlasnički dohodak jest dohodak koji proizlazi iz vlasništva nad financijskom imovinom ili materijalnom neproizvedenom imovinom (na primjer, zemljište jest materijalna neproizvedena imovina pa zakupnina zemljišta čini dio vlasničkog dohotka, dok najamnina za stambeni prostor, koji se smatra materijalnom proizvedenom imovinom, spada u mješoviti dohodak). Bruto operativni višak prvenstveno je imputirani tok jer se uglavnom sastoji od imputiranih najamnina, a to je dohodak koji bi kućanstva kod kojih je stanar vlasnik primila da su dala svoj stambeni objekt u najam.

<sup>5</sup> Usluge financijskog posredovanja indirektno mjerene (UFPIM) upotrebljavaju se u nacionalnim računima za izračunavanje dodane vrijednosti financijskih posrednika (npr. banaka) za financijske usluge koje pružaju bez eksplicitnog troška usluge. Stoga se neto vlasnički dohodak isključujući UFPIM među ostalim utvrđuje prema stvarnom neto kamatnom prihodu kućanstava, uz raspodijeljeni dohodak društava (odnosno dividende). Za raspravu o nedavnim kretanjima neto kamatnog prihoda kućanstava i poduzeća u europodručju vidi okvir pod naslovom „Neto kamatni prihod kućanstava i poduzeća” u ovom broju Ekonomskog biltena. Za raspravu o percepciji poduzeća o kretanjima dobiti poduzeća u europodručju vidi okvir pod naslovom „Pozivi o zaradi: novi dokazi o dobiti poduzeća, ulaganjima i uvjetima financiranja”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2023.

## Grafikon B

### Kretanja nominalnog dohotka kućanstava

(godišnje promjene u postotcima i doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: ESB, Eurostatovi tromjesečni sektorski računi i izračun ESB-a

Napomena: Postotci u zagradama označuju udjele raspoloživog dohotka koji se pripisuju iskazanim stavkama prihoda za 2022.

### Nisu sve komponente raspoloživog dohotka kućanstava na raspolaganju kućanstvima kao pozitivni novčani tok.

Mjerenje raspoloživog dohotka kućanstava u nacionalnim računima iz konceptualnih se razloga razlikuje od novčanih tokova kućanstava, s obzirom na to da je svrha nacionalnih računa da se njima što sveobuhvatnije i točnije mjeri gospodarska aktivnost, uključujući dohodak kućanstava. To znači da se moraju kombinirati podatci iz brojnih izvora i da se moraju procijeniti varijable za koje nema dostupnih izravnih podataka.<sup>6</sup> Zbog toga nisu sve komponente raspoloživog dohotka koji se mjeri u nacionalnim računima dostupne kućanstvima kao pozitivni novčani tok i stoga se one možda ne uzimaju u obzir u percepciji kućanstava o njihovu dohotku (Tablica A). To se uglavnom odnosi na dohodak iz drugih izvora osim rada isključujući neto fiskalne prihode, na koji je u prvoj polovini 2023., u usporedbi s drugom polovinom 2022., ponajprije pozitivno djelovao izrazito snažan rast bruto operativnog viška i snažno povećanje UFPIM-a, pri čemu oni nisu generirali pozitivni novčani tok za kućanstva (Grafikon B).

<sup>6</sup> Za raspravu o usklađivanju podataka o dohotku iz nacionalnih računa s anketnim podatcima u kontekstu Statistike EU-a o dohotku i životnim uvjetima (EU-SILC) vidi Törmälehto, V., „Reconciliation of EU statistics on income and living conditions (EU-SILC) data and national accounts”, *Statistical working papers*, Eurostat, 2019.

## Tablica A

### Komponente dohotka i njihova raspoloživost kao novčanih tokova

komponenta dohotka		nacionalni računi	generira li se novčani tok?
dohodak od rada	naknade zaposlenima	nadnice i plaće (u novcu i u naturi)	da
		stvarni socijalni doprinosi poslodavaca	ne
		imputirani socijalni doprinosi poslodavaca	ne
dohodak iz drugih izvora osim rada isključujući neto fiskalne prihode	dohodak od samostalnog rada	mješoviti dohodak	da
	dohodak od najma stambenih i nestambenih nekretnina	mješoviti dohodak	da
	imputirane najamnine	operativni višak	ne
	primljene kamate prije alokacije UFPIIM-a	primljeni vlasnički dohodak	da
	plaćene kamate prije alokacije UFPIIM-a	plaćeni vlasnički dohodak	da
	UFPIIM	mješoviti dohodak, operativni višak, neto vlasnički dohodak	ne
	primljeni ostali dohodak od ulaganja (npr. dividende) i zakupnine (zakupnine zemljišta i ispodpovršinskih resursa)	primljeni vlasnički dohodak	da
vlasnički dohodak koji se pripisuje ugovarateljima osiguranja	primljeni vlasnički dohodak	ne	
neto fiskalni prihodi		primljene socijalne naknade (osim socijalnih transfera u naturi), socijalni doprinosi (uključujući socijalne doprinose poslodavaca) i plaćeni porezi na dohodak, plaćeni porezi na bogatstvo	da
		primljeni socijalni transferi u naturi	ne

Izvori: Eurostat i procjena zaposlenika ESB-a

Napomena: Socijalni doprinosi poslodavaca (stvarni i imputirani) ne utječu na raspoloživi dohodak kućanstava jer su oni dio i primitaka zaposlenika i neto fiskalnih prihoda i stoga povećavaju dohodak kao dio primitaka zaposlenika, a smanjuju ga kao dio neto fiskalnih prihoda.

### UFPIIM znači usluge financijskog posredovanja koje pružaju financijske institucije koje nisu izričito fakturirane, ali su važne za mjerenje rezultata banaka i stoga mogu utjecati na BDP i nacionalni dohodak.<sup>7</sup> Kamate koje

kućanstva plaćaju na potrošačke i hipotekarne kredite te kamate na depozite bilježe se u nacionalnim računima po međubankovnoj stopi refinanciranja.<sup>8</sup> Međutim, ta se stopa razlikuje od kamatnih stopa koje se stvarno primjenjuju na kućanstva, s obzirom na to da su kamatne stope na kredite općenito veće, a kamatne stope na depozite manje od međubankovne stope. Razlika između primljenih i plaćenih kamata kako se mjere u nacionalnim računima i stvarnih iznosa bilježi se kao implicitni trošak usluge koji kućanstva plaćaju financijskom sektoru, a koji se u nacionalnim računima bilježi kao UFPIIM. Stoga se UFPIIM u nacionalnim računima upotrebljava za izračunavanje dodane vrijednosti financijskih posrednika (npr. banaka) za financijske usluge koje se pružaju bez eksplicitnog troška usluge. U odnosu na sektor kućanstava ta se neizravno mjerena marža alokira i u potrošnju (kao financijska usluga kućanstvima) i u raspoloživi dohodak (kako bi se nadoknadio

<sup>7</sup> Više o UFPIIM-u i njegovoj obradi u nacionalnim računima vidi u poglavlju 14. priručnika Europskog sustava nacionalnih i regionalnih računa iz 2010. godine (ESA 2010).

<sup>8</sup> To je stopa po kojoj se pretpostavlja da bi i kućanstva kao zajmodavci i kućanstva kao dužnici bili voljni sklopiti transakciju.

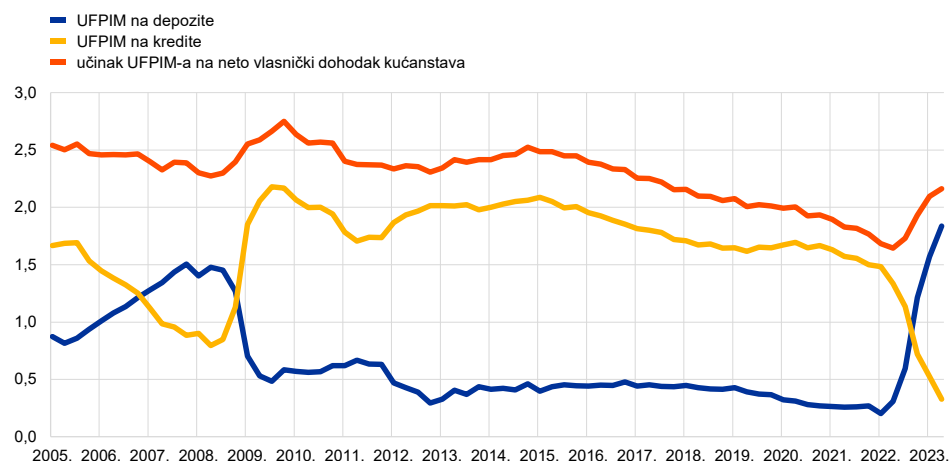
neizravni gubitak dohotka zbog manje povoljnih kamatnih stopa koje se stvarno primjenjuju na kućanstva), bez ikakvog utjecaja na štednju kućanstava.

**UFPIM je osobito važan za dohodak kućanstava i potrošnju u sadašnjim okolnostima velikog povećanja kamatnih stopa.**<sup>9</sup> UFPIM znatno utječe na dinamiku raspoloživog dohotka kućanstava u vrijeme velikih promjena kamatnih stopa kao što je trenutačna faza pooštavanja monetarne politike (Grafikon C). S obzirom na općenito sporu prilagodbu kamatnih stopa na neotplaćene kredite i depozite kućanstava, povećanje međubankovne kamatne stope zbog pooštavanja monetarne politike od ljeta 2022. dovelo je do snažnog povećanja UFPIM-a za depozite i velikog smanjenja UFPIM-a za kredite. S obzirom na veličinu depozita kućanstava u usporedbi s kreditima kućanstava, to je naposljetku pozitivno djelovalo na neto vlasnički dohodak kućanstava, pri čemu je UFPIM porastao s prosječnih 1,7 % raspoloživog dohotka kućanstava u prvoj polovini 2022. na 2,1 % u prvoj polovini 2023.

### Grafikon C

#### Usluge financijskog posredovanja indirektno mjerene

(postotci raspoloživog dohotka kućanstava)



Izvori: ESB, Eurostatovi tromjesečni sektorski računi i izračun ESB-a

Napomene: UFPIM na depozite izračunava se kao razlika između kamata koje kućanstva prime nakon alokacije UFPIM-a i stvarno primljenih kamata, a UFPIM na kredite razlika je između stvarno plaćenih kamata i kamata plaćenih nakon alokacije UFPIM-a. Neto učinak UFPIM-a na neto kamatni prihod kućanstava i na neto vlasnički dohodak kućanstava jest zbroj UFPIM-a na depozite i kredite. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2023.

**Raspoloživi dohodak kućanstava uključuje i imputirane najamnine koje utječu na bruto operativni višak kućanstava.** Bruto operativnim viškom kućanstava koji se bilježi u nacionalnim računima mjeri se *output* usluga stanovanja za vlastitu potrošnju kućanstava, umanjeno za intermedijarnu potrošnju koja je potrebna za proizvodnju tog *outputa* (npr. UFPIM na hipotekarne kredite) i poreze. *Output* usluga stanovanja za vlastitu potrošnju kućanstava jesu imputirane najamnine koje bi

<sup>9</sup> Za procjenu učinka UFPIM-a u slučaju Francuske s naglaskom na potrošačke cijene vidi INSEE, „Economic Outlook – Cooling”, *Conjoncture in France*, prosinac 2022.

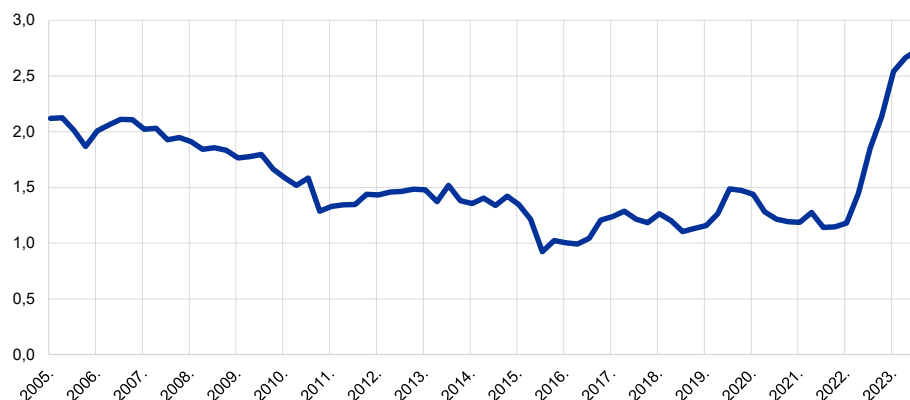
kućanstva primila da su u najam dala stambene objekte u njihovu vlasništvu u kojima stanuju.<sup>10</sup>

**Iznimno snažno povećanje bruto operativnog viška u prvoj polovini 2023. može se pripisati većim imputiranim najamninama i manjem UFPIM-u za hipotekarne kredite.** Na imputirane najamnine vjerojatno je pozitivno djelovalo povećanje inflacije cijena najamnina. Prema indeksu cijena najamnina kojim se, za potrebe harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena, mjere najamnine koje najmoprimci stvarno plaćaju, inflacija cijena najamnina povećala se s prosječnih 2 % u drugoj polovini 2022. na povijesno visoku razinu od 2,6 % u prvoj polovini 2023. (Grafikon D). Istodobno je za UFPIM na hipotekarne kredite vjerojatno zabilježen znatan pad usporedno sa smanjenjem UFPIM-a na ukupne kredite u prvoj polovini 2023. (Grafikon C). Oba faktora, odnosno povećanje imputiranih najamnina i smanjenje UFPIM-a na hipotekarne kredite, objašnjavaju značajno smanjenje bruto operativnog viška kućanstava u prvoj polovini 2023.<sup>11</sup>

#### Grafikon D

##### Inflacija cijena najamnina

(godišnje promjene u postocima, tromjesečni prosjeci)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2023. i na listopad 2023.

**Čini se da su slabi izgledi za osobnu potrošnju u skladu s negativnom procjenom potrošača o nedavnim kretanjima realnog dohotka.** Premda se UFPIM i imputirane najamnine pribrajaju raspoloživom dohotku kućanstava u nacionalnim računima, oni ne pridonose novčanom toku kućanstava i stoga se možda ne uzimaju u obzir u percepciji kućanstava o dohotku. Stoga nije vjerojatno

<sup>10</sup> Uključivanje imputiranih najamnina u nacionalne račune važno je kako bi se postigla potpuna pokrivenost poslovanja nekretninama (iznajmljivači i vlasnici–stanari). Time se osigurava međunarodna usporedivost BDP-a i nacionalnog dohotka, s obzirom na to da mogu postojati znatne razlike među zemljama kada je riječ o stopama vlasništva nad stambenom nekretninom. Međutim, s obzirom na to da imputirane najamnine nije moguće promatrati, potrebno je napraviti procjenu.

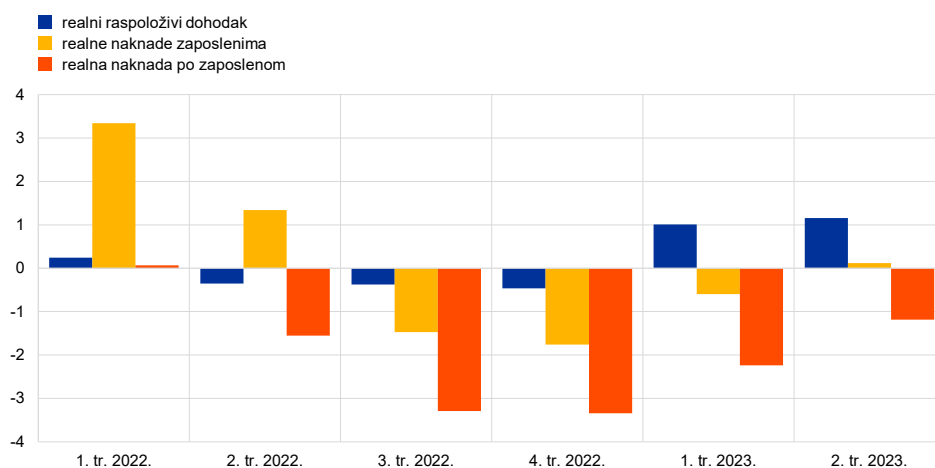
<sup>11</sup> Činjenica da se UFPIM na hipotekarne kredite pribraja raspoloživom dohotku kućanstava kroz neto vlasnički dohodak i oduzima od dohotka kućanstava kroz bruto operativni višak (i kroz mješoviti dohodak kod kućanstava koja su stvarno najmodavci), znači da on ne utječe na raspoloživi dohodak kućanstava, što znači da se ukupni učinak UFPIM-a na raspoloživi dohodak kućanstava zapravo utvrđuje UFPIM-om na depozite i potrošačke kredite. Taj učinak ne odgovara UFPIM-u prikazanom u Grafikonu B i Grafikonu C, na kojima se prikazuje učinak UFPIM-a na neto vlasnički dohodak kućanstava za koji postoje službeni podatci.

da ti izvori prihoda značajno utječu na kretanje osobne potrošnje.<sup>12</sup> Jedan od pokazatelja rasta dohotka kućanstava koji bi trebao bolje odražavati ono što kućanstva stvarno percipiraju kao dohodak jest dohodak od rada. Deflacija naknada zaposlenima i naknade po zaposlenom primjenom cjenovnog deflatora osobne potrošnje upućuje na to da je rast realnog dohotka, kako ga najvjerojatnije percipiraju kućanstva, bio slabiji od rasta realnoga raspoloživog dohotka mjenog u nacionalnim računima (Grafikon E). To je u skladu s pesimističnom ocjenom nedavnih kretanja realnog dohotka koju su potrošači iskazali u anketama (kako se prikazuje na Grafikonu A) i slabim izgledima za osobnu potrošnju.<sup>13</sup>

## Grafikon E

### Kretanja realnog dohotka kućanstava

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Kretanja realnog dohotka dobivaju se upotrebom cjenovnog deflatora osobne potrošnje u svrhu deflacije nominalnog dohotka.

<sup>12</sup> To je u skladu s nalazom da se čini da je sklonost potrošnji najjača kada je riječ o najlikvidnijim stavkama dohotka (kao što je dohodak od rada) i obratno. Vidi de Bondt, G., Gieseck, A., Herrero, P. i Zekaite, Z., „Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries”, *Working Paper Series*, br. 2343, ESB, prosinac 2019.

<sup>13</sup> Za procjenu izgleda za osobnu potrošnju vidi odjeljak o gospodarskoj aktivnosti u ovom broju Ekonomskog biltena.

## 6. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 2. kolovoza do 31. listopada 2023.

**Priredili: Denis Lungu i Kristian Tötterman**

**U ovom se okviru opisuju likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike Eurosustava tijekom petog i šestog razdoblja održavanja pričuva u 2023.** Ta su dva razdoblja zajedno trajala od 2. kolovoza do 31. listopada 2023. („promatrano razdoblje”).

**Upravno vijeće povećalo je tri kamatne stope monetarne politike ESB-a za 25 baznih bodova na svojim sastancima održanima 27. srpnja i 14. rujna 2023.** Spomenuta su povećanja stupila na snagu u petom i šestom razdoblju održavanja pričuva u 2023. Na sastanku održanom 27. srpnja Upravno vijeće također je odlučilo smanjiti na 0 % stopu remuneracije minimalnih pričuva koje su banke dužne držati kod svojih nacionalnih središnjih banaka Eurosustava. Smanjenje je stupilo na snagu na početku šestog razdoblja održavanja.

**Višak likvidnosti u bankovnom sustavu europodručja nastavio se smanjivati tijekom promatranog razdoblja.** To je uglavnom bilo posljedica dospijeća pete operacije u sklopu treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO III) i prijevremenih bankovnih otplata ostalih sredstava odobrenih u sklopu operacija TLTRO 27. rujna 2023. Donekle bilo je to i rezultat smanjivanja stanja vrijednosnih papira kupljenih u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (APP) nakon što je Eurosustav od 1. srpnja prestao provoditi reinvestiranje u sklopu APP-a. Međutim, smanjeno puštanje likvidnosti djelomično je neutralizirano nastavkom smanjivanja neto autonomnih činitelja koje traje od završetka razdoblja negativnih kamatnih stopa u srpnju 2022., uglavnom zbog pada državnih depozita.

### Potrebe za likvidnošću

**Prosječne dnevne potrebe za likvidnošću bankovnog sustava, definirane kao zbroj neto autonomnih činitelja i obveznih pričuva, smanjile su se za 101,3 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na 1.735,0 mlrd. EUR.** U usporedbi s trećim i četvrtim razdobljem održavanja 2023., to je smanjenje u potpunosti rezultat smanjenja neto autonomnih činitelja za 101,3 mlrd. EUR, odnosno na 1.570,0 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 ostale su nepromijenjene i iznosile su 165 mlrd. EUR.

**Autonomni činitelji povlačenja likvidnosti smanjili su se za 83,0 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na 2.720,6 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

32,8 mlrd. EUR i iznosili su 222,6 mlrd. EUR, pri čemu je najveći dio smanjenja zabilježen u petom razdoblju održavanja. Spomenuto smanjenje rezultat je nastavka normalizacije ukupnog obujma zaštitnih slojeva gotovine koje drže nacionalne riznice i, u sklopu tih zaštitnih slojeva, prilagodbe koju su provele u svojim strategijama upravljanja gotovinom zbog promjena u remuneraciji državnih depozita koji se drže u Eurosustavu, što je plasiranje sredstava na tržištu učinilo financijski atraktivnijim.

**Preciznije rečeno, ESB je smanjio gornju granicu za remuneraciju državnih depozita koji se drže u Eurosustavu na eursku kratkoročnu kamatnu stopu (€STR) umanjenu za 20 baznih bodova od 1. svibnja 2023.** U skladu s konceptom gornje granice nacionalne središnje banke Eurosustava mogu donijeti odluku o odstupanju od gornje granice i remuneraciji državnih depozita po stopi koja je niža od gornje granice. Primjerice, središnja banka Deutsche Bundesbank utvrdila je kamatnu stopu od 0 % za remuneraciju domaćih državnih depozita od 1. listopada 2023. Međutim, nepovoljan utjecaj te promjene na spomenute državne depozite neutraliziran je povoljnim sezonskim promjenama u ostalim državnim depozitima. Normalizacija uvjeta na repo tržištu i više repo stope u odnosu na €STR također su učinile tržišna ulaganja izborom koji je atraktivniji od depozita koji se drže u Eurosustavu. U promatranom se razdoblju prosječna vrijednost novčanica u optjecaju smanjila za 5,5 mlrd. EUR, odnosno na 1.559,8 mlrd. EUR, što je posljedica daljnjeg smanjivanja udjela novčanica koje je vidljivo od ulaska kamatnih stopa monetarne politike ESB-a u pozitivan teritorij. Smanjili su se i ostali autonomni činitelji za prosječno 44,7 mlrd. EUR. Spomenuto smanjenje rezultat je nekoliko promjena kod ostale razne imovine i na računu revalorizacije.

**Autonomni činitelji puštanja likvidnosti porasli su za 18 mlrd. EUR i iznosili su 1.150,8 mlrd. EUR.** Neto imovina nominirana u eurima porasla je za 28,5 mlrd. EUR u promatranom razdoblju. Navedeno je povećanje uglavnom uzrokovano daljnjim smanjenjem obveza prema rezidentima izvan europodručja nominiranima u eurima. To, pak, odražava prilagodbu strategija upravljanja gotovinom stranaka u okviru za usluge upravljanja pričuvama Eurosustava (ERMS) jer je od 1. svibnja 2023. prilagođena i remuneracija depozita koji se drže u okviru ERMS-a. Neto inozemna imovina smanjila se za 10,5 mlrd. EUR, čime je djelomično neutralizirano spomenuto smanjenje ostalih autonomnih činitelja.

Tablica A sadržava pregled likvidnosnih uvjeta Eurosustava, uključujući spomenute promjene autonomnih činitelja.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Više pojedinosti o autonomnim činiteljima vidi u članku pod naslovom „[The liquidity management of the ECB](#)”, *Mjesečni bilten*, ESB, svibanj 2002.



## Tablica A

### Likvidnosni uvjeti u Eurosustavu

#### Obveze

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 2. kolovoza 2023. – 31. listopada 2023.						prethodno promatrano razdoblje: 10. svibnja 2023. – 1. kolovoza 2023.	
	peto i šesto razdoblje održavanja		peto razdoblje održavanja: 2. kolovoza – 19. rujna		šesto razdoblje održavanja: 20. rujna – 31. listopada		treće i četvrto razdoblje održavanja	
<b>autonomni činitelji povlačenja likvidnosti</b>	2.720,6	(–83,0)	2.735,5	(–48,0)	2.703,3	(–32,1)	2.803,6	(–128,3)
novčanice u optjecaju	1.559,8	(–5,5)	1.564,2	(–2,8)	1.554,7	(–9,5)	1.565,4	(+8,2)
državni depoziti	222,6	(–32,8)	222,5	(–31,9)	222,7	(+0,3)	255,4	(–114,3)
ostali autonomni činitelji (neto) <sup>1)</sup>	938,2	(–44,7)	948,8	(–13,3)	925,8	(–23,0)	982,9	(–22,3)
<b>tekući računi iznad minimalnih obveznih pričuva</b>	9,5	(–5,1)	9,0	(–3,3)	10,0	(+1,0)	14,5	(–6,8)
<b>minimalne obvezne pričuve<sup>2)</sup></b>	165,0	(–0,0)	165,3	(+0,2)	164,5	(–0,7)	165,0	(–0,3)
<b>moгуćnost deponiranja kod središnje banke</b>	3.615,1	(–300,3)	3.647,4	(–57,0)	3.577,4	(–70,1)	3.915,4	(–130,0)
<b>operacije fine prilagodbe za povlačenje likvidnosti</b>	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.

## Imovina

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 2. kolovoza 2023. – 31. listopada 2023.						prethodno promatrano razdoblje: 10. svibnja 2023. – 1. kolovoza 2023.	
	peto i šesto razdoblje održavanja		peto razdoblje održavanja: 2. kolovoza – 19. rujna		šesto razdoblje održavanja: 20. rujna – 31. listopada		treće i četvrto razdoblje održavanja	
<b>autonomni činitelji puštanja likvidnosti</b>	1.150,8	(+18,0)	1.139,5	(+19,6)	1.164,0	(+24,5)	1.132,8	(+61,8)
neto inozemna imovina	927,5	(–10,5)	924,3	(–3,4)	931,2	(+6,9)	938,0	(+6,1)
neto imovina nominirana u eurima	223,3	(+28,5)	215,2	(+23,1)	232,8	(+17,7)	194,8	(+55,8)
<b>instrumenti monetarne politike</b>	5.359,5	(–406,7)	5.417,9	(–128,1)	5.291,5	(–126,4)	5.766,2	(–327,1)
operacije na otvorenom tržištu	5.359,4	(–406,7)	5.417,8	(–128,1)	5.291,4	(–126,4)	5.766,1	(–327,2)
kreditne operacije	568,2	(–329,3)	606,6	(–86,3)	523,5	(–83,1)	897,5	(–274,7)
MRO	6,8	(+0,5)	5,6	(–5,3)	8,1	(+2,6)	6,3	(+5,0)
tromjesečni LTRO	8,2	(+4,3)	8,9	(+3,4)	7,4	(–1,5)	3,8	(+1,4)
TLTRO III	553,3	(–334,2)	592,2	(–84,4)	508,0	(–84,1)	887,5	(–281,1)
portfelji izravnih monetarnih transakcija <sup>1)</sup>	4.791,2	(–77,3)	4.811,2	(–41,8)	4.767,9	(–43,3)	4.868,6	(–52,5)
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 i „LTRO“ označuje operaciju 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: 2. kolovoza 2023. – 31. listopada 2023.						prethodno promatrano razdoblje: 10. svibnja 2023. – 1. kolovoza 2023.	
	peto i šesto razdoblje održavanja		peto razdoblje održavanja: 2. kolovoza – 19. rujna		šesto razdoblje održavanja: 20. rujna – 31. listopada		treće i četvrto razdoblje održavanja	
agregatne potrebe za likvidnošću <sup>1)</sup>	1.735,0	(–101,3)	1.761,4	(–67,8)	1.704,1	(–57,3)	1.836,3	(–190,4)
neto autonomni činitelji <sup>2)</sup>	1.570,0	(–101,3)	1.596,1	(–68,0)	1.539,6	(–56,6)	1.671,3	(–190,1)
višak likvidnosti <sup>3)</sup>	3.624,5	(–305,3)	3.656,4	(–60,2)	3.587,3	(–69,0)	3.929,8	(–136,8)

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: 2. kolovoza 2023. – 31. listopada 2023.				prethodno promatrano razdoblje: 10. svibnja 2023. – 1. kolovoza 2023.			
	peto razdoblje održavanja: 2. kolovoza – 19. rujna		šesto razdoblje održavanja: 20. rujna – 31. listopada		treće razdoblje održavanja		četvrto razdoblje održavanja	
MRO	4,37	(+0,49)	4,25	(+0,25)	4,50	(+0,25)	3,88	(+0,61)
mogućnost granične posudbe od središnje banke	4,62	(+0,49)	4,50	(+0,25)	4,75	(+0,25)	4,13	(+0,61)
mogućnost deponiranja kod središnje banke	3,87	(+0,49)	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)	3,38	(+0,61)
€STR	3,767	(+0,492)	3,652	(+0,251)	3,901	(+0,249)	3,275	(+0,607)
RepoFunds Rate Euro	3,797	(+0,529)	3,687	(+0,286)	3,926	(+0,239)	3,267	(+0,607)

Izvori: ESB, CME Group i Bloomberg

Napomene: Podatci u zagradama pokazuju promjenu u postotnim bodovima u odnosu na prethodno promatrano razdoblje ili razdoblje održavanja. €STR je eurska kratkoročna kamatna stopa.

## Likvidnost osigurana instrumentima monetarne politike

### Prosječan iznos likvidnosti osigurane instrumentima monetarne politike

**smanjio se za 406,7 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na**

**5.359,5 mlrd. EUR (Grafikon A).** Smanjenje likvidnosti bilo je prije svega posljedica smanjenja kreditnih operacija.

### Prosječan iznos likvidnosti osigurane kreditnim operacijama smanjio se za 329,3 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 568,2 mlrd. EUR.

Spomenuto smanjenje uglavnom odražava smanjenje nepodmirenih iznosa u sklopu operacija TLTRO III zbog (1) dospjeća pete operacije u sklopu operacija TLTRO III (66,7 mlrd. EUR) i prijevremenih otplata ostalih sredstava odobrenih u sklopu operacija TLTRO (34,2 mlrd. EUR) 27. rujna te (2) dospjeća četvrte operacije u sklopu operacija TLTRO III (476,8 mlrd. EUR) i prijevremenih otplata ostalih sredstava odobrenih u sklopu operacija TLTRO (29,5 mlrd. EUR) 28. lipnja koje su još uvijek utjecale na prosječnu razinu kreditnih operacija u prethodnom promatranom razdoblju. Glavnim operacijama refinanciranja i tromjesečnim operacijama dugoročnijeg refinanciranja, koje su u prosjeku zabilježile rast od 0,5 mlrd. EUR i 4,3 mlrd. EUR, nadoknađen je tek manji dio likvidnosti koja se odlila zbog otplata u sklopu operacija TLTRO III. Ograničen rast tih operacija upućuje na dostatne likvidnosne pozicije banaka i dostupnost alternativnih izvora financiranja.

### Prosječan iznos likvidnosti osigurane portfeljima izravnih monetarnih

**transakcija smanjio se za 77,3 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja.** Do

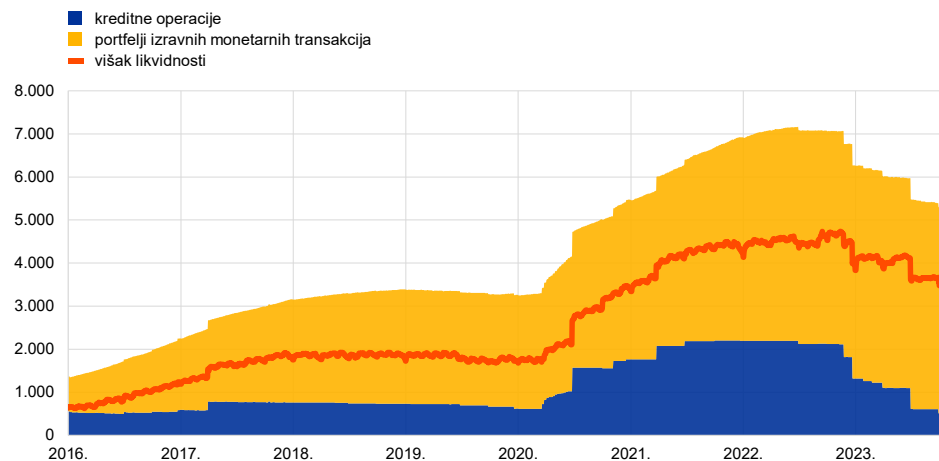
tog je smanjenja došlo zbog obustave reinvestiranja glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu APP-a od 1. srpnja 2023. Glavnica dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije u potpunosti se reinvestira jer su neto kupnje obustavljene krajem ožujka 2022.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> 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.

## Grafikon A

### Promjene u likvidnosti osiguranoj operacijama na otvorenom tržištu i višku likvidnosti

(mlrd. EUR)



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na 31. listopada 2023.

## Višak likvidnosti

**Prosječan višak likvidnosti bio je niži za 305,3 mlrd. EUR i iznosio je 3.624,5 mlrd. EUR (Grafikon A).** Višak likvidnosti je zbroj pričuva banaka iznad obveznih pričuva i korištenja mogućnosti deponiranja kod središnje banke umanjeno za korištenje mogućnosti granične posudbe od središnje banke. On pokazuje razliku između ukupne likvidnosti osigurane bankovnom sustavu i potreba banaka za likvidnošću radi pokrića minimalnih pričuva. Nakon što je dosegnuo najvišu razinu od 4.748 mlrd. EUR u studenome 2022., prosječan se višak likvidnosti postojano smanjuje, uglavnom zbog operacija koje dopijevaju i prijevremenih otplata u sklopu operacija TLTRO III. Smanjenju pridonosi i obustava reinvestiranja glavnice u sklopu APP-a od 1. srpnja 2023.

## Kretanja kamatnih stopa

**Eurska kratkoročna kamatna stopa (€STR) porasla je za 47,8 baznih bodova, povećavši se s 3,404 %, koliko je iznosila 1. kolovoza, posljednjeg dana prethodnoga promatranog razdoblja, na 3,882 %, koliko je iznosila 31. listopada, posljednjeg dana sadašnjega promatranog razdoblja, što je odraz povećanja kamatnih stopa monetarne politike ESB-a.**<sup>3</sup> Prijenos povećanja kamatnih stopa monetarne politike koja su stupila na snagu u kolovozu i rujnu 2023. na kamatne stope na neosiguranom prekonoćnom tržištu novca bio je neposredan i potpun. Učinci na kraju tromjesečja i na kraju mjeseca na €STR bili su nešto izraženiji u rujnu i listopadu. To se može pripisati pokušajima banaka da optimiziraju osnovicu za obračun minimalnih pričuva s ciljem smanjivanja njihovih obveznih

<sup>3</sup> Na kamatnu su stopu 31. listopada utjecali učinci na kraju mjeseca listopada.

pričuva u sedmom i osmom razdoblju održavanja 2023. €STR je bio za 12 i 11,8 baznih bodova niži od kamatne stope na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke na kraju rujna i listopada, što je bilo malo više od prosječne razlike prinosa od 10,8 baznih bodova na krajevima tromjesečja i mjeseci u 2023.

**Repo stopa europodručja, mjerena indeksom RepoFunds Rate Euro, povećala se za 49,6 baznih bodova, odnosno s 3,438 %, koliko je iznosila 1. kolovoza, na 3,934 %, koliko je iznosila 31. listopada.** Slično neosiguranom tržištu novca, prijenos povećanja kamatnih stopa monetarne politike ESB-a na osigurano tržište novca bio je neposredan i potpun. Repo tržište nastavilo je uredno funkcionirati zahvaljujući nizu činitelja, kao što su povećanje neto izdavanja od početka godine i oslobađanje mobiliziranoga kolaterala zbog dospjeća iznosa u sklopu operacija TLTRO te smanjenje stanja APP-a.

## 7. Neto kamatni prihod kućanstava i poduzeća<sup>1</sup>

Priredili: Gabe de Bondt, Georgi Krustev, Michal Slavik i Mika Tujula

**Ovaj se okvir bavi kretanjima neto kamatnog prihoda kućanstava i poduzeća u uvjetima rastućih kamatnih stopa.** Nakon desetljeća niskih kamatnih stopa ESB je u srpnju 2022. započeo s nizom povećanja kamatnih stopa monetarne politike. Promjene u kamatnim stopama monetarne politike utječu na kamatne stope primljene na kamatonosnu imovinu, poput depozita banaka, te na kamatne stope plaćene na kamatonosne obveze, poput kredita i obveznica. To pak utječe na prihode od kamata koje primaju i plaćaju kućanstva i poduzeća, jednako kao i veličina, preostalo dospijeće i vrijeme do ponovnog određivanja cijene njihove kamatonosne imovine i obveza. Neto kamatni prihod, tj. primljene kamate umanjene za plaćene kamate, obuhvaća izravan kanal kojim se promjene kamatnih stopa monetarne politike ESB-a prenose na štediše i dužnike putem kamatnih stopa za imovinu i obveze koje oni drže.<sup>2</sup> To je dopuna poticajima koji proizlaze iz kamatnih stopa koje se nude na nove kredite i instrumente štednje kao i drugim transmisijskim kanalima koji utječu na kućanstva i poduzeća koji nisu obuhvaćeni ovim okvirom.<sup>3</sup>

**Kućanstva i poduzeća posljednjih su godina zabilježila negativne neto kamatne prihode na agregatnoj razini europodručja.** Slično tome, sektori poput sektora opće države i, u znatno manjoj mjeri, sektora inozemstva također su ostvarili negativne neto kamatne prihode. To je u potpunoj suprotnosti s financijskim društvima koja su generirala visok pozitivan neto kamatni prihod. Od 2007. plaćene kamate premašuju primljene kamate u iznosu do 1 % BDP-a kod kućanstava europodručja i do 2,5 % BDP-a kod poduzeća (Grafikon A). Prilagodba neto kamatnog prihoda tijekom posljednjeg ciklusa rasta kamatnih stopa ESB-a razlikuje se među kućanstvima i poduzećima. Neto kamatni prihod poduzeća europodručja, iskazan kao udio u BDP-u, smanjio se za 0,3 postotna boda od kraja 2021., dok je neto kamatni prihod kućanstava porastao za 0,1 postotni bod. Ta oprečna kretanja odražavaju postupnije ponovno određivanje cijene kamate koju plaćaju kućanstva na

<sup>1</sup> Okvir je posuvremenjen 30. siječnja 2024. te je iz njega izbrisan tekst koji se odnosi na kretanja neto kamatnog prihoda kućanstava u Španjolskoj. Prethodna je verzija sadržavala pogrešku u Grafikonu C za kućanstva u Španjolskoj, koja je dovela do precjenjivanja kretanja u toj zemlji.

<sup>2</sup> Ovaj se okvir bavi neto kamatnim prihodom prije alokacije usluga financijskog posredovanja indirektno mjerenih (UFPIM) jer on točnije odražava efektivne kamatne stope na kredite i depozite. To se razlikuje od mjerenja neto kamatnog prihoda u nacionalnim računima koji se bilježi nakon alokacije UFPIM-a, što znači da se plaćene kamate i primljene kamate izračunavaju kao da se depoziti i krediti plaćaju na temelju referentne stope ili međubankovne stope refinanciranja. UFPIM se koristi u nacionalnim računima za izračun vrijednosti usluga posredovanja koje pružaju financijske institucije koje nemaju izričite naknade za usluge. Za više informacija vidi poglavlje 14. [Uredbe \(EU\) br. 549/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 21. svibnja 2013. o Europskom sustavu nacionalnih i regionalnih računa u Europskoj uniji](#) (SL L 174, 26.6.2013., str. 1.) i „Household Income”, *Economic Outlook*, INSEE, 15. prosinca 2022.

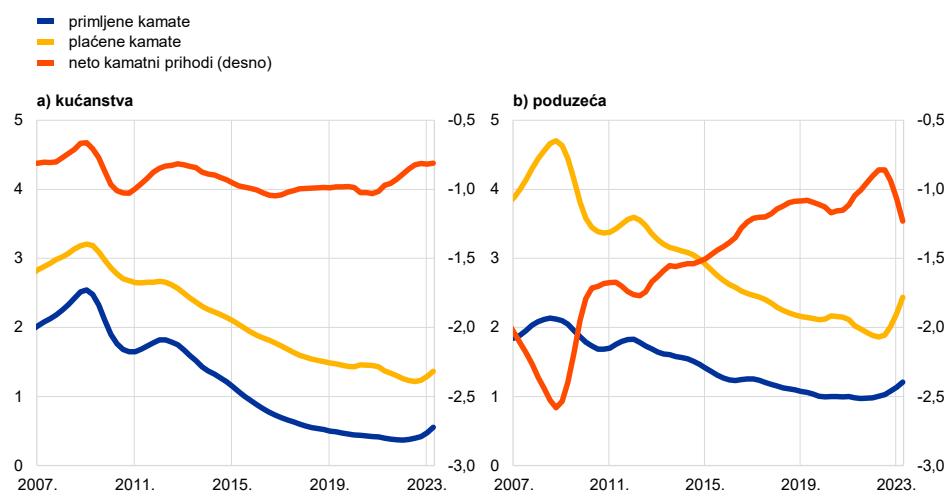
<sup>3</sup> Za više informacija o ovoj temi vidi okvir pod naslovom „Low interest rates and households' net interest income”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2016. Za opis glavnih transmisijskih kanala monetarne politike vidi Lane, P. R., „The banking channel of monetary policy tightening in the euro area”, izjave na panel raspravi o solventnosti banaka i monetarnoj politici, NBER-ova radionica Makro, novac i financijske nesavršenosti u sklopu Ljetnog instituta 2023., 12. srpnja 2023.

svoja nepodmirena stanja duga u usporedbi s poduzećima, što se velikim dijelom odnosi na kućanstva s većim udjelom kredita s fiksnom kamatnom stopom.<sup>4</sup>

### Grafikon A

#### Primljene kamate, plaćene kamate i neto kamatni prihod kućanstava i poduzeća europodručja

(tokovi na razini četiriju tromjesečja kao postotak nominalnog bruto domaćeg proizvoda)



Izvori: podatci tromjesečnih sektorskih računa Eurostata i ESB-a i izračun autora  
Napomena: Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2023.

#### Razlika između kamatnih stopa primljenih na imovinu i kamatnih stopa plaćenih na obveze važan je pokretač neto prihoda.

Unatoč pozitivnoj nominalnoj neto poziciji imovine, negativan neto kamatni prihod kućanstava na agregatnoj razini europodručja upućuje na to da je prosječna kamatna stopa plaćena na nepodmireni dug viša od prosječne kamatne stope primljene na neotplaćene depozite zbog usluga promjene dospeljeća koje pružaju financijska društva i povezanih marža financijskog posredovanja (Grafikon B). Kad je riječ o dinamici, od kraja 2021. na neto kamatni prihod kućanstava europodručja pozitivno djeluje postupna prilagodba stopa za neotplaćene iznose hipoteka zbog njihova duljeg trajanja. Taj je trend prisutan unatoč brzom porastu kamatne stope na hipotekarne kredite za nove poslove. Iako kućanstva aktivno ponovo uravnotežuju svoje portfelje imovine prema oročenim depozitima i dužničkim vrijednosnim papirima, na primljene je kamate nepovoljno utjecao visok udio štednje u obliku prekonoćnih depozita. Oni u pravilu imaju nižu remuneraciju i manje reagiraju na promjene kamatnih stopa monetarne politike. Kamatna stopa izvedena iz kamatnih prihoda koje su primila kućanstva slijedi sličan obrazac onomu kod složene kamatne stope za neotplaćene depozite kućanstava. Usporedivu sliku vidimo kod kamatnih stopa koje su platila i primila poduzeća, premda je kamatna stopa izvedena iz primljenoga kamatnog prihoda znatno viša u usporedbi sa složenom kamatnom stopom za neotplaćene depozite. Ti depoziti čine tek oko trećinu kamatonosne imovine poduzeća, pri čemu se većina odnosi na kredite između povezanih poduzeća s većim prinosom.

<sup>4</sup> Za udio kredita s fiksnom kamatnom stopom kućanstava i poduzeća europodručja vidi Lane, P. R., *op. cit.*

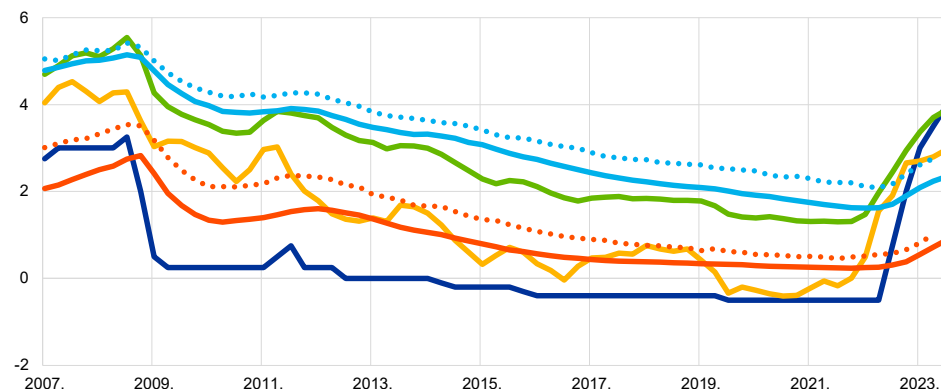
## Grafikon B

### Kamatne stope na depozite i kredite kućanstvima i poduzećima europodručja

#### a) kućanstva

(postotci na godišnjoj razini)

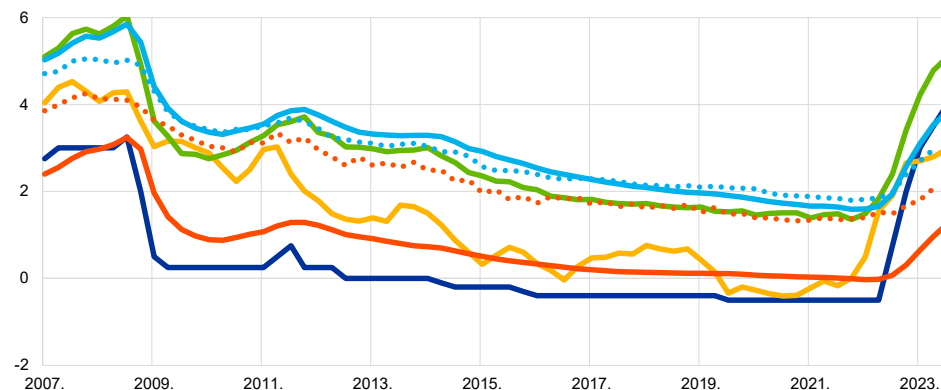
- kamatna stopa ESB-a na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke
- desetogodišnja prekonoćna kamatna stopa razmjene
- složena kamatna stopa za neotplaćene depozite kućanstava
- pokazatelj troška zaduživanja za kućanstva za kupnju kuće
- složena kamatna stopa za neotplaćene iznose hipoteke kućanstava
- kamatna stopa izvedena iz primljene kamate
- kamatna stopa izvedena iz plaćene kamate



#### b) poduzeća

(postotci na godišnjoj razini)

- kamatna stopa ESB-a na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke
- desetogodišnja prekonoćna kamatna stopa razmjene
- složena kamatna stopa za neotplaćene depozite poduzeća
- pokazatelj troška zaduživanja za poduzeća
- složena kamatna stopa za neotplaćene kredite poduzećima
- kamatna stopa izvedena iz primljene kamate
- kamatna stopa izvedena iz plaćene kamate



Izvori: podatci tromjesečnih sektorskih računa Eurostata i ESB-a, podatci o kamatnim stopama monetarnih financijskih institucija, podatci o bilančnim stavkama i izračun autora  
Napomene: Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2023. za izvedene kamatne stope i treće tromjesečje 2023. za ostale stavke. Složena kamatna stopa za depozite kućanstava ponderirani je prosjek kamatnih stopa za prekonoćne depozite, depozite s ugovorenim rokom dospijeća i iskupive depozite s otkaznim rokom. Složena kamatna stopa za depozite poduzeća ponderirani je prosjek kamatnih stopa za prekonoćne depozite, depozite s ugovorenim rokom dospijeća i repo ugovore, s njihovim odgovarajućim ponderima.

**Neto kamatni prihod na razini europodručja prikriva vidljive razlike među državama, koje ponajprije odražavaju različite neto pozicije imovine među sektorima.** Usporedba pet najvećih država europodručja pokazuje da je neto kamatni prihod kućanstava posebice negativan u Nizozemskoj (Grafikon C). U 2023. neto kamatni prihod kućanstava iznosio je oko -2 % BDP-a u Nizozemskoj, pri čemu je postotak u ostalim velikim državama europodručja bio blizu nule. Kućanstva u

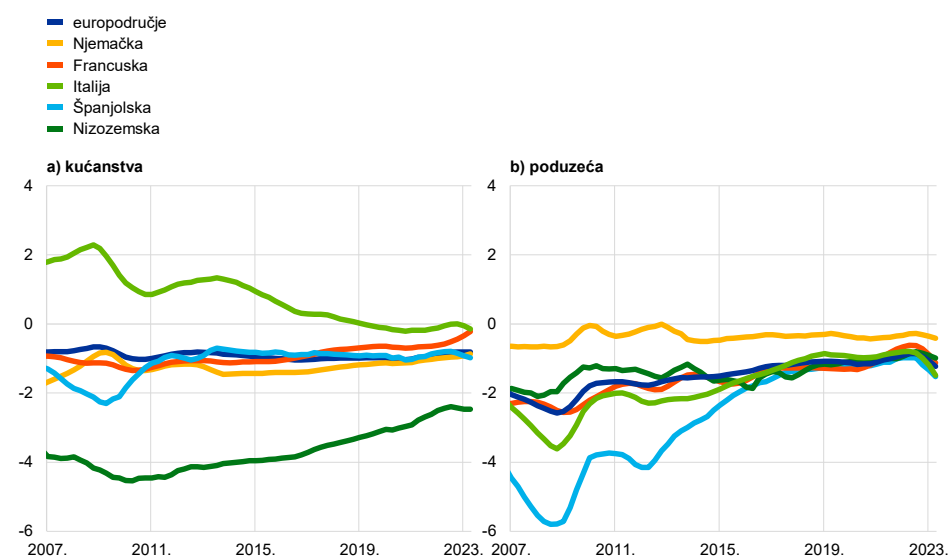


Italiji na drugoj su strani spektra, s dugotrajnim pozitivnim neto kamatnim prihodom koji je bio neznatno negativan samo u 2020. Neto kamatni prihod kućanstava bio je relativno ujednačen tijekom posljednjih tromjesečja u svim najvećim državama europodručja. Neto kamatni prihod poduzeća smanjio se u svim državama od početka ciklusa rasta kamatnih stopa u 2022., što upućuje na visoku razinu duga poduzeća s ukupno kraćim dospjećima ili promjenjivim stopama, premda su razlike među državama velike.

### Grafikon C

#### Neto kamatni prihod u najvećim državama europodručja

(tokovi na razini četiriju tromjesečja kao postotak nominalnog bruto domaćeg proizvoda)



Izvori: podatci tromjesečnih sektorskih računa Eurostata i ESB-a i izračun autora  
Napomena: Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2023.

**Neto kamatonosna imovina također je bila važan pokretač kretanja neto kamatnog prihoda i pokazatelj je vidljivih razlika među državama.** Kada je riječ o kućanstvima, kamatonosna je imovina premašila obveze u svim najvećim državama europodručja, osim u Nizozemskoj (Grafikon D).<sup>5</sup> Neto kamatonosna imovina bila je dosljedno viša u Italiji nego u ostalim velikim državama europodručja zbog niže razine duga i većih udjela kamatonosne imovine, osobito dužničkih vrijednosnih papira čiji je izdavatelj opća država. Međutim, iskazana kao postotak BDP-a neto kamatonosna imovina u Italiji smanjuje se od kraja 2009. To je posljedica smanjenja udjela dužničkih vrijednosnih papira, što objašnjava konvergenciju neto kamatnog prihoda prema ukupnom iznosu za europodručje. Kada je riječ o Nizozemskoj, otprije zabilježena sveprisutnost hipotekarnih kredita kod kojih se prvo otplaćuje kamata objašnjava zašto su obveze veće od kamatonosne imovine i zašto je neto kamatni prihod niži od onoga u cijelom europodručju. Neto kamatonosna imovina povećala se u Španjolskoj nakon globalne financijske krize, što je posljedica smanjenja zaduženosti koja je s visokim udjelom kredita s promjenjivom kamatnom stopom i

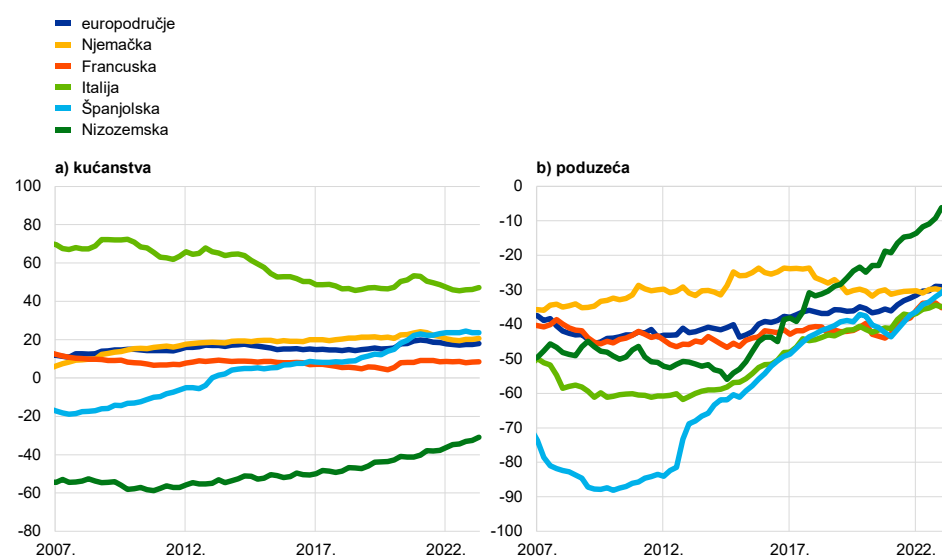
<sup>5</sup> Osim depozita i dužničkih vrijednosnih papira, kućanstva mogu štedjeti i kupnjom dionica, dionica investicijskih fondova, životnog osiguranja, mirovinskih proizvoda i nekretnina. Neto pozicija imovine kućanstava, odnosno razlika između ukupne imovine koju ona drže i ukupnih dužničkih obveza, iznosila je između 420 % i 607 % BDP-a u pet najvećih država članica europodručja u drugom tromjesečju 2023.

padom kamatnih stopa dovela do poboljšanja neto kamatnog prihoda. Kamatonosne obveze poduzeća premašuju imovinu u svim najvećim državama europodručja. Neto kamatonosna imovina, iskazana kao postotak BDP-a, ostala je relativno nepromijenjena u Njemačkoj i Francuskoj tijekom posljednjeg desetljeća, ali postupno se povećavala u Španjolskoj, Italiji i Nizozemskoj. Poboljšanje neto kamatnog prihoda u Španjolskoj i Italiji u razdoblju od 2012. ponajprije se može objasniti smanjenjem zaduženosti te visokim udjelom duga s promjenjivom kamatnom stopom i nižim kamatnim stopama.

## Grafikon D

### Neto kamatonosna imovina u europodručju i u najvećim državama europodručja

(neotplaćeni iznosi kao postotak tokova na razini četiriju tromjesečja nominalnog bruto domaćeg proizvoda)



Izvori: podatci tromjesečnih sektorskih računa Eurostata i ESB-a i izračun autora

Napomene: Neto kamatonosna imovina jest ukupna kamatonosna imovina institucionalnog sektora umanjena za njegove dužničke obveze. Kamatonosna imovina obuhvaća depozite, izravno držane dužničke vrijednosne papire i odobrene kredite. Dužničke obveze kućanstava obuhvaćaju kredite primljene od svih institucionalnih sektora. Dužničke obveze poduzeća također obuhvaćaju izdane dužničke vrijednosne papire. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2023.

### Ukratko, učinak povećanja kamatnih stopa na neto kamatni prihod ovisi o tome je li institucionalni sektor, na neto osnovi, zajmodavac ili zajmoprimac.

Povećanje kamatnih stopa negativno utječe na institucionalne sektore koji moraju pozajmiti sredstva zbog većih troškova financiranja; s druge strane, neto štediše zarađuju više jer mogu ostvariti korist od viših kamata na svoju imovinu. Osim toga, do promjena u kamatnim stopama koje su primljene i plaćene na stanje imovine i obveza dolazi tek postupno te u skladu s ponovnim određivanjem cijene instrumenata s promjenjivom kamatnom stopom i dospijecem naslijeđenih instrumenata s fiksnom kamatnom stopom. Neto kamatni prihod kućanstava europodručja veći je za 0,1 % BDP-a u odnosu na kraj 2021. i neznatno je stimulirao rashode za privatnu potrošnju zbog granične sklonosti potrošnji kamatnog prihoda. Međutim, njegov je pozitivan utjecaj na potrošnju bio manji od negativnog utjecaja viših kamatnih stopa prenesenih preko drugih kanala. Nasuprot tome, neto kamatni prihod poduzeća smanjio se za 0,3 % BDP-a od kraja 2021., što je zbog osjetljivosti gotovinskog toka dovelo do manjih ulaganja.

## 8. Monetarna dinamika tijekom ciklusa pooštavanja

Priredili: Ramón Adalid, Max Lampe i Silvia Scopel

### **Ciklus rasta kamatnih stopa monetarne politike započeo sredinom 2022.**

**potaknuo je banke da povećaju kamatne stope na depozite.** ESB je dosad tijekom ciklusa pooštavanja povećao svoje tri ključne kamatne stope za 450 baznih bodova. U odnosu na razine zabilježene na kraju svibnja 2022., odnosno malo prije nego što je najavljena namjera povećanja kamatnih stopa na konferenciji za tisak u lipnju, kamatne stope na novougovorene oročene depozite povećane su za 372 bazna boda, dok su kamatne stope na prekonoćne depozite povećane za 50 baznih bodova.

**Međutim, kamatne stope na depozite ostale su nešto niže od povijesnih vrijednosti u odnosu na kamatne stope monetarne politike, osobito kod kućanstava i uglavnom za njihove prekonoćne depozite.** Kada su kamatne stope pozitivne, stopa remuneracije za oročene depozite obično ne odstupa znatno od kamatne stope monetarne politike.<sup>1</sup> U listopadu 2023. godišnja kamatna stopa za novougovorene oročene depozite s rokom dospijeca do dvije godine iznosila je prosječno 3,70 % i 3,27 % u sektorima poduzeća i kućanstava europodručja. To znači da su razlike u odnosu na kamatnu stopu monetarne politike iznosile –30 baznih bodova i –73 bazna boda. Razlika za oročene depozite poduzeća kretala se u listopadu unutar povijesnog raspona, dok je razlika za oročene depozite kućanstava bila nešto veća, ali ne i dosad nezabilježena te uglavnom slična onoj s početka 2001., odnosno na vrhuncu ciklusa pooštavanja u razdoblju 2000. – 2001. Za razliku od oročenih depozita, stopa remuneracije za prekonoćne depozite obično je znatno niža od kamatne stope monetarne politike kada su kamatne stope znatno iznad nula zbog usluga plaćanja, likvidnosti i pogodnosti raspoloživih na osnovi depozita po viđenju (Grafikon A, panel a).<sup>2</sup> Povezana se remuneracija također sporo mijenja, što znači da se opseg razlike u odnosu na kamatnu stopu monetarne politike obično povećava tijekom ciklusa pooštavanja. Spomenuto povećavanje u skladu je sa zapažanjem da visoki troškovi prelaska daju bankama tržišnu moć, posebice na tržištu depozita po viđenju.<sup>3</sup> U listopadu 2023. razlika za te depozite bila je negativna i znatno veća nego u razdoblju 2007. – 2008. kada su se stope stabilizirale na najvišoj vrijednosti ciklusa rasta, ali manja u usporedbi s gornjom granicom koja je ostvarena tijekom ciklusa u 2000. Međutim, potrebno je uzeti u obzir da je remuneracija depozita u razdoblju 2007. – 2008. vjerojatno djelomično

<sup>1</sup> Kamatna stopa monetarne politike jest kamatna stopa kojom se središnja banka služi za signaliziranje stajališta svoje monetarne politike. Kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja upotrebljavala se kao referentna stopa za izračun razlika u odnosu na kamatne stope na depozite u prvom desetljeću eura jer je, u okružju iznimno niskih razina viška likvidnosti, kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja bila glavna referentna stopa za tržišne kamatne stope. Nasuprot tome, kamatna stopa na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke tijekom većeg dijela prošlog desetljeća postala je glavno sidro tržišnih kamatnih stopa u okružju obilnog viška likvidnosti. Stoga je ta stopa upotrijebljena za izračun razlika u odnosu na kamatne stope na depozite za to razdoblje.

<sup>2</sup> Vidi Drechsler, I., Savov, A. i Schnabl, P., „The deposits channel of monetary policy”, *The Quarterly Journal of Economics*, sv. 132, br. 4, 2017., str. 1819. – 1876.

<sup>3</sup> Vidi Polo, A., „Imperfect pass-through to deposit rates and monetary policy transmission”, *Staff Working Paper*, br. 933, Bank of England, 2021.

bila potpomognuta potrebama banaka za likvidnošću zbog početka globalne financijske krize. Isto tako, čini se da na dinamiku u sadašnjem ciklusu djelomično utječu i niske financijske potrebe banaka u uvjetima slabe kreditne aktivnosti i smanjene konkurentnosti u nekim segmentima tržišta depozita.<sup>4</sup>

**Akumulirane promjene kamatnih stopa na depozite relativno su slabe, djelomično zbog toga što su kamatne stope za depozite tijekom razdoblja negativnih kamatnih stopa koje je prethodilo sadašnjem ciklusu bile iznad kamatne stope monetarne politike, ali i zbog istinski slabije transmisije na kamatne stope za prekonoćne depozite kućanstva.** Omjer između povećanje kamatnih stopa za depozite i povećanja kamatnih stopa monetarne politike jest mjera koja se široko primjenjuje za usporedbu snage prijenosa potonjih kamatnih stopa na kamatne stope za depozite tijekom ciklusa pooštavanja. Taj se omjer obično naziva beta vrijednošću za depozite. Međutim, ta je mjera osjetljiva na polaznu točku, osobito ako se razlika između kamatne stope za depozite i kamatne stope monetarne politike u tom trenutku razlikuje od povijesne vrijednosti. To je bio slučaj na početku sadašnjeg ciklusa pooštavanja jer su, sredinom 2022., razlike između kamatnih stopa na depozite i kamatnih stopa monetarne politike bile negativne (Grafikon A, panel a), desni grafikon). Te obrnute razlike za depozite upućuju na činjenicu da su banke bile nesklone tome da negativne kamatne stope prenesu na svoje depozite kućanstava zbog zakonodavnih prepreka i rizika pokretanja sudskih postupaka ili zabrinutosti glede povlačenja depozita.<sup>5</sup> Kraj razdoblja negativnih i vrlo niskih kamatnih stopa omogućio je povratak razlika između kamatne stope monetarne politike i kamatnih stopa na depozite prema njihovim povijesnim obrascima, što je značajka razdoblja u kojem je rast kamatnih stopa monetarne politike bio popraćen tek manjim rastom kamatnih stopa na depozite. Stoga je pri primjeni beta vrijednosti za depozite radi usporedbe snage prijenosa na kamatne stope za depozite s prethodnim epizodama važno isključiti razdoblje niskih kamatnih stopa monetarne politike. Primjerice, bilo bi moguće isključiti razdoblje tijekom kojeg je kamatna stopa monetarne politike bila ispod 2 %, što je razina s početka prethodnog ciklusa. Ako se to učini, povećaju se beta vrijednosti za depozite kod svih prekonoćnih depozita te kod onih oročenih depozita koje drže kućanstva. Činjenica da poduzeća i kućanstva trenutačno drže veći udio prekonoćnih depozita nego prije još je jedan činitelj koji utječe na ukupne beta vrijednosti za depozite, tj. na one kojima se ponderira rast stopa za depozite u različitim vrstama depozita na temelju njihovih neotplaćenih iznosa (Grafikon B, panel b). Primjenom udjela depozita iz ciklusa pooštavanja u razdoblju 2005. – 2007. (umjesto sadašnjih udjela) radi objedinjavanja stopa remuneracije za prekonoćne depozite i oročene depozite dobiju se beta vrijednosti za depozite koje se približavaju onima iz prethodnih ciklusa rasta, ali i dalje ostaju nešto niže (Grafikon A, panel b). To je prije svega zbog uistinu slabije transmisije rasta kamatnih stopa monetarne politike na prekonoćne depozite kućanstva.

<sup>4</sup> Vidi Mayordomo, S. i Roibás, I., „[The pass-through of market interest rates to bank interest rates](#)”, *Documentos Ocasionales*, br. 2312, Banco de España, 2023.

<sup>5</sup> Vidi članak pod naslovom „[Negative rates and the transmission of monetary policy](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 3, ESB, 2020.

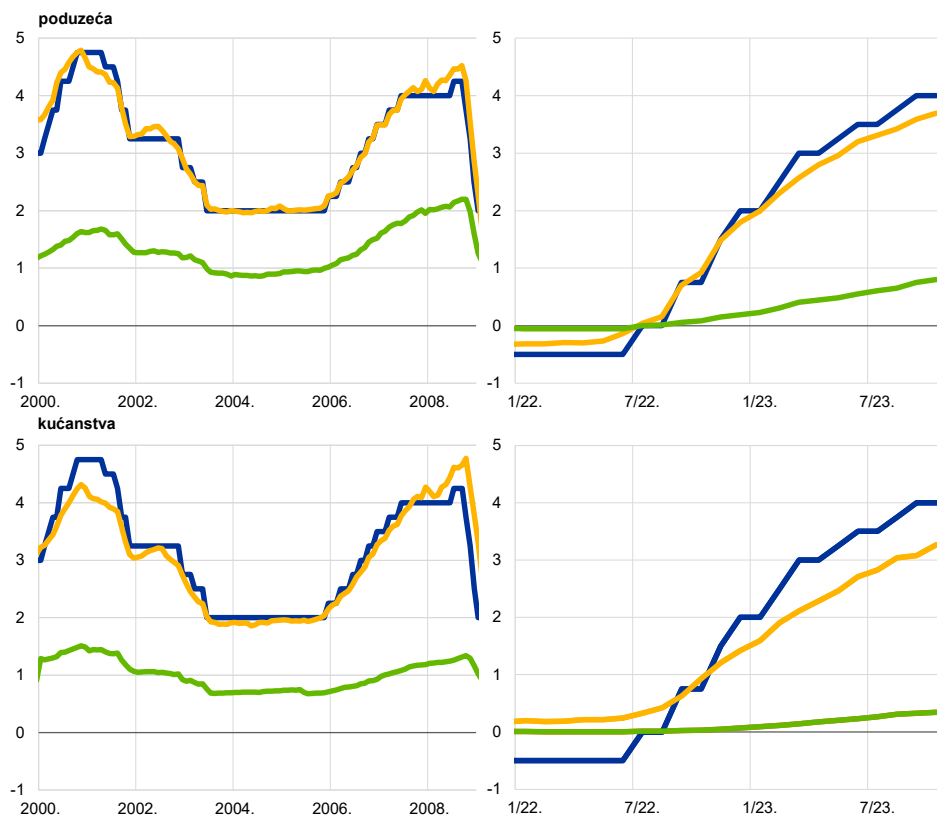
## Grafikon A

### Prijenos učinka kamatnih stopa u europodručju

#### a) razine kamatnih stopa

(postotci na godišnjoj razini)

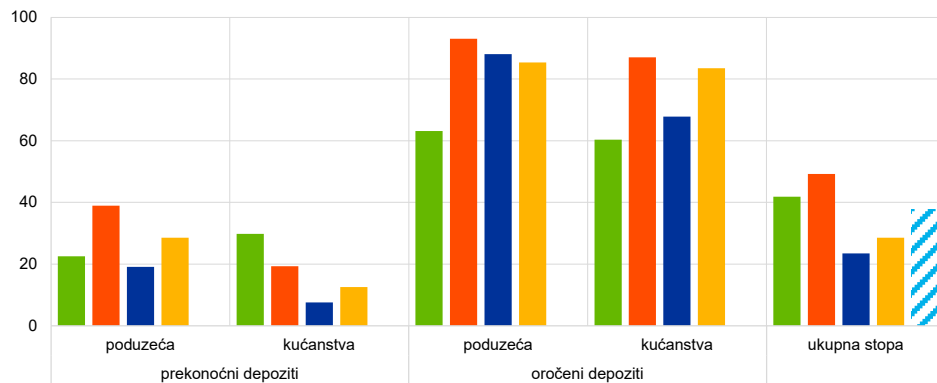
- relevantna kamatna stopa monetarne politike ESB-a
- oročeni depoziti
- prekonoćni depoziti



#### b) beta vrijednosti za depozite

(postotci)

- ciklus 1999. – 2000.
- ciklus 2005. – 2007.
- sadašnji ciklus
- sadašnji ciklus (otkako je kamatna stopa monetarne politike dosegla 2 %)
- sadašnji ciklus (otkako je kam. stop. mon. polit. doseg. 2 %) s ponder. zasnov. na prekonoć. i oroč. dep. u raz. 2005. – 2007.



Izvor: ESB

Napomene: Oročeni depoziti obuhvaćaju kamatne stope na novogovorene depozite s rokom dospijanja do dvije godine. Beta vrijednosti za depozite definirane su kao omjer između povećanja kamatnih stopa na depozite i povećanja kamatnih stopa monetarne politike. Posljednji podatci odnose se na listopad 2023.

**Povećana remuneracija oročenih depozita i obveznica nakon dugog razdoblja niskih ili negativnih kamatnih stopa potaknula je prelazak na te instrumente s prekonoćnih depozita i ostalih depozita s niskom stopom remuneracije.**

Tijekom razdoblja niskih kamatnih stopa oportunitetni trošak držanja prekonoćnih depozita bio je vrlo nizak zbog čega su kućanstva i poduzeća akumulirala gotova sva svoja nova salda gotovine u prekonoćnim depozitima (Grafikon B, panel a). Sadašnje pooštavanje monetarne politike i njezina transmisija na kamatne stope za depozite i prinose na ostalu financijsku imovinu povećali su oportunitetni trošak držanja prekonoćnih depozita na razine slične onima iz prethodnih ciklusa rasta. To je potaknulo poduzeća i kućanstva da premjeste znatan udio svojih neuobičajeno velikih salda prekonoćnih depozita u oročene depozite i obveznice. Spomenuta su se salda smanjila u usporedbi sa sredinom 2022., ali ostala su visoka u usporedbi s povijesnim standardima. To je vidljivije kod kućanstava nego kod poduzeća (Grafikon B, panel b)<sup>6</sup> i moglo bi objasniti umjerenije preusmjeravanje depozita poduzeća tijekom posljednja dva tromjesečja.

---

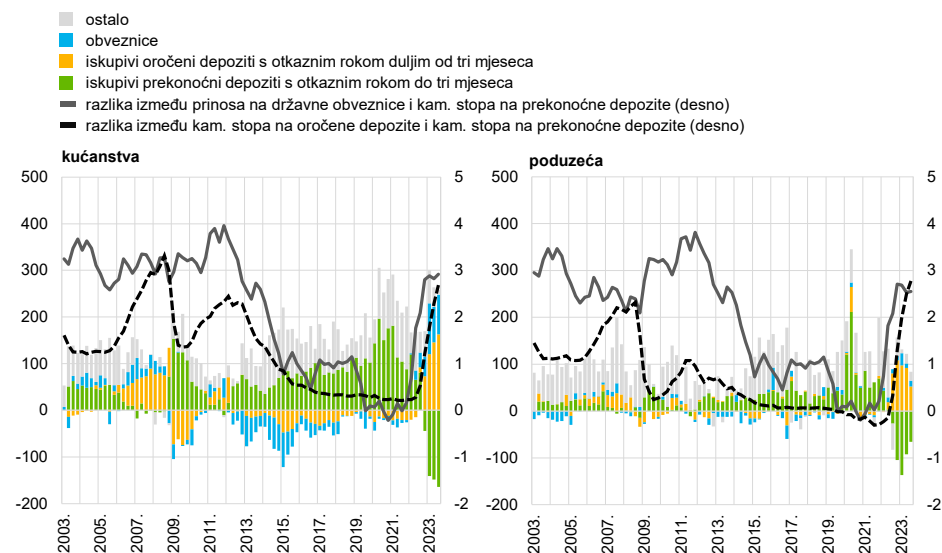
<sup>6</sup> Četvrto tromjesečje 2005. uzeto je kao relevantna vremenska referenca za usporedbu jer je ono početak ciklusa pooštavanja u 2005. Primjena prosjeka za dulje razdoblje (poput onoga u Grafikonu A, panelu a), desnom grafikonu) kao referentne vrijednosti ne bi utjecala na zaključak da je ponder za prekonoćne depozite i nadalje znatno viši nego u prošlosti, osobiti kod sektora kućanstava.

## Grafikon B

### Ponovno uravnoteženje portfelja

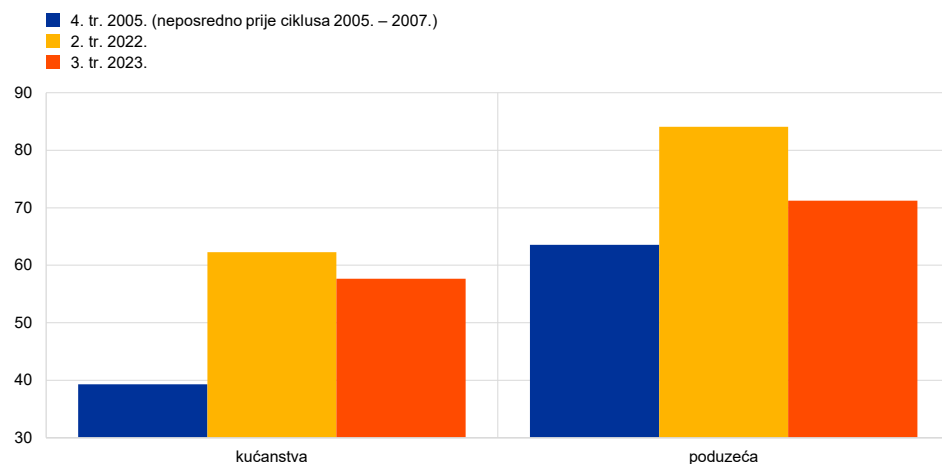
#### a) financijska ulaganja poduzeća i kućanstava

(lijevo: tromjesečni tokovi, mlrd. EUR, desno: postotni bodovi)



#### b) prekonocni depoziti

(postotni udio u ukupnim depozitima)



Izvor: ESB

### Općenito, promjene u monetarnoj politici, osim što utječu na odluke kućanstava i poduzeća o portfelju, utječu i na kreiranje novca na više načina.

Prvo, odobravanjem kredita, kada banke odobravaju kredite, to se odmah odražava u povećanju stanja depozita dužnika koja oni onda mogu upotrijebiti za svoja plaćanja i ostale transakcije.<sup>7</sup> Drugo, slično tome, stanja najširega monetarnog agregata povećavaju se kada središnje banke stječu imovinu od rezidenata europodručja koji nisu banke kao i onda kada nerezidenti stječu dobra, usluge i

<sup>7</sup> Time se ne implicira da banke mogu stvarati neograničene depozite. Prvo, stvoreni depoziti također mogu završiti kod drugih banaka. Drugo, da bi odobrile kredite banke moraju među ostalim uzeti u obzir svoju širu poziciju financiranja i solventnosti i rizik povezan s njihovim izloženostima te usklađenost s regulatornim ograničenjima.

financijsku imovinu od rezidenata europodručja koji nisu banke.<sup>8</sup> Naposljetku, krediti središnjih banaka bankama također mogu dovesti do kreiranja novca u mjeri u kojoj su zamjena za financiranje obveznicama, čime se oslobađaju sredstva koja deponentni mogu držati na svojim računima.

**Sadašnje pooštavanje monetarne politike oslabjelo je šire kreiranje novca i dovelo ga u negativan teritorij s povijesno najnižim stopama.** Od početka sadašnjeg ciklusa pooštavanja više kamatne stope u znatnoj mjeri smanjuju potražnju za kreditima i ponudu kredita, što pridonosi znatnom smanjivanju iznosa kredita koji su uobičajen izvor kreiranja novca. Osim toga, smanjenje bilance Eurosustava pridonijelo je smanjenju ponude kredita i izravno nepovoljno utjecalo na M3 preko dva kanala: (1) otplata u sklopu operacija TLTRO koje potiču banke da izdaju dugoročne obveznice, čime se smanjuju salda gotovine jer deponenti stječu te obveznice i (ii) progresivnih otkupa u sklopu portfelja programa kupnje vrijednosnih papira kojima se povlači novac iz optjecaja.<sup>9</sup> Zbog toga se doprinos koji krediti poduzećima i kućanstvima daju godišnjem stanju M3 smanjio s 4 postotna boda sredinom 2022. na oko nula u listopadu 2023., dok izdavanje bankovnih obveznica trenutačno oscilira oko 1,5 postotnih bodova u odnosu na godišnje stanje M3. Izravan doprinos kupnja Eurosustava postao je negativan, smanjivši se s gotovo 6 postotnih bodova početkom 2022. na –1 postotni bod u listopadu 2023. To je međutim u velikoj mjeri bilo neutralizirano kupnjama državnih obveznica od strane inozemnih ulagača, premda kupnje obveznica od strane kućanstava trenutačno donekle opterećuju monetarnu dinamiku. Oporavak viška na tekućem i kapitalnom računu platne bilance, koji je i posljedica slabljenja domaće potražnje za inozemnom robom, također je dao dodatnu potporu neto novčanim priljevima iz inozemstva od kraja 2022. (Grafikon C, panel a).

---

<sup>8</sup> M3 uglavnom obuhvaća kratkoročne i likvidne obveze koje su izdale monetarne financijske institucije i koje drži sektor imatelja novca.

<sup>9</sup> Vidi Lane, P., „[The banking channel of monetary policy tightening in the euro area](#)”, izjave na panel raspravi o solventnosti banaka i monetarnoj politici, NBER-ova radionica Makro, novac i financijske nesavršenosti u sklopu Ljetnog instituta 2023., 12. srpnja 2023.

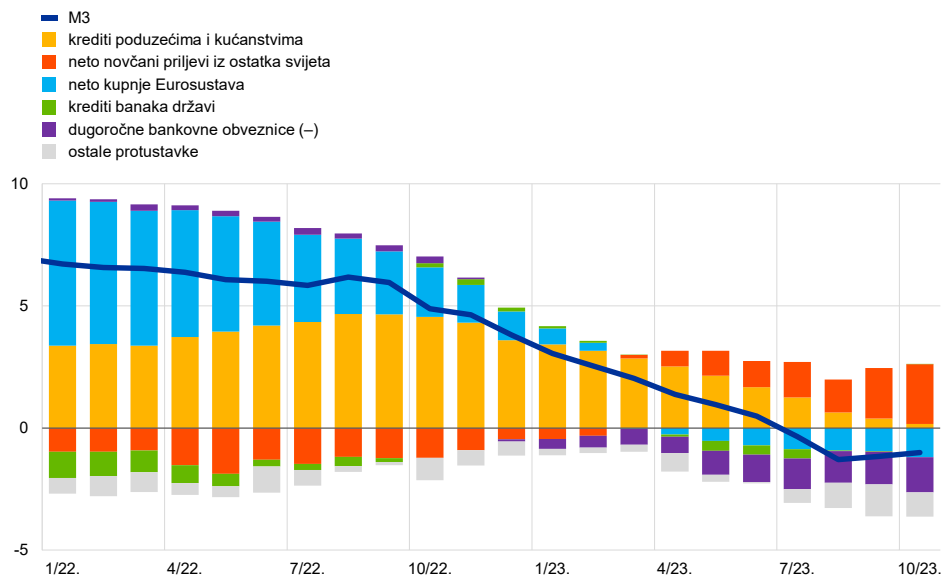


## Grafikon C

### Monetarni agregati

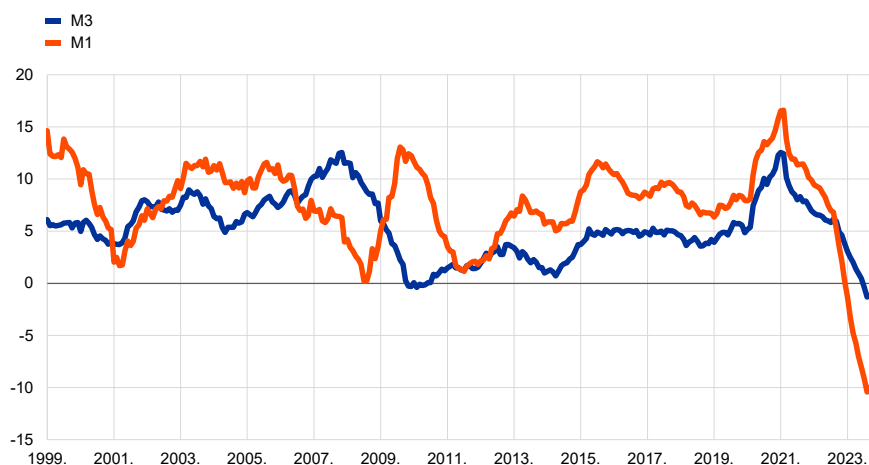
#### a) izvori kreiranja novca

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi godišnjoj promjeni u postotcima)



#### b) monetarni agregati

(godišnje promjene u postotcima)



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na listopad 2023.

**Preusmjeravanje depozita i smanjenje najširega monetarnog agregata doveli su do negativnog rasta dosad nezabilježene veličine najužega monetarnog agregata, M1.** S obzirom na to da prekonocni depoziti čine glavnu sastavnicu M1, preusmjeravanje glede tih depozita imalo je za posljedicu dosad nezabilježeno smanjenje toga monetarnog agregata (za oko 10 % u usporedbi s ljetom, Grafikon C, panel b). Uzevši u obzir činjenicu da je rast M1 u prošlosti dobro predviđao rast realnog BDP-a, to je stvorilo zabrinutosti glede daljnjeg usporavanja gospodarske aktivnosti.<sup>10</sup> Ta se veza djelomično ostvaruje preko odluka o potrošnji, štednji i

<sup>10</sup> Vidi okvir pod naslovom „The predictive power of real M1 for real economic activity in the euro area”, *Ekonomski bilten*, broj 3, ESB, 2019.

ulaganjima jer je M1 relevantan pokazatelj stupnja likvidnosti u gospodarstvu. Međutim, u postojećim okolnostima, kontinuirano preusmjeravanje glade prekonoćnih depozita i prethodni snažan rast M1 od 2015., koji je pretežno bio povezan s kombinacijom neto kupnja vrijednosnih papira i niskih kamatnih stopa, mogu zamagliti uobičajeni signal. Drugim riječima, smanjenje M1 koje je posljedica preusmjeravanja portfelja glade prekonoćnih depozita trebalo bi, u načelu, imati ograničeniji učinak na sposobnost subjekata glade potrošnje. Ono bi stoga trebao imati manji negativan utjecaj na BDP od uobičajenog smanjenja M1, posebno s obzirom na to da je stanje prekonoćnih depozita i dalje relativno visoko u usporedbi s povijesnim standardima. To, međutim, ne znači da bi M1 trebao biti potpuno odbačen, posebno ako bude praćen napetostima na financijskim tržištima i povećanom potražnjom za likvidnošću.

© **Europska središnja banka, 2024.**

Poštanska adresa 60640 Frankfurt na Majni, Njemačka

Telefon +49 69 1344 0

Mrežne stranice [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Sva prava pridržana. Dopušta se reprodukcija u obrazovne i nekomercijalne svrhe uz navođenje izvora.

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

Krajnji datum za statističke podatke uključene u ovo izvješće bio je 13. prosinca 2023.

PDF ISSN 2363-3603, QB-BQ-23-004-HR-N