

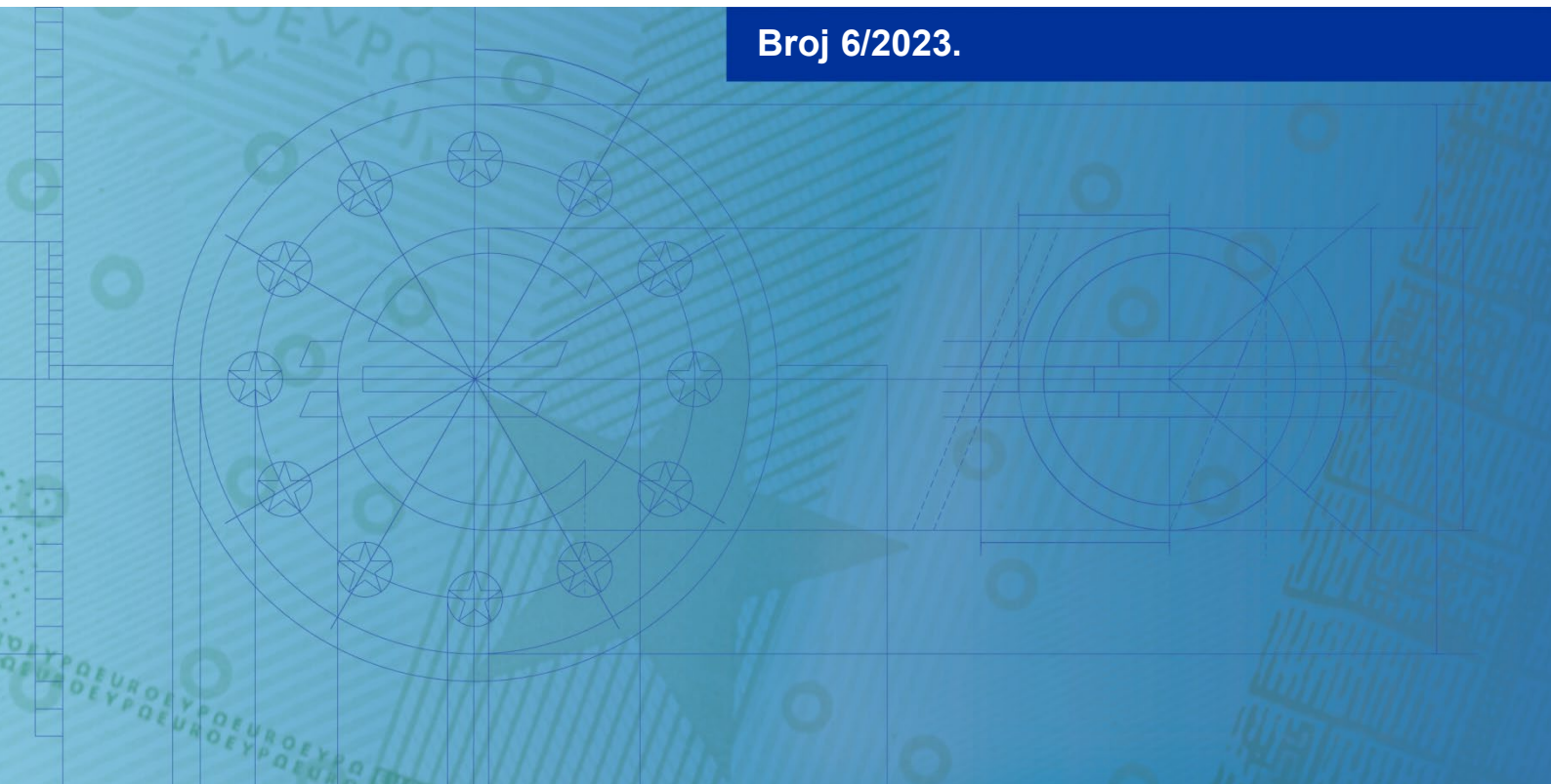


EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

Ekonomski bilten

Broj 6/2023.



Sadržaj

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja	2
Pregled	2
1. Vanjsko okružje	7
2. Gospodarska aktivnost	14
3. Cijene i troškovi	23
4. Kretanja na financijskim tržištima	30
5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja	36
6. Fiskalna kretanja	44
Okviri	48
1. Rizici koje za globalne cijene prehrambenih sirovina donosi <i>e/niño</i>	48
2. Koju ulogu imaju učinci ponovnog otvaranja među državama i sektorima?	54
3. Radna snaga europodručja: najnovija kretanja i pokretači	61
4. Što potrošači smatraju glavnim pokretačem nedavne inflacije?	66
5. Klimatske promjene te zelena ulaganja i financiranje poduzeća u europodručju – rezultati ankete SAFE	72
6. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 10. svibnja do 1. kolovoza 2023.	82
7. Raspodjela kapitala banaka i implikacije za monetarnu politiku	88
8. Fiskalni utjecaj mjera potpore financijskom sektoru 15 godina nakon velike financijske krize	95

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja

Pregled

Nastavlja se smanjivanje inflacije, ali i dalje se očekuje da će inflacija predugo ostati pretjerano visoka. Upravno vijeće odlučno se zalaže za što skoriji povratak inflacije na njegov srednjoročni cilj od 2 %. Kako bi poduprlo napredak prema ciljnoj razini, na sastanku održanom 14. rujna 2023. Upravno vijeće odlučilo je povećati tri ključne kamatne stope ESB-a za 25 baznih bodova.

Povećanje stopa proizlazi iz njegove ocjene inflacijskih izgleda na temelju novih gospodarskih i financijskih podataka, dinamike temeljne inflacije i jačine transmisije monetarne politike. U makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2023. predviđa se prosječna inflacija od 5,6 % u 2023., 3,2 % u 2024. i 2,1 % u 2025. Riječ je o reviziji naviše za 2023. i 2024. te reviziji naniže za 2025. Revizija naviše za 2023. i 2024. uglavnom proizlazi iz viših razina cijena energije. Temeljni cjenovni pritisci i dalje su veliki, premda se većina pokazatelja počela smanjivati. Stručnjaci ESB-a revidirali su i blago snizili projicirane razine inflacije bez energije i hrane, i to na prosječno 5,1 % u 2023., 2,9 % u 2024. i 2,2 % u 2025. Nastavlja se snažan prijenos prethodnih povećanja kamatnih stopa na temelju odluka Upravnog vijeća. Uvjeti financiranja dodatno su pooštreni i sve nepovoljnije utječu na potražnju, koja je važan činitelj u vraćanju inflacije na ciljnu razinu. Ako se ima na umu sve veći utjecaj tog pooštavanja na domaću potražnju u uvjetima slabljenja međunarodne trgovine, stručnjaci ESB-a znatno su smanjili projekcije gospodarskog rasta. Sada predviđaju da će gospodarstvo europodručja rasti po stopi od 0,7 % u 2023., 1,0 % u 2024. i 1,5 % u 2025.

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 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. Pri određivanju odgovarajuće razine i trajanja pooštavanja Upravno vijeće nastavit će primjenjivati pristup koji se zasniva na podatcima. Naime, odluke Upravnog vijeća o kamatnim stopama ovisit će o njegovoj ocjeni inflacijskih izgleda na temelju novih gospodarskih i financijskih podataka, dinamici temeljne inflacije i jačini transmisije monetarne politike.

Gospodarska aktivnost

Gospodarska aktivnost vjerojatno će sljedećih mjeseci ostati slaba. Općenito, u prvoj je polovini godine stagnirala. Najnoviji pokazatelji upućuju na zaključak da je slaba i u trećem tromjesečju. Slabija potražnja za izvozom europodručja i učinak pooštrenih uvjeta financiranja nepovoljno utječu na rast, među ostalim zbog manjeg ulaganja u

stambene nekretnine i poslovnog ulaganja. Slabi aktivnost i u uslužnom sektoru, koji je prethodno bio otporan. Gospodarski zamah trebao bi s vremenom ojačati jer očekuje se rast realnih dohodaka koji će potaknuti osobnu potrošnju, a kojemu će pridonijeti pad inflacije, rast plaća i snažno tržište rada.

Tržište rada ostalo je otporno unatoč usporavanju gospodarske aktivnosti. Stopa nezaposlenosti u srpnju je i dalje bila na povijesno niskoj razini od 6,4 %. Premda je zaposlenost rasla po stopi od 0,2 % u drugom tromjesečju, njezin se rast usporava. Otvora se manje radnih mjesta i u uslužnom sektoru, koji je bio važan pokretač rasta zaposlenosti od sredine 2022.

Kratkoročni izgledi za rast u europodručju pogoršali su se, ali u srednjoročnom bi se razdoblju gospodarstvo trebalo postupno oporavljati zbog oporavka domaće i inozemne potražnje i rast bi trebao biti umjeren. Gospodarska aktivnost europodručja rasla je slabom dinamikom u prvoj polovini 2023. unatoč povišenoj razini još neizvršenih narudžaba u sektoru prerađivačke industrije i postupnom smanjivanju visokih cijena energije. Nadalje, ti su utjecaji uvelike oslabjeli i kratkoročni pokazatelji upućuju na stagnaciju u kratkoročnom razdoblju zbog pooštavanja uvjeta financiranja, slabog pouzdanja poduzeća i potrošača te male inozemne potražnje u uvjetima jačanja eura. Očekuje se da će se rast povećavati od 2024. kako se inozemna potražnja bude približavala trendu zabilježenom prije pandemije i kako se budu povećavali realni dohodci poduprti smanjenjem inflacije, snažnim rastom nominalnih plaća i stopom nezaposlenosti koja je, unatoč blagom porastu, još niska. Međutim, rast će i dalje biti slab jer će se utjecaj pooštavanja monetarne politike ESB-a i nepovoljnih uvjeta ponude kredita prenositi na realno gospodarstvo i postupno će se ukidati fiskalna potpora. Općenito, godišnji prosječni rast realnog BDP-a trebao bi se usporiti s 3,4 %, koliko je iznosio u 2022., na 0,7 % u 2023., a zatim se povećati na 1,0 % u 2024. i 1,5 % u 2025. U odnosu na projekcije stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2023. izgledi za rast BDP-a revidirani su naniže za 0,2 postotna boda za 2023., za 0,5 postotnih bodova za 2024. i za 0,1 postotni bod za 2025. zbog znatnog pogoršanja kratkoročnih izgleda u uvjetima pogoršanja anketnih pokazatelja, pooštavanja uvjeta financiranja, uključujući nepovoljnije učinke ponude kredita, te jačeg tečaja eura.

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 još snažnijim odgovorom monetarne politike. Fiskalne politike trebale bi biti oblikovane tako da pridonose povećanju produktivnosti gospodarstva europodručja i postupnom smanjivanju velikoga javnog duga. Politike 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 tranziciju. Reforma okvira gospodarskog upravljanja EU-a trebala bi biti dovršena do kraja 2023. Osim toga, trebala bi se ubrzati uspostava unije tržišta kapitala.

Inflacija

Prema brzoj procjeni Eurostata inflacija se smanjila na 5,3 % u srpnju te se zadržala na istoj razini u kolovozu.¹ Nije došlo do daljnjeg smanjenja jer su cijene energije porasle u odnosu na srpanj. Premda se inflacija cijena hrane smanjila u odnosu na najvišu razinu zabilježenu u ožujku, u kolovozu je iznosila gotovo 10 %. U sljedećim mjesecima znatna povećanja cijena zabilježena u jesen 2022. više neće biti obuhvaćena izračunom godišnjih stopa inflacije, zbog čega će se inflacija smanjiti.

Inflacija bez energije i hrane smanjila se s 5,5 %, koliko je iznosila u srpnju, na 5,3 % u kolovozu. Smanjila se i inflacija u skupini dobara, i to sa stope od 5,5 % u lipnju i 5,0 % u srpnju na 4,8 % u kolovozu, zbog boljih uvjeta na strani ponude, prethodnih smanjenja cijena energije, slabljenja cjenovnih pritisaka u ranijim fazama proizvodnog lanca i slabije potražnje. Inflacija u skupini usluga blago se smanjila na 5,5 %, ali i dalje je bila na visokoj razini zbog snažne potrošnje na odmore i putovanja te velikog povećanja plaća. Godišnja stopa rasta naknade po zaposlenom ostala je nepromijenjena na razini od 5,5 % u drugom tromjesečju ove godine. Doprinos troškova rada godišnjoj domaćoj inflaciji u drugom se tromjesečju povećao, među ostalim zbog slabije produktivnosti, dok se doprinos dobiti smanjio prvi put od početka 2022.

Većina mjera temeljne inflacije počinje se smanjivati u uvjetima veće usklađenosti ponude i potražnje te sve manjeg doprinosa prethodnih povećanja cijena energije. Domaći cjenovni pritisci istodobno su i dalje snažni.

Većina mjera dugoročnih inflacijskih očekivanja trenutačno je na razini od oko 2 %, no neki su se pokazatelji povećali i potrebno ih je pomno pratiti.

Predviđa se da će se ukupna inflacija u europodručju tijekom projekcijskog razdoblja nastaviti smanjivati zbog manjih troškovnih pritisaka i rješavanja problema uskih grla u opskrbnim lancima te utjecaja pooštavanja monetarne politike. Očekuje se i postupno smanjivanje inflacije mjerene HIPC-om bez energije i hrane. Međutim, ona bi do početka 2024. trebala biti viša od ukupne inflacije. Predviđena dezinflacija proizlazi iz postupnog slabljenja utjecaja prošlih šokova cijena energije i drugih pritisaka proizvođačkih troškova, a snažan rast troškova rada postupno će postati glavni pokretač inflacije mjerene HIPC-om bez energije i hrane. Očekuje se da će se rast plaća postupno smanjivati od sredine 2023., ali da će tijekom projekcijskog razdoblja ostati velik zbog povećanja minimalnih plaća i naknade za inflaciju u okolnostima oskudice radne snage na tržištu rada, premda se uvjeti na tom tržištu normaliziraju. Očekuje se da će profitne marže, koje su se znatno povećale prošle godine, djelovati kao zaštitni sloj i smanjiti prijenos troškova rada na finalne cijene u srednjoročnom razdoblju. Osim toga, pooštrena monetarna politika trebala bi sve više pridonositi smanjivanju temeljne inflacije. Općenito, pod pretpostavkom da će srednjoročna inflacijska očekivanja ostati usidrena na inflacijskom cilju ESB-a, ukupna inflacija mjerena HIPC-om trebala bi se smanjiti s prosječnih 8,4 % u 2022. na 5,6 % u 2023., 3,2 % u 2024. i 2,1 % u 2025. te biti na ciljnoj razini u trećem

¹ Krajnji datum za statističke podatke uključene u ovo izvješće bio je 13. rujna 2023. Prema finalnoj procjeni objavljenoj 19. rujna 2023. inflacija mjerena HIPC-om smanjila se s 5,3 % u srpnju na 5,2 % u kolovozu 2023., što je za 0,1 postotni bod manje nego u brzoj procjeni.

tromjesečju 2025. U odnosu na projekcije iz lipnja 2023. inflacija mjerena HIPC-om revidirana je naviše za 2023. i 2024. zbog viših terminskih cijena energije te naniže za 2025. jer smatra se da će utjecaj aprecijacije eura, pooštrenih uvjeta financiranja i slabijih cikličkih uvjeta djelovati na smanjenje inflacije mjerene HIPC-om bez energije i hrane.

Procjena rizika

Rizici za gospodarski rast pretežno su negativni. Rast bi mogao biti sporiji ako utjecaj monetarne politike bude jači nego što se očekuje ili ako svjetsko gospodarstvo oslabi, primjerice zbog daljnjeg usporavanja kineskoga gospodarstva. Nasuprot tomu, rast bi mogao biti veći nego što se predviđa dovedu li snažno tržište rada, rast realnih dohodaka i sve manja neizvjesnost do većeg povjerenja i veće potrošnje pojedinaca i poduzeća.

Među pozitivnim su rizicima za inflaciju mogući novi pritisci na rast troškova energije i hrane. Cijene hrane mogle bi biti veće od predviđenih zbog nepovoljnih vremenskih uvjeta i, općenito, razvoja klimatske krize. Inflacija bi, i u srednjoročnom razdoblju, mogla biti viša zbog trajnog porasta inflacijskih očekivanja na razine više od ciljne razine Upravnog vijeća te povećanja plaća i profitnih marža koja su veća od predviđenih. Nasuprot tomu, slabija potražnja, primjerice zbog jače transmisije monetarne politike ili pogoršanja gospodarskog okružja izvan europodručja, dovela bi do manjih cjenovnih pritisaka, posebno u srednjoročnom razdoblju.

Financijski i monetarni uvjeti

Nastavlja se snažan prijenos pooštavanja naše monetarne politike na šire uvjete financiranja. Financiranje je ponovno poskupjelo za banke jer štetiše prekonoćne depozite zamjenjuju oročenim depozitima na koje se isplaćuju veće kamate i ESB postupno ukida ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja. U srpnju su nastavile rasti prosječne kamatne stope na kredite poduzećima i hipotekarne kredite: prosječna kamatna stopa na kredite poduzećima porasla je na 4,9 %, a prosječna kamatna stopa na hipotekarne kredite na 3,8 %.

Dodatno je oslabjela kreditna aktivnost. Godišnja stopa rasta kredita poduzećima, koja je u lipnju iznosila 3,0 %, u srpnju se smanjila na 2,2 %. Krediti kućanstvima također su slabije rasli, i to po stopi od 1,3 %, u odnosu na 1,7 % u lipnju. Na temelju podataka iz posljednja tri mjeseca krediti kućanstvima smanjili su se po anualiziranoj stopi od 0,8 %, što je najveće smanjenje od uvođenja eura. U uvjetima slabe kreditne aktivnosti i smanjenja bilance Eurosustava, godišnja stopa rasta najširega monetarnog agregata (M3), koja je u lipnju iznosila 0,6 %, u srpnju je pala na dosad najnižu razinu od -0,4 %. U posljednja tri mjeseca monetarni agregat M3 smanjio se po anualiziranoj stopi od 1,5 %.

Odluke o monetarnoj politici

Na sastanku održanom 14. rujna 2023. Upravno vijeće odlučilo je povećati tri ključne kamatne stope ESB-a za 25 baznih bodova. U skladu s tim kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja iznosi 4,50 %, kamatna stopa na stalno raspoloživu mogućnost granične posudbe od središnje banke 4,75 %, a kamatna stopa na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke 4,00 %. Povećanje je stupilo na snagu 20. rujna 2023.

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.

Kada je riječ o hitnom programu kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase programme*, PEPP), Upravno vijeće namjerava reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu tog programa barem do kraja 2024. U svakom slučaju budućim postupnim zatvaranjem portfelja PEPP-a upravljat će se tako da se izbjegne njegov nepovoljan utjecaj na primjerenu monetarnu politiku.

Upravno 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

Nastavlja se smanjivanje inflacije, ali i dalje se očekuje da će inflacija predugo ostati pretjerano visoka. Upravno vijeće odlučno se zalaže za što skoriji povratak inflacije na njegov srednjoročni cilj od 2 %. Kako bi poduprlo napredak prema ciljnoj razini, na sastanku održanom 14. rujna 2023. Upravno vijeće odlučilo je povećati tri ključne kamatne stope ESB-a za 25 baznih bodova. 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 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. Pri određivanju odgovarajuće razine i trajanja pooštavanja Upravno vijeće nastavit će primjenjivati pristup koji se zasniva na podacima.

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

Nakon snažnog oporavka globalnoga gospodarstva početkom 2023. u ostatku godine očekuje se umjereniji rast, što uglavnom odražava gubitak zamaha kineskoga gospodarskog oporavka. Međutim, prognoza globalnog rasta obuhvaćena rujanskim makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje uglavnom je i nadalje slična lipanjskim makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava. Naime, iako bi globalni rast sveukupno trebao ostati stabilan tijekom projekcijskog razdoblja, promijenio se njegov sastav po državama, pri čemu je prognoza rasta za Kinu revidirana znatno naniže, a rast realnog BDP-a u SAD-u revidiran naviše zahvaljujući dosadašnjoj otpornosti američkoga gospodarstva. Slab rast globalne trgovine u 2023. odražava sastav globalne gospodarske aktivnosti pod utjecajem manje trgovinski intenzivnih zemalja (zemlje s tržištima u nastajanju), komponenata potražnje (potrošnja) i proizvoda (usluge). 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 rast inozemne potražnje europodručja revidirani su naniže za 2023. u odnosu na lipanjske projekcije uglavnom zbog dodatnih revizija povijesnih podataka naniže i slabijih ostvarenja od procijenjenih u drugom tromjesečju na krajnji datum projekcija. Ipak, rast inozemne potražnje u preostalom dijelu projekcijskog razdoblja trebao bi biti sličan lipanjskim projekcijama. Globalna ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena (IPC) postupno se smanjuje, ali temeljni inflacijski pritisci i nadalje su snažni, posebice u razvijenim državama. Međutim, izvozne bi cijene konkurenata europodručja prema projekcijama trebale snažno pasti potaknute kretanjima cijena sirovina.

Nakon snažnog starta početkom 2023. globalna gospodarska aktivnost trenutno se usporava, što uglavnom odražava gubitak zamaha kineskog oporavka. Prema rujanskim projekcijama očekuje se da bi se u drugoj polovini godine globalni rast trebao usporiti. Iako je prognoza globalnog rasta uglavnom u skladu s projekcijama iz lipnja, promijenio se njegov temeljni sastav po državama.² U ključnim razvijenim gospodarstvima, uključujući SAD i Ujedinjenu Kraljevinu, gospodarska je aktivnost ostala otpornija nego što je bilo očekivano, dok se u Kini usporila snažnije nego što je to bilo procijenjeno pod utjecajem ponovne pojave problema u sektoru stambenih nekretnina koji su prigušili oporavak zasnovan na potrošnji. Očekivano usporavanje globalne gospodarske aktivnosti potvrđuju i dobiveni visokofrekventni podatci. Globalni kompozitni indeks PMI za proizvodnju nastavlja se smanjivati, iako se povećava i u razvijenim gospodarstvima i u zemljama s tržištima u nastajanju. Isto vrijedi i za indeks PMI koji se odnosi na proizvodnju usluga, dok je indeks PMI za proizvodnju u prerađivačkoj industriji snažnije pao u razvijenim gospodarstvima, a porastao u zemljama s tržištima u nastajanju, suzivši jaz u odnosu na uslužni sektor (Grafikon 1.).

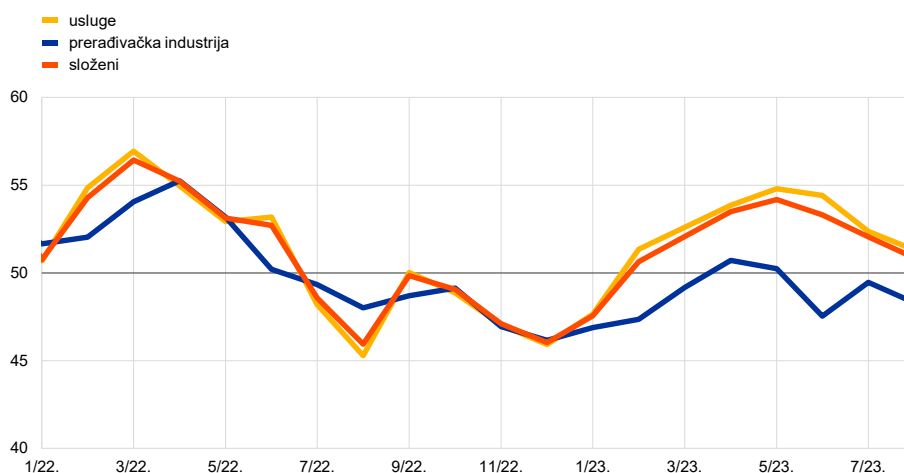
² S obzirom na to da se u ovom odjeljku opisuju kretanja u globalnom okružju, sva upućivanja na svjetske i/ili globalne agregatne gospodarske pokazatelje isključuju europodručje.

Grafikon 1.

Proizvodnja mjerena indeksom PMI po sektorima u razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju

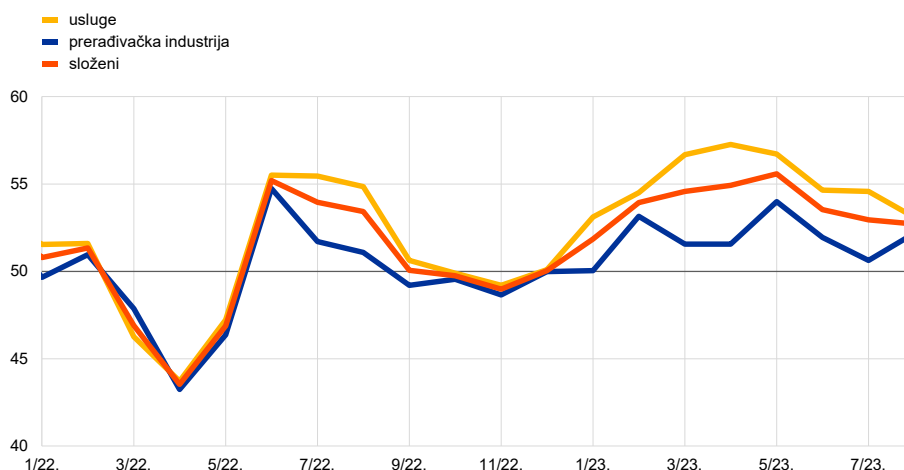
a) razvijene zemlje (bez europa područja)

(indeksi rasprostranjenosti)



b) zemlje s tržištima u nastajanju

(indeksi rasprostranjenosti)



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

Prognoza ukupnoga globalnog rasta prema rujanskim projekcijama slična je prognozi obuhvaćenoj projekcijama iz lipnja, no revidirani su izgledi za velika gospodarstva. Prema trenutnoj projekciji globalni realni BDP trebao bi se povećati za 3,2 % u 2023., 3,0 % u 2024. i 3,2 % u 2025., što odražava samo neznatne revizije u odnosu na lipnjaške projekcije (+0,1 postotni bod u 2023. i -0,1 postotni bod u 2024. i 2025.). Međutim, izgledi rasta za Kinu revidirani su znatno niže zbog spomenute dinamike u sektoru stambenih nekretnina te države.³ S druge strane, gospodarska aktivnost u glavnim razvijenim gospodarstvima revidirana

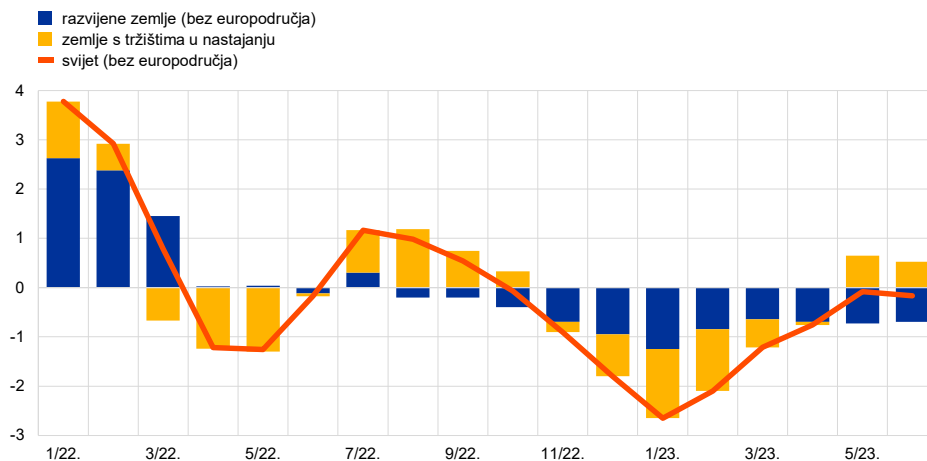
³ Početkom rujna kineske su vlasti najavile nastavak poticaja za tržište nekretnina, uključujući smanjivanje kamatnih stopa na postojeće hipotekarne kredite i smanjenje predujmova. Iako su spomenute mjere najavljene nakon krajnjeg datuma projekcije, još je prerano za donošenje zaključka o tome hoće li one biti dostatne za zaustavljanje projiciranoga pada nekretninskog sektora u preostalom dijelu 2023.

je naviše za 2023. pod utjecajem snažnije otpornosti tržišta rada, iako se u preostalom dijelu projekcijskog razdoblja očekuje postupno slabljenje izgleda za rast. Zemlje s tržištima u nastajanju i nadalje su ključni pokretači globalnoga gospodarskog rasta, iako je projicirani rast nešto slabiji nego u lipanjskim projekcijama.

Očekuje se da će rast svjetske trgovine ove godine ostati slab, nakon čega bi trebao uslijediti njegov postupni oporavak. Usporena globalna trgovina u tekućoj godini u opreci je s razmjerno otpornom globalnom aktivnošću. Globalni bi uvoz prema projekciji ove godine trebao tek neznatno porasti (+0,2 %) jer očekuje se smanjenje uvoza u razvijenim zemljama, što odražava slabu potražnju uzrokovanu strožim uvjetima financiranja i kompozicijske učinke povezane, između ostalog, s postpandemijskim oporavkom. Slaba trgovinska razmjena u 2023. i nadalje se može objasniti trima nepovoljnim kompozicijskim učincima s obzirom na to da je aktivnost pod utjecajem manje trgovinski intenzivnih geografskih područja (zemlje s tržištima u nastajanju), komponenata potražnje (potrošnja) i proizvoda (usluge). Međutim, slabost globalne trgovine dosegla je najnižu razinu i očekuje se da će se zamah postupno povećavati u preostalom dijelu godine. Te su prognoze u skladu s posljednjim podacima o globalnoj robnoj razmjeni (Grafikon 2.) i također odražavaju snažan postpandemijski oporavak u trgovini uslugama, primjerice u turizmu. U razdoblju od 2024. do 2025. globalna bi trgovina, prema projekcijama, trebala donekle povratiti zamah, a njezin bi rast trebao biti usklađeniji s realnim BDP-om, pri čemu se očekuje povećanje od 3,2 % u 2024. i 3,3 % u 2025. Rast inozemne potražnje europodručja trebao bi ove godine ostati nepromijenjen, a u razdoblju od 2024. do 2025. porasti za 3 % godišnje. Rast globalnog uvoza i rast inozemne potražnje europodručja revidirani su naniže u 2023. u odnosu na projekciju iz lipnja 2023. (za 1,1 postotni bod za rast globalnog uvoza i 0,4 postotna boda za rast inozemne potražnje europodručja) uglavnom zbog dodatnih revizija povijesnih podataka naniže na prijelazu godine i slabijeg uvoza u drugom tromjesečju od ranije procijenjenog na krajnji datum projekcija. Za 2024. i 2025. revizije naniže manje su i iznose oko 0,1 postotni bod po godini.

Grafikon 2. Zamah robne razmjene

(realni uvoz, tromjesečne promjene u postotcima)



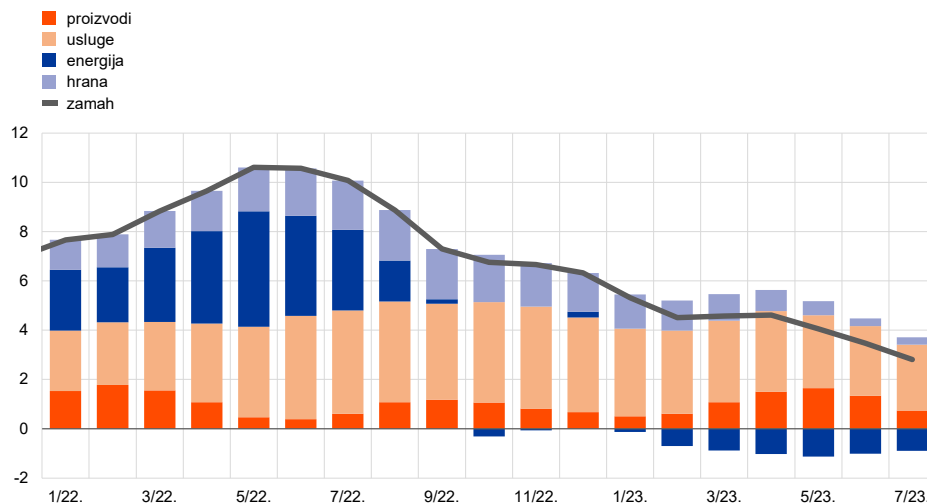
Izvori: CPB i izračun stručnjaka ESB-a
Napomena: Posljednji podatci odnose se na lipanj 2023.

Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena smanjuje se na globalnoj razini zahvaljujući nižim cijenama energije i hrane, ali je temeljna inflacija ostala visoka. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena i temeljna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena (bez hrane i energije) u zemljama članicama Organizacije za gospodarsku suradnju i razvoj (OECD) blago su narasle u srpnju na 5,9 % (s 5,7 % u lipnju) odnosno 6,7 % (sa 6,6 %). Spomenuto se povećanje većinom može pripisati godišnjoj inflaciji u Turskoj, koja je u srpnju narasla za 10 postotnih bodova, dosegnuvši 48 %. S iznimkom Turske, ukupna inflacija većinom je bila stabilna u srpnju (na razini od 4,4 %, što je blago smanjenje u odnosu na 4,5 % u lipnju), a temeljna inflacija neznatno se smanjila (s 5,2 % u lipnju na 5,0 %). Postojano visoka temeljna inflacija uvelike se može pripisati kretanjima usluga. Inflacija cijena dobara snažno se smanjila rješavanjem globalnih neravnoteža u odnosu ponude i potražnje na tržištu dobara. Zamah ukupne inflacije, mjereno kao tromjesečne anualizirane promjene u postotcima, popustio je u srpnju, spustivši se s 3,5 % u prethodnom mjesecu na 2,8 % (Grafikon 3.), dok se zamah temeljne inflacije u srpnju smanjio s 5,3 % na 4,3 %. Izvozne cijene konkurenata europa područja (u nacionalnim valutama) smanjuju se od sredine 2022. zbog pada cijena sirovina i postupnog slabljenja pritiska domaćih i inozemnih proizvođačkih troškova. Izvozne cijene konkurenata europa područja za tekuću su godinu revidirane naniže u odnosu na lipanjske projekcije, što odražava smanjenje inflacije izvoznih cijena ključnih trgovinskih partnera, dok su za 2024. revidirane malo naviše zbog viših cijena sirovina.

Grafikon 3.

Zamah ukupne inflacije na području OECD-a

(tromjesečne anualizirane promjene u postotcima)



Izvori: OECD i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon ne obuhvaća Tursku. Doprinosi odnosnih sastavnica zamaha ukupne inflacije na području OECD-a prikazani na grafikonu dobiveni su primjenom pristupa „odozdo prema gore“ upotrebom dostupnih podataka za svaku zemlju, koji zajedno čine 84 % agregata za područje OECD-a. Inflacija cijena proizvoda izračunata je kao rezidual doprinosa ukupnih proizvoda umanjenoj za doprinose energije i hrane. Posljednji podatci odnose se na srpanj 2023.

Cijene sirove nafte više su nego što je predviđeno u lipanjskim projekcijama zbog dogovora između Saudijske Arabije i Rusije o produljenju njihovih smanjenja proizvodnje.

Početak rujna Saudijska Arabija i Rusija produljile su trajanje jednomjesečnog smanjenja proizvodnje do kraja 2023. Spomenuta smanjenja proizvodnje odnose se na oko 1,3 % globalne ponude i povećavaju prethodno dogovorena smanjenja proizvodnje unutar skupine zemalja OPEC+, dodatno pooštravajući uvjete na tržištu nafte, koje prema Međunarodnoj agenciji za energiju trenutno bilježi manjak ponude. Učinci smanjenja ponude poslužili su kao protuteža slabijoj potražnji u Kini. Europske cijene plina bile su donekle kolebljive zbog manjkova na strani ponude povezanih s obustavom proizvodnje u Norveškoj i nedavnih štrajkova na terminalima za ukapljeni prirodni plin u Australiji, no niže nego u lipanjskim projekcijama zahvaljujući tomu što je EU dosegnuo svoj cilj potpunosti skladišta od 90 % tri mjeseca prije planiranog roka. Iako su prema spomenutim kretanjima rizici na strani ponude kratkoročno ograničeni, nemoguće ih je potpuno isključiti jer moguće su obustave opskrbe tijekom duljeg razdoblja. Općenito, europsko tržište plina i nadalje je vrlo osjetljivo na poremećaje opskrbe, što potvrđuje nedavna kolebljivost cijena uzrokovana obustavom opskrbe i štrajkom.

Zabilježeno je blago pooštavanje globalnih uvjeta financiranja u razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju.

U Sjedinjenim Američkim Državama do blagog je pooštavanja financijskih uvjeta došlo uglavnom pod utjecajem povećanja prinosa na dugoročne državne obveznice i aprecijacije nominalnoga efektivnog tečaja američkog dolara, što je donekle ublažilo povoljno raspoloženje u vezi s rizicima na domaćem tržištu korporativnih obveznica. Do spomenutih je kretanja došlo u kontekstu pozitivnih makroekonomskih iznenađenja i daljnjeg popuštanja inflacijskih pritisaka. Financijski su se uvjeti također blago pooštrili i u drugim razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju,

uglavnom kao odraz povećanja dugoročnih kamatnih stopa. Domaće valute zemalja s tržištima u nastajanju koje su slabije u odnosu na američki dolar također su donekle pridonijele pooštavanju financijskih uvjeta jer rana i agresivna povećanja kamatnih stopa u nekim su državama omogućila njihovim središnjim bankama da naprave pauzu i, u nekim slučajevima, smanje kamatne stope monetarne politike, dok su razlike prinosa na državne obveznice i vrijednosti dionica ostale stabilne.

Gospodarska aktivnost u SAD-u ostala je otporna, no očekuje se njezino usporavanje prema kraju godine zbog ograničenja koje nameće pooštrena monetarna politika. Nedavni podatci o potrošnji kućanstava i aktivnosti u uslužnom sektoru upućuju na to da će rast BDP-a u trećem tromjesečju ostati snažan. Ipak, očekuje se određeno usporavanje rasta potrošnje kućanstava uzrokovano ponešto ublaženim uvjetima na tržištu rada. Očekuje se da će pooštreni uvjeti kreditiranja usporavati investicije, pri čemu će rast BDP-a u razdoblju od 2024. do 2025. godine biti pozitivan, no ispod potencijala. Predviđa se blag oporavak realnog BDP-a u 2025. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena blago je porasla na 3,2 % srpnju (u odnosu na 3,0 % u lipnju) zahvaljujući manjem dezinflacijskom doprinosu komponente energije. Temeljna se inflacija tek blago smanjila na 4,7 % u srpnju (u odnosu na 4,8 % u lipnju) pod utjecajem kontinuiranog ublažavanja cijena robe inflacija, dok je u sektoru usluga oporavak inflacije cijena usluga prijevoza i rekreacije djelomično poništio kontinuirani spori pad inflacije cijena usluga stanovanja. Očekuje se smanjenje ukupne inflacije unatoč tomu što smanjenje rasta plaća, koji je doduše još uvijek snažan, stvara postojan pritisak na povećanje inflacije cijena usluga koje nisu povezane sa stanovanjem.

Rast kineskoga gospodarstva bilježi snažan gubitak zamaha u drugom tromjesečju. Nakon snažnog oporavka u prvom tromjesečju 2023. koji je pratio popuštanje mjera usmjerenih na sprječavanje širenja zaraze bolešću COVID-19, zamah rasta vidljivo se usporio u drugom tromjesečju pod utjecajem ponovnog pada na tržištu stambenih nekretnina koji se odrazio i na pouzdanje potrošača. Iako se potrošnja, pogotovo u sektoru usluga, nastavila normalizirati, neto izvoz i privatne investicije bilježili su slabije rezultate nego što je bilo predviđeno lipanjskim projekcijama. Dostupni visokofrekventni pokazatelji za razdoblje do kolovoza upućuju na kontinuirane slabosti na tržištu stambenih nekretnina i usporavanje rasta u uslužnom sektoru, ali i na stabilizaciju aktivnosti u prerađivačkoj industriji. Godišnja ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena postala je negativna u srpnju (-0,3 % u odnosu na prošlu godinu), dok je temeljna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena nastavila rasti (+0,8 % u odnosu na prošlu godinu), potaknuta uglavnom cijenama usluga. Na mjesečnoj razini došlo je do blagog ubrzanja ukupne i temeljne inflacije nakon smanjenja tijekom prethodnih mjeseci. Spomenuta kretanja upućuju na to da bi se godišnja inflacija mogla početi ubrzavati, no izgledno je da će slaba domaća i inozemna potražnja ograničavati inflacijske pritiske.

Japansko gospodarstvo značajno je raslo u prvoj polovini 2023., ali promjenjivom dinamikom. Domaća potražnja bila je ključni pokretač rasta početkom godine, no iznenađujuće snažan rast u drugom tromjesečju gotovo se u potpunosti može pripisati neto izvozu, dok je domaća potražnja stagnirala. Očekuje se da će buduća putanja rasta gospodarske aktivnosti ostati umjerena. Iako se

predviđa da će se domaća potražnja donekle oporaviti u trećem tromjesečju, izgledno je da će se rast usporiti u odnosu na prvu polovinu godine pod utjecajem oporavka uvoza. Godišnja ukupna inflacija ostala je na razini od 3,3 % u srpnju, a pad inflacije cijena energije poništio je rast inflacije cijena hrane i viši troškovi smještaja i mobilne telefonije. U istom je mjesecu zabilježeno blago povećanje temeljne inflacije od 2,6 % na 2,7 %, u čemu se odražava temeljni zamah cijena poduzeća. Očekuje se usporavanje ukupne inflacije u drugoj polovini godine zahvaljujući popuštanju troškovnih pritisaka, u skladu s nedavnim usporavanjem inflacije proizvođačkih cijena i padom cijena uvoza.

U Ujedinjenoj Kraljevini rast je tijekom protekle godine zbog visoke inflacije i pooštrenih uvjeta financiranja bio prigušen, iako se pokazao donekle otpornim. Očekuje se da će rast gospodarske aktivnosti u nadolazećim tromjesečjima ostati prigušen, pri čemu će odražavati postojanije inflacijske pritiske od onih predviđenih projekcijama iz lipnja, dok će kućanstva i poduzeća biti suočena s višim kamatnim stopama koje proizlaze iz pooštrenja monetarne politike. Nedavni anketni podatci upućuju na negativne rizike u kratkoročnim izgledima, dok je u posljednja četiri mjeseca kompozitni indeks za proizvodnju PMI pao za šest bodova. Očekuje se da će se aktivnost ubrzati sljedeće godine, potaknuta oporavkom realnih plaća uz nastavak pada inflacije. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena snažno je pala na 6,8 % u srpnju (sa 7,9 % u lipnju) uglavnom kao rezultat snažnog pada troškova energije i niže inflacije cijena hrane. Istodobno temeljna je inflacija ostala nepromijenjena na razini od 6,9 % zahvaljujući postojanoj visokoj inflaciji cijena usluga. Očekuje se da će ukupna inflacija postupno opadati i da će početkom 2025. dosegnuti ciljnu razinu središnje banke Bank of England od 2 %.

2. Gospodarska aktivnost

Gospodarska aktivnost u europodručju uglavnom je stagnirala u prvoj polovini godine. U drugom tromjesečju 2023. rast realnog BDP-a iznosio je 0,1 % kao i u prvom tromjesečju. Najnoviji pokazatelji upućuju na to da je i u trećem tromjesečju bio slab. Slabija potražnja za izvozom europodručja i učinak pooštrenih uvjeta financiranja nepovoljno utječu na rast, među ostalim zbog manjeg ulaganja u stambene nekretnine i poslovnog ulaganja. Usporavanje aktivnosti širi se na sve sektore gospodarstva. Proizvodnja u prerađivačkoj industriji smanjuje se od četvrtog tromjesečja 2022. te se očekuje da će i nadalje biti slaba s obzirom na to da dosadašnji impuls proizvodnji koji je proizlazio iz zaostataka u izvršavanju narudžaba slabi, a nove su narudžbe i nadalje prigušene. Aktivnost u uslužnom sektoru, koja je dosad bila otpornija, iskazala je jasne znakove usporavanja početkom trećeg tromjesečja koji upućuju na to da snažan doprinos potražnji u uslužnom sektoru iz razdoblja poslije pandemije polako iščezava. Gospodarski zamah trebao bi s vremenom ojačati jer očekuje se rast realnih dohodaka potaknut padom inflacije, rastom plaća i snažnim tržištem rada, što bi trebalo potaknuti osobnu potrošnju.

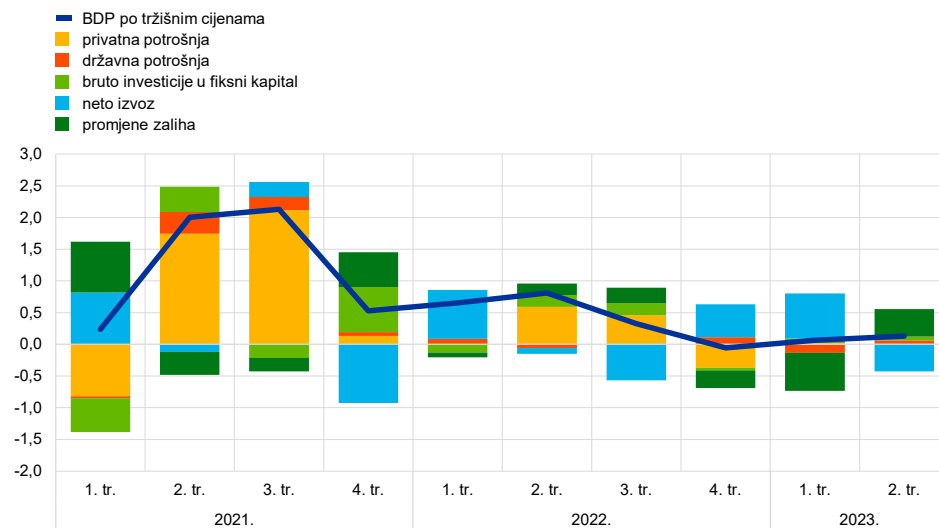
Takve izgledе uvelike odražavaju i makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2023., prema kojima bi se godišnji realni BDP trebao smanjiti na 0,7 % u 2023., a potom se oporaviti na 1,0 % u 2024. i 1,5 % u 2025. U usporedbi s makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2023., izgledi za rast BDP-a revidirani su i smanjeni u cijelom projekcijskom razdoblju, za 0,2 postotna boda u 2023., 0,5 postotnih bodova u 2024. i 0,1 postotni bod u 2025. Rizici za gospodarski rast pretežno su negativni.

Gospodarstvo europodručja poraslo je u drugom tromjesečju 2023. za 0,1 % uz znatne razlike među državama. Pozitivan doprinos povećavanja zaliha i, nešto manje izraženo, domaće potražnje djelomično je neutraliziran negativnim doprinosom neto trgovine (Grafikon 4.). Taj blagi rast aktivnosti odražava različitu dinamiku među gospodarskim sektorima: aktivnost je rasla u uslužnom sektoru, a smanjivala se u prerađivačkoj industriji i građevinarstvu. Rast je također prikrio znatne razlike među najvećim državama europodručja, odražavajući mjeru u kojoj su usporavanje globalne robne razmjene i oporavak sektora usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima na njih različito utjecali. BDP se na tromjesečnoj osnovi povećao za 0,5 % u Francuskoj i 0,4 % u Španjolskoj, ostao nepromijenjen u Njemačkoj te se smanjio za 0,4 % u Italiji i 0,3 % u Nizozemskoj.

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 drugo tromjesečje 2023.

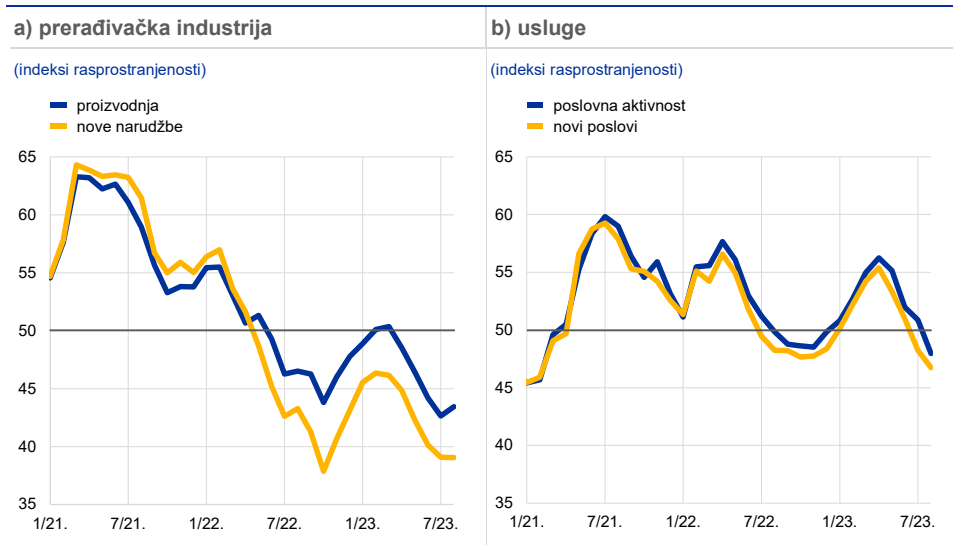
Očekuje se da će gospodarska aktivnost ostati slaba u trećem tromjesečju

2023. Novi anketni podatci upućuju na slab gospodarski rast u trećem tromjesečju 2023. pod utjecajem nastavka slabosti u prerađivačkoj industriji, ali i usporavanja usluga koje su prethodno iskazivale otpornost. U srpnju i kolovozu kompozitni indeks PMI za proizvodnju u europodručju nastavio se smanjivati ispod praga rasta od 50. PMI za prerađivačku industriju nastavio se smanjivati, kako je doprinos poboljšanja uvjeta u opskrbnim lancima počeo blijedjeti, zaostatci u radu popuštaju, a nove se narudžbe smanjuju (Grafikon 5., panel a). Međutim, proteklih mjeseci slabost se proširila na sektor usluga, pri čemu se PMI za usluge u kolovozu smanjio na razinu ispod praga nultog rasta (Grafikon 5., panel b). Taj rezultat odražava slabljenje učinka ponovnog otvaranja u razdoblju poslije pandemije na potražnju u uslužnom sektoru koja je donedavna bila važan pokretač razlika u rastu između prerađivačke industrije i usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima.⁴ Indeks ekonomskog raspoloženja Europske komisije nastavio se smanjivati u kolovozu među sektorima, upućujući na jasno smanjenje dinamike rasta u trećem tromjesečju. Pouzdanje potrošača blago se smanjilo u kolovozu, čime je prekinut oporavak započet krajem 2022., te je znatno ispod svojega dugoročnog prosjeka. To upućuje na slabe izgleda za domaću potražnju. Općenito gledano, nedavni pokazatelji upućuju na i nadalje slab rast BDP-a u trećem tromjesečju, s obzirom na očekivani nepovoljan utjecaj oslabljene inozemne potražnje i pooštavanja uvjeta financiranja na gospodarski rast u europodručju.

⁴ Za analizu učinaka ponovnog otvaranja i disperzije gospodarske aktivnosti među državama i sektorima vidi okvir pod naslovom „Koju ulogu imaju učinci ponovnog otvaranja među državama i sektorima?“ u ovom broju Ekonomskog biltena.

Grafikon 5.

Pokazatelji mjereni indeksom PMI po sektorima gospodarstva



Izvor: S&P Global Market Intelligence

Napomena: Posljednji podatci odnose se na kolovoz 2023.

Otpornost tržišta rada nastavila se u drugom tromjesečju, ali rast zaposlenosti usporio se pod utjecajem oslabjele gospodarske aktivnosti.

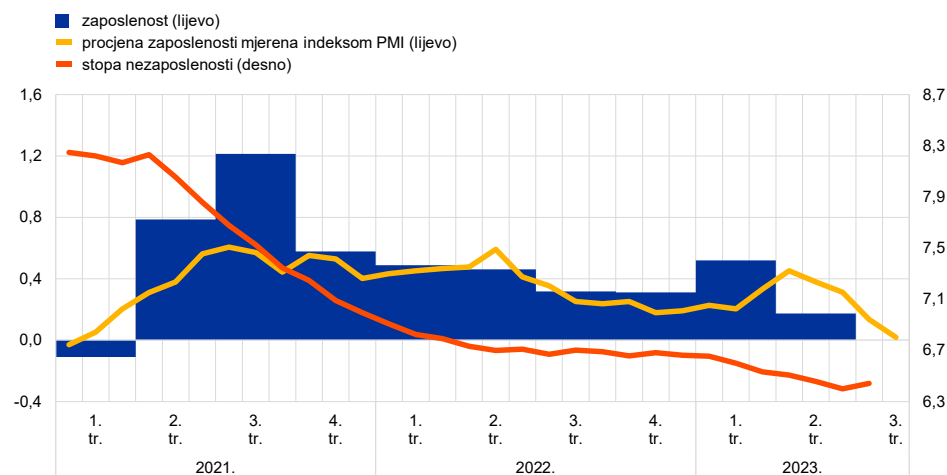
Zaposlenost i ukupan broj odrađenih sati povećali su se za 0,2 % u drugom tromjesečju 2023. Zaposlenost je porasla za 3,3 %, a ukupan broj odrađenih sati povećao se za 1,9 % od četvrtog tromjesečja 2019. (Grafikon 6.), što je smanjenje prosječnog broja odrađenih sati od 1,4 %. To je smanjenje povezano s kontinuiranim zadržavanjem radnika (dio inputa rada kojim se poduzeće ne koristi u cijelosti u svakom trenutku tijekom svojega proizvodnog procesa) i s drugim činiteljima. Procjenjuje se da se ta implicirana radna snaga povećala za 600.000 osoba u razdoblju između siječnja i srpnja, ali rast se usporava od travnja.⁵ Stopa nezaposlenosti iznosila je 6,4 % u srpnju i ostala uglavnom nepromijenjena u odnosu na lipanj, na najnižoj razini od uspostave eura. Potražnja za radnom snagom i nadalje je snažna, pri čemu je stopa slobodnih radnih mjesta ostala nepromijenjena i iznosila 3,0 %, što je 0,2 postotna boda ispod najviše razine zabilježene od početka serije podataka.

⁵ Za analizu najnovijih kretanja radne snage i njezinih pokretača vidi okvir pod naslovom „Radna snaga europodručja: najnovija kretanja i pokretači” u ovom broju Ekonomskog biltena.

Grafikon 6.

Zaposlenost u europodručju, procjena zaposlenosti mjerena indeksom PMI i stopa nezaposlenosti

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



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

Napomene: 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 drugo tromjesečje 2023. za zaposlenost, na kolovoz 2023. za procjenu zaposlenosti mjerenu indeksom PMI i na srpanj 2023. za stopu nezaposlenosti.

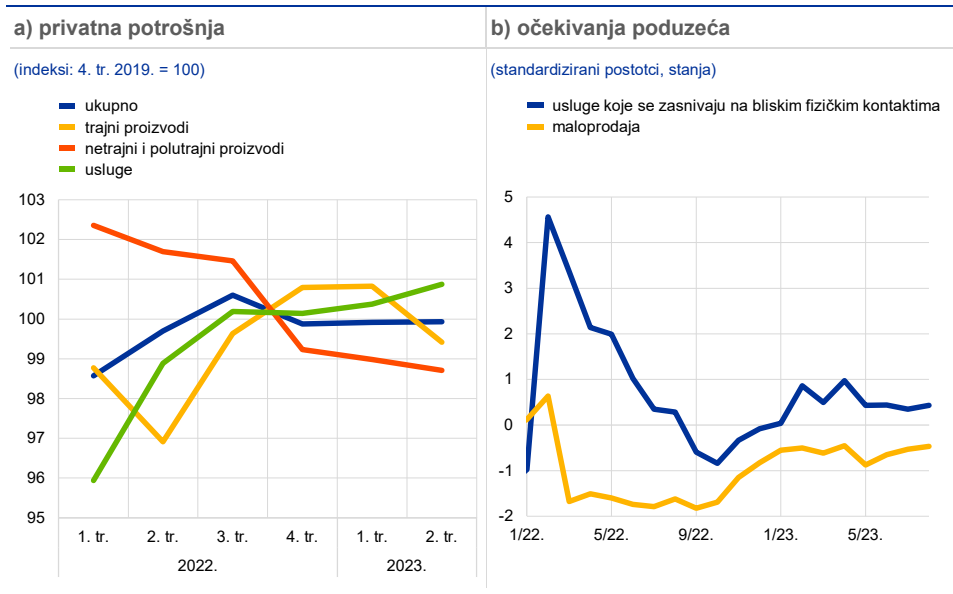
Kratkoročni pokazatelji tržišta rada upućuju na nastavak usporavanja rasta zaposlenosti u trećem tromjesečju 2023. Mjesečni pokazatelj zaposlenosti mjerena kompozitnim indeksom PMI smanjio se s 51,4 u srpnju na 50,2 u kolovozu, pri čemu vrijednost ispod praga od 50 upućuje na smanjenje zaposlenosti. Taj se pokazatelj znatno smanjio od travnja kada je zabilježio 54,5. Nedavno smanjenje naglašenije je u uslužnim sektorima, ali se PMI i nadalje povećava, dok su prerađivački sektor i sektor građevinarstva ispod praga od 50. Među uslužnim sektorima, smanjenje je bilo veće u onima koji su uže povezani s aktivnošću u prerađivačkoj industriji, kao što su usluge prijevoza i stručne usluge.

Privatna potrošnja stagnirala je u drugom tromjesečju 2023., s obzirom na to da je neprekinuti pad potrošnje na proizvode neutralizirao još uvijek pozitivan doprinos potražnje za uslugama (Grafikon 7., panel a). Maloprodaja se u drugom tromjesečju 2023. povećala za samo 0,1 % na tromjesečnoj osnovi prije smanjenja od 0,2 % u srpnju 2023., a broj novoregistriranih osobnih vozila smanjio se za 0,5 % u drugom tromjesečju 2023. te se oporavio za 3,7 % u srpnju. Za razliku od potrošnje na proizvode, posebno na trajne proizvode i hranu, potrošnja kućanstava na usluge povećala se za 0,5 % u drugom tromjesečju, još uvijek pod pozitivnim utjecajem dugotrajnih učinaka ponovnog otvaranja.⁶

⁶ Vidi i okvir pod naslovom „Koju ulogu imaju učinci ponovnog otvaranja među državama i sektorima?“, *op. cit.*

Grafikon 7.

Pokazatelji realne privatne potrošnje



Izvori: Eurostat, Europska komisija (Glavna uprava za gospodarske i financijske poslove) i izračun ESB-a
Napomene: U panelu a) razine komponenata potrošnje (domaći koncept) skalirane su da odgovaraju razini privatne potrošnje (nacionalni koncept). U odnosu na panel b) očekivana potražnja za uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima u sljedeća tri mjeseca standardizirana je za razdoblje od 2005. do 2019., a očekivana poslovna aktivnost u maloprodaji u sljedeća tri mjeseca standardizirana je za razdoblje od 1985. do 2019. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2023. za panel a) i na travanj 2023. za panel b).

Iako ankete upućuju na nastavak slabljenja potrošnje na proizvode, očekivanja glede potražnje za uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima još nisu revidirana naniže. Pokazatelj pouzdanja potrošača Europske komisije pogoršao se u kolovozu, čime je prekinut njegov oporavak započet krajem 2022., pa je ostao znatno ispod svojega dugoročnog prosjeka. To odražava pogoršanje očekivanja glede općih gospodarskih izgleda i financijske situacije kućanstava. Istodobno su i pokazatelj Europske komisije o očekivanim velikim kupnjama potrošača i očekivana poslovna aktivnost u maloprodaji ostali prigušeni. Nasuprot tome, očekivana potražnja za uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima nije bila značajnije smanjena naniže još od svibnja 2023. te je u kolovozu nastavila bilježiti razine iznad svojega povijesnog prosjeka (Grafikon 7., panel b). Slično tome, ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača iz srpnja pokazala je pad u očekivanim kupnjama kućanskih uređaja i drugih važnih artikala, upućujući na kontinuirano nisku potrošnju na trajna dobra, ali još uvijek otpornu očekivanu potražnju za rezervacijama putovanja. Prijenos pooštrevanja uvjeta financiranja na realno gospodarstvo vjerojatno bi ograničio zaduživanje kućanstava, nastavio snažan poticaj na štednju i nastavio potiskivati rast osobne potrošnje u kratkoročnom razdoblju.

Rast poslovnog ulaganja znatno se smanjio u drugom tromjesečju 2023. i očekuje se da će se smanjivati u trećem. Isključujući kolebljive podatke o proizvodima intelektualnog vlasništva u Irskoj, ulaganja izvan građevinarstva u europodručju znatno su se usporila u drugom tromjesečju (na 0,4 % na tromjesečnoj

osnovi u usporedbi s 1,2 % u prvom tromjesečju).⁷ Usporavanje je bilo prilično sveobuhvatno među većinom država, ali različito po kategorijama imovine, pri čemu su se ulaganja u prijevozna sredstva oporavila, proizvodi intelektualnog vlasništva rasli su u skladu sa svojim dugoročnim prosjekom, a ulaganja u strojeve i opremu, isključujući prijevoz, blago su se smanjila (Grafikon 8.).⁸ Pokazatelj proizvodnje mjeren indeksom PMI za sektor kapitalnih dobara znatno se smanjio u kolovozu, pod utjecajem kontinuiranog smanjenja novih narudžaba i trenutačnih poslova. Povjerenje se nastavilo smanjivati pa najnovija anketa Europske komisije pokazuje da proizvođači kapitalnih dobara navode nedostatak potražnje kao proizvodno ograničenje. Izgledi su i dalje vrlo neizvjesni. Pozivi o zaradi do kolovoza upućuju na neprekinut oporavak raspoloženja prema dobiti od protekle jeseni (koji razmjerno dobro prati bruto operativni višak poduzeća, iako oba pokazatelja zaostaju kada je riječ o najnovijoj dinamici), a kontinuirane potrebe za zelenim i digitalnim ulaganjima, koja su privučena sredstvima iz programa Next Generation EU (NGEU), i snažniji manjak radne snage u nekim sektorima pružaju dodatan poticaj ulaganjima.⁹ Međutim, prepreke ulaganjima u okružju globalnog usporavanja i pogoršanja uvjeta kreditiranja i nadalje su značajne.¹⁰ Pozivi o zaradi pokazuju da je raspoloženje u vezi s rizicima financiranja i nadalje na nezapamćenoj razini, a anketa S&P Global Business Outlook Survey, koja se provodi tri puta godišnje, upućuje na smanjenje ulaganja u sljedećih 12 mjeseci, što odražava pogoršanje očekivanja u vezi s budućim aktivnostima i profitabilnošću.

⁷ Ukupna vrijednost porasla je za 0,7 % na tromjesečnoj osnovi u drugom tromjesečju, nakon smanjenja od 0,2 % u prvom tromjesečju, što odražava snažnu kolebljivost podataka o proizvodima intelektualnog vlasništva u Irskoj unutar tromjesečja. Više pojedinosti o dugoročnijem učinku ove kolebljivosti vidi u okviru pod naslovom „Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP”, *Ekonomski bilten*, broj 3, ESB, 2023.

⁸ Od šest država europodručja koje su prijavile ubrzanje rasta u drugom tromjesečju, jedino se u slučaju Francuske nije radilo samo o oporavku od smanjenja u prvom tromjesečju.

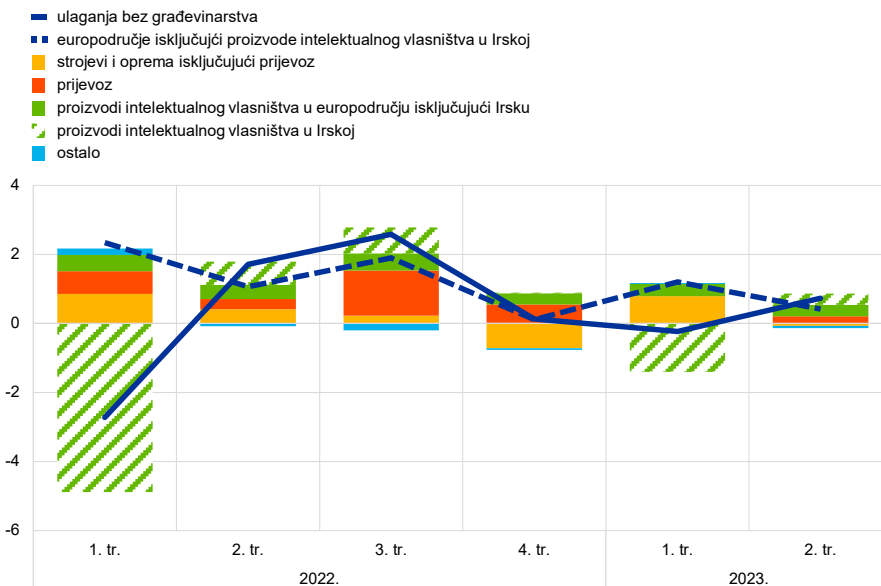
⁹ Više pojedinosti o metodologiji prikupljanja podataka iz poziva o zaradi vidi u okviru pod naslovom „Pozivi o zaradi: novi dokazi o dobiti poduzeća, ulaganjima i uvjetima financiranja”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2023. O učinku klimatskih promjena na ulaganja vidi i okvir pod naslovom „Klimatske promjene te zelena ulaganja i financiranje poduzeća u europodručju – rezultati ankete SAFE” u ovom broju Ekonomskog biltena.

¹⁰ U srpnju je anketa o kreditnoj aktivnosti banaka predviđjela daljnji pad potražnje poduzeća za dugoročnim kreditima za ulaganja u dugotrajnu imovinu tijekom trećeg i četvrtog tromjesečja 2023., a najnovije projekcije za europodručje predviđaju snažnije nepovoljne učinke viših kamatnih stopa i povezanih ograničenja ponude kredita na poslovno ulaganje (vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje”, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 14. rujna 2023.).

Grafikon 8.

Ulaganja izvan građevinarstva i doprinosi kategorije imovine

(tromjesečne promjene u postotcima i doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Proizvodi intelektualnog vlasništva odnose se (uglavnom nematerijalni) na proizvode intelektualnog vlasništva. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2023.

Nakon smanjenja u drugom tromjesečju 2023. ulaganja u stambene nekretnine vjerojatno će se nastaviti smanjivati u kratkoročnom razdoblju.

Ulaganja u stambene nekretnine smanjila su se u drugom tromjesečju 2023. za 1,0 % na tromjesečnoj osnovi, nakon povećanja od 0,8 % u prvom tromjesečju. Kratkoročni pokazatelji upućuju na daljnje smanjenje u sljedećim tromjesečjima. Gradnja zgrada znatno se smanjila u lipnju, što upućuje na negativan učinak prijenosa na rast u trećem tromjesečju. Nadalje, pokazatelj aktivnosti gradnje zgrada Europske komisije za protekla tri mjeseca pao je u srpnju i kolovozu značajno ispod svojeg prosjeka u drugom tromjesečju, a proizvodnja stambenih nekretnina mjerena indeksom PMI nastavila se smanjivati ispod praga rasta do razine od 35,7 u kolovozu, najniže razine ove godine. Slabi izgledi za ulaganja u stambene nekretnine u skladu su s naglašenim silaznim trendom u broju izdanih građevinskih dozvola za stambene nekretnine, što je također i sve vidljivije u pogoršanju ocjene knjiga narudžaba poduzeća u anketi Europske komisije. Raspoloženje povezano sa stambenim nekretninama, koje se mjeri tromjesečnom anketom Europske komisije o namjerama kućanstava glede renovacije, kupnje ili izgradnje, blago je palo u trećem tromjesečju 2023. Negativno raspoloženje uglavnom je posljedica znatnog rasta kamatnih stopa i njegova negativnog učinka na cjenovnu pristupačnost stambenih nekretnina, što je ipak donekle neutralizirano smanjenjem cijena stambenih nekretnina. Smanjenje cjenovne pristupačnosti stambenih nekretnina i pooštavanje kreditnih standarda banaka za stambene kredite nepovoljno utječu na zamah u ulaganjima u stambene nekretnine.

Rast izvoza i nadalje je bio prigušen u drugom tromjesečju, odražavajući slabu globalnu potražnju, prethodno jačanje eura i visoke cijene energije.

Tromjesečni rast izvoza bio je negativan u drugom tromjesečju, s obzirom na to da je slaba globalna trgovina oslabila potražnju za proizvodima koji se izvoze iz europodručja. Osim toga, jačanje eura, koje je započelo u rujnu 2022., oslabilo je konkurentnost europodručja, a rast cijena energije tijekom 2022. pridonio je slabljenju izvoza, pogotovo u energetske intenzivnim sektorima. Istodobno, čini se da smanjenje zaostataka u izvršavanju narudžaba zabilježeno u prethodna dva tromjesečja, kao ključan činitelj koji podupire izvoz, polako iščezava, s obzirom na to da se stanje u knjigama narudžaba za izvoz vratilo na razine u razdoblju prije pandemije. Rast uvoza postao je blago pozitivan u drugom tromjesečju, uglavnom održavajući oporavak od znatnog pada u prvom tromjesečju. Na godišnjoj razini, međutim, uvoz se smanjio pod utjecajem slabe domaće potražnje. Općenito gledano, doprinos neto trgovine rastu BDP-a u drugom tromjesečju bio je negativan. Pokazatelji budućih kretanja upućuju na kontinuirane kratkoročne slabosti u izvozu europodručja. Čini se da slabi dosad zabilježena relativna snaga izvoza budući da su izvoznici iz tog sektora iskazali pogoršanje stanja u svojim knjigama narudžaba. To, čini se, odražava usporavanje potisnute potražnje za uslugama nakon ponovnog otvaranja usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima u razdoblju nakon pandemije i određeno prelijevanje slabosti u prerađivačkoj industriji, u kojoj su izvoznici iskazali nastavak smanjenja novih narudžaba.

Očekuje se da će se aktivnost u europodručju oporaviti poslije kratkoročnog razdoblja potpomognuta povećanjem realnog dohotka. Rast BDP-a trebao bi ojačati potpomognut smanjenjem inflacijskih pritisaka i otpornim rastom dohotka od rada, koji omogućuje oporavak realnoga raspoloživog dohotka i privatne potrošnje. Učinak tih pozitivnih činitelja trebao bi međutim biti neutraliziran učinkom viših kamatnih stopa i strožih uvjeta ponude kredita koji u sve većoj mjeri utječu na realno gospodarstvo.

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2023. godišnji rast realnog BDP-a trebao bi se usporiti na 0,7 % u 2023. prije nego što se poveća na 1,0 % u 2024. i 1,5 % u 2025. (Grafikon 9.). U odnosu na projekcije stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2023. izgledi za rast BDP-a revidirani su naniže za 0,2 postotna boda za 2023., za 0,5 postotnih bodova za 2024. i za 0,1 postotni bod za 2025. zbog znatnog snižavanja kratkoročnih izgleda u uvjetima pogoršanja anketnih pokazatelja, pooštrenih uvjeta financiranja, uključujući nepovoljnije učinke ponude kredita te snažnijeg eura.

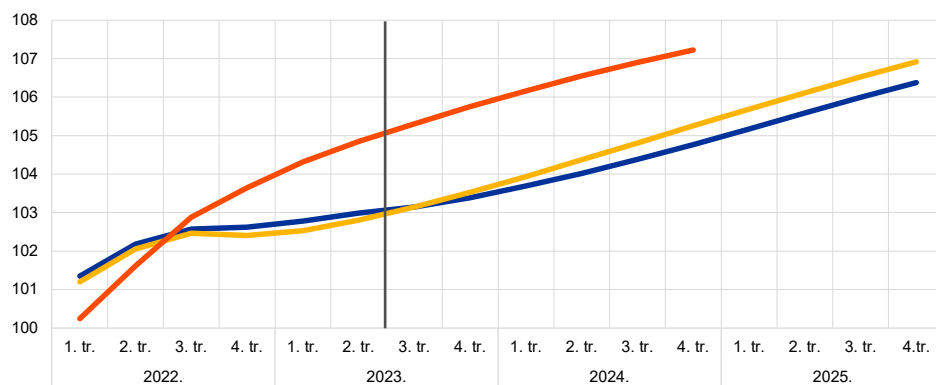
Rizici za gospodarski rast pretežno su negativni. Rast bi mogao biti sporiji ako utjecaj monetarne politike bude jači nego što se očekuje ili ako svjetsko gospodarstvo oslabi, primjerice, zbog daljnjeg usporavanja kineskoga gospodarstva. Nasuprot tome, rast bi mogao biti veći nego što se predviđa dovedu li snažno tržište rada, rast realnih dohodaka i sve manja neizvjesnost do većeg povjerenja i veće potrošnje pojedinaca i poduzeća.

Grafikon 9.

Realni BDP europodručja (uključujući projekcije)

(indeks: 4. tr. 2019. = 100, sezonski i kalendarski prilagođeni tromjesečni podatci)

- projekcije stručnjaka ESB-a iz rujna 2023.
- projekcije stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2023.
- projekcije stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2021.



Izvori: Eurostat i makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2023.

Napomena: Vertikalna linija označuje početak projekcijskog razdoblja.

3. Cijene i troškovi

Prema brzoj procjeni Eurostata inflacija je u kolovozu 2023. iznosila 5,3 % i ostala nepromijenjena od srpnja.¹¹ Nepromijenjena stopa ukupne inflacije u kolovozu skriva niže stope u svim glavnim komponentama osim inflacije cijena energije koja je bila manje negativna nego u prethodnom mjesecu. Među pozitivnim su rizicima za inflaciju mogući novi pritisci na rast troškova energije i hrane. Cijene hrane mogle bi biti veće od predviđenih zbog nepovoljnih vremenskih uvjeta i, općenito govoreći, razvoja klimatske krize. Pokazatelji temeljne inflacije nastavili su se smanjivati, iako su ostali na visokim razinama, među ostalim zbog snažnih pritisaka na plaće. Inflacija bi, i u srednjoročnom razdoblju, mogla biti viša zbog trajnog porasta inflacijskih očekivanja na razine više od ciljne razine te povećanja plaća i profitnih marža koja su veća od predviđenih. Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2023. ukupna inflacija nastavit će se smanjivati i u prosjeku će iznositi 5,6 % u 2023., 3,2 % u 2024. i 2,1 % u 2025.

Inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) u kolovozu 2023. ostala je nepromijenjena nakon što se smanjivala devet uzastopnih mjeseci od listopada 2022. kada je dosegla vrhunac (Grafikon 10.). Nepromijenjena stopa ukupne inflacije od 5,3 % rezultat je

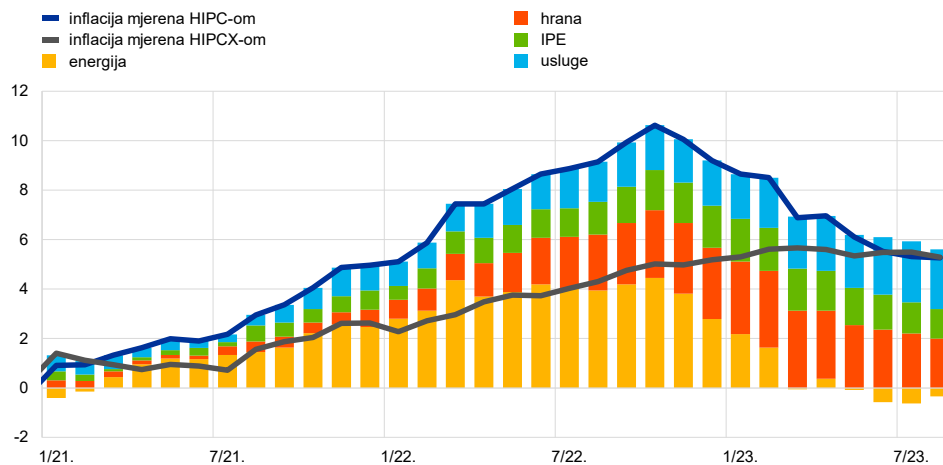
neutralizacije nižih stopa inflacije u komponentama hrane, industrijskih proizvoda bez energije (IPE) i usluga manje negativnom stopom inflacije cijena energije. Rast inflacije cijena energije s –6,1 % u srpnju na –3,3 % u kolovozu odražava snažno mjesečno povećanje zbog viših cijena nafte, a stoga i goriva. Inflacija cijena hrane dodatno se smanjila s 10,8 % u srpnju na 9,8 % u kolovozu zbog nižih stopa za komponente neprerađenih i prerađenih prehrambenih proizvoda. Međutim, inflacija cijena prerađenih prehrambenih proizvoda u kolovozu je ostala na dvoznamenkastoj razini (10,4 %) jer se nedavno popuštanje pritisaka proizvođačkih troškova još uvijek nije odrazilo na maloprodajne cijene. Inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane (HIPCX) smanjila se s 5,5 % u srpnju na 5,3 % u kolovozu zbog blagog smanjenja obiju njezinih glavnih komponenata, odnosno IPE-a i usluga. Inflacija cijena industrijskih proizvoda bez energije dodatno se smanjila s 5,0 % u srpnju na 4,8 % u kolovozu, što se može pripisati popuštanju prošlih pritisaka proizvođačkih troškova na cijene zbog uskih grla u opskrbnim lancima i cijena energije te slabije potražnje. Inflacija cijena usluga uglavnom je i nadalje postojana, pri čemu je u lipnju iznosila 5,4 %, u srpnju 5,6 % i u kolovozu 5,5 %. Tome su vjerojatno pridonijele stavke povezane s putovanjima i ugostiteljstvom kao i snažan rast plaća.

¹¹ U Eurostatovoj finalnoj procjeni stopa ukupne inflacije za kolovoz revidirana je naniže na 5,2 % nakon krajnjeg datuma.

Grafikon 10.

Ukupna inflacija i njezine glavne komponente

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



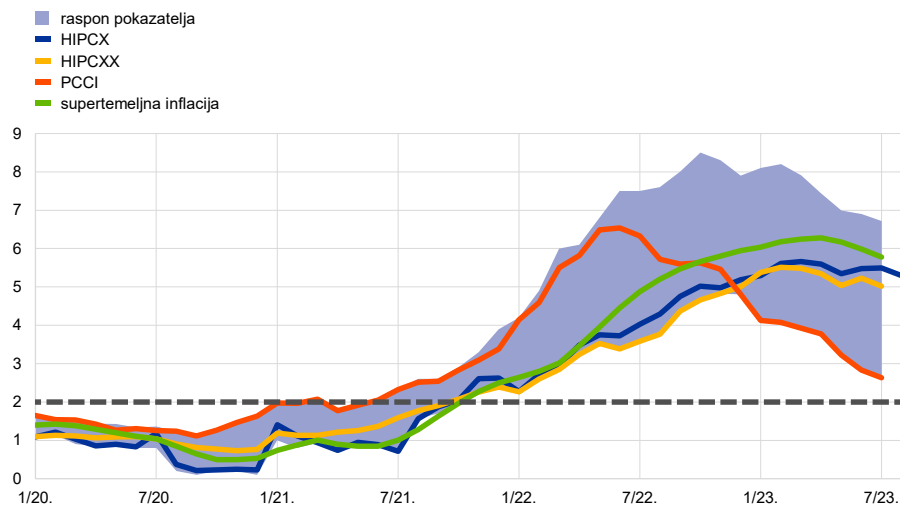
Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

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

Iako su pokazatelji temeljne inflacije općenito i nadalje na visokoj razini, većina njih nastavila se smanjivati zbog slabljenja učinka prethodnih šokova na troškove energije i opskrbne lance kao i neusklađenosti između ponude i potražnje (Grafikon 11.). Podatci o inflaciji mjerenoj HIPCX-om dostupni su za kolovoz, a najnoviji dostupni podatci za druge pokazatelje temeljne inflacije odnose se na srpanj. U srpnju su godišnje stope rasta većine pokazatelja zabilježile pad. Pokazatelj supertemeljne (engl. *Supercore*) komponente inflacije, koji se sastoji od stavka HIPC-a osjetljivih na poslovni ciklus, smanjio se sa 6,0 % u lipnju na 5,8 % u srpnju, a mjera perzistentne i zajedničke komponente inflacije (engl. *Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) zasnovane na modelu smanjila se s 2,8 % na 2,6 %. Iako se pokazatelji uglavnom smanjuju, neizvjesnost povezana s dinamikom temeljne inflacije i nadalje je povišena, što je vidljivo iz širokog raspona mjera i njihovih povišenih razina.

Grafikon 11. Pokazatelji temeljne inflacije

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Raspon pokazatelja temeljne inflacije uključuje HIPC bez energije, HIPC bez energije i neprerađenih prehrambenih proizvoda, HIPCX, HIPC bez energije, hrane, stavka povezanih s putovanjima, odjeće i obuće (HIPCXX), 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 kolovoz 2023. (brza procjena) za HIPCX i na srpanj 2023. za ostale stavke.

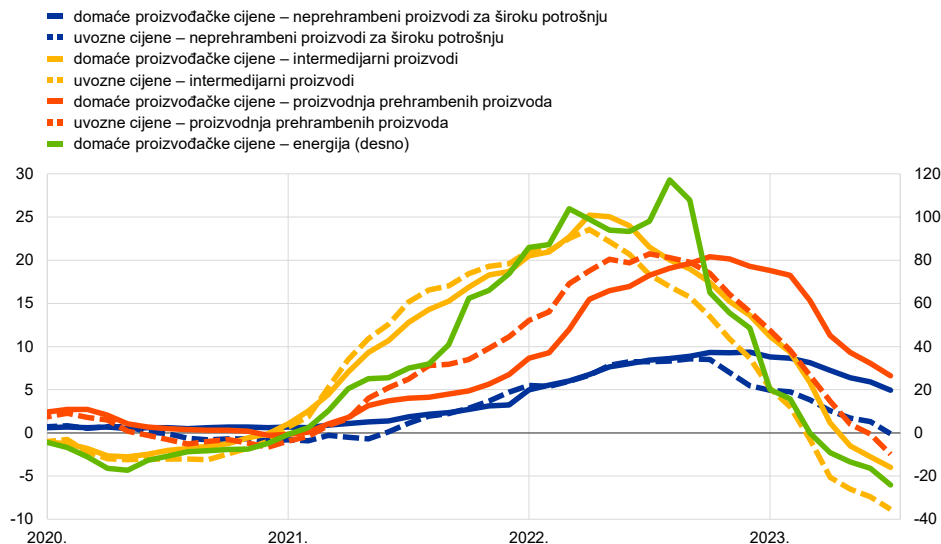
Pritisци proizvođačkih troškova nastavili su popuštati s daljnjim nestajanjem kumulativnih učinaka prošlih cjenovnih šokova (Grafikon 12.).

U ranim fazama cjenovnog lanca cjenovni pritisci nastavili su se znatno smanjivati u srpnju. Inflacija domaćih proizvođačkih cijena intermedijarnih proizvoda od svibnja je negativna i smanjila se s $-2,8$ % u lipnju na $-4,0$ % u srpnju, a uvozne cijene tih proizvoda smanjile su se na $-8,9$ %. Inflacija proizvođačkih cijena energije, koja je negativna od travnja, znatno se smanjila, s $-16,5$ % u lipnju na $-24,3$ % u srpnju zbog slabljenja učinaka prošlih šokova cijena energije. U kasnijim fazama cjenovnog lanca inflacija domaćih proizvođačkih cijena neprehrambenih proizvoda za široku potrošnju u srpnju se smanjila na $5,0$ %, iz čega je vidljivo postupno popuštanje akumuliranih pritisaka proizvođačkih troškova kada je riječ o proizvodima za široku potrošnju. Isto vrijedi i za pritiske proizvođačkih troškova u segmentu prehrambenih proizvoda za široku potrošnju, pri čemu se inflacija proizvođačkih cijena gotove hrane u srpnju dodatno smanjila, iako je i nadalje ostala na visokoj razini od $6,6$ %. Godišnja stopa rasta uvoznih cijena tih kategorija nastavila se smanjivati i u srpnju je postala negativna. Kretanja tečaja eura u proteklih nekoliko mjeseci nastavljaju utjecati na jačinu i kretanje dinamike uvoznih cijena, pri čemu je njezino nedavno jačanje doprinijelo popuštanju cjenovnih pritisaka.

Grafikon 12.

Pokazatelji pritisaka proizvođačkih troškova

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

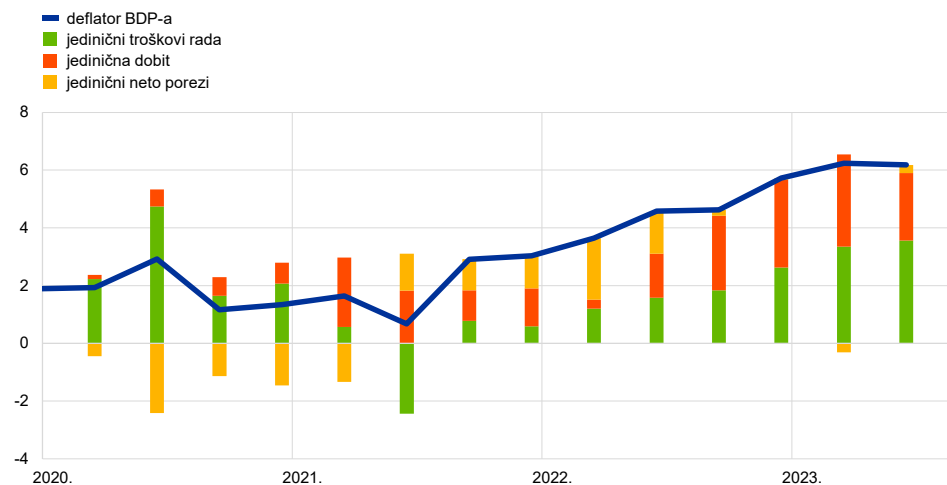
Napomena: Posljednji podatci odnose se na srpanj 2023.

Domaći troškovni pritisci, mjereni porastom deflatora BDP-a, ostali su nepromijenjeni u drugom tromjesečju 2023. jer je povećani doprinos troškova rada bio neutraliziran nižim doprinosom dobiti (Grafikon 13.). Godišnja stopa rasta deflatora BDP-a ostala je nepromijenjena u odnosu na prethodno tromjesečje i iznosila 6,2 % u drugom tromjesečju 2023. Doprinos jedinične dobiti deflatoru BDP-a smanjio se na 2,3 postotna boda s 3,2 postotna boda u prethodnom tromjesečju, čime je neutraliziran veći doprinos jediničnih troškova rada, koji su se povećali na 3,6 postotnih bodova s 3,3 postotna boda u prethodnom tromjesečju, i jediničnih poreza (umanjenih za subvencije). Povećanje jediničnih troškova rada može se pripisati negativnijem godišnjem rastu produktivnosti rada, a godišnji rast naknade po zaposlenom ostao je nepromijenjen i iznosio 5,5 %. Rast dogovorenih plaća također je uglavnom ostao nepromijenjen u drugom tromjesečju 2023. i iznosio 4,3 % u usporedbi s 4,4 % u prethodnom tromjesečju. Prospektivne informacije iz nedavno zaključenih pregovora o plaćama ne upućuju još na zaokret u rastu plaća.

Grafikon 13.

Raščlamba deflatora BDP-a

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2023. I naknada po zaposlenom i produktivnost rada pridonose promjenama jediničnih troškova rada.

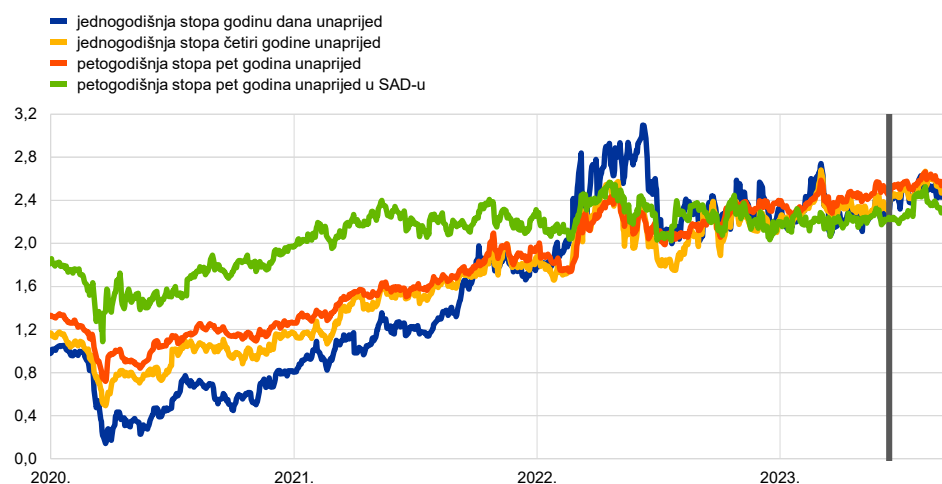
Mjerila dugoročnih inflacijskih očekivanja koja se zasnivaju na anketama i mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima i prilagođena za premiju za rizik ostala su na razini od oko 2 %. Srednja vrijednost dugoročnih očekivanja iznosila je 2,0 % u ESB-ovoj Anketi o prognozama stručnjaka (engl. *Survey of Professional Forecasters*) za treće tromjesečje 2023. i u ESB-ovoj Anketi monetarnih analitičara (engl. *Survey of Monetary Analysts*) iz rujna 2023. Mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima (na temelju HIPC-a bez duhanskih proizvoda) povećala su se za sve rokove dospjeća u promatranom razdoblju jer su više cijene energije i ustrajnost temeljne inflacije potaknuli sudionike na tržištu da revidiraju inflacijske izgleda naviše (Grafikon 14.). Međutim, ti su činitelji djelomično neutralizirani lošijim izgledima za rast u europodručju u drugom dijelu promatranog razdoblja od očekivanih. Općenito se jednogodišnja kamatna stopa na jednogodišnje termenske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije povećala za oko 20 baznih bodova i iznosila je 2,6 %. Na duljem kraju petogodišnja kamatna stopa na petogodišnje termenske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije povećala se za 15 baznih bodova, na oko 2,6 %, što je malo niže od višegodišnje najviše razine koju je dosegla početkom kolovoza. Dugoročnije kamatne stope na ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije u europodručju još uvijek su visoke u odnosu na prijašnje vrijednosti iako se kreću slično kao i istovjetne izvedene kamatne stope u SAD-u. Međutim, valja napomenuti da ta mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima nisu izravno mjerilo stvarnih inflacijskih očekivanja sudionika na tržištu s obzirom na to da ta mjerila uključuju premiju za inflacijski rizik kojom se nadoknađuju inflacijski rizici. Procjene zasnovane na modelu upućuju na to da premija za inflacijski rizik čini znatan dio povećanja tržišnih cijena naknade za inflaciju kod kraćih dospjeća i većinu povećanja kod duljih dospjeća. Kada je riječ o potrošačima, prema ESB-ovoj anketi o očekivanjima potrošača iz srpnja 2023. srednja vrijednost očekivanja glede ukupne inflacije za sljedećih godinu dana ostala je nepromijenjena i iznosila je 3,4 %, dok se srednja vrijednost tih

očekivanja za sljedeće tri godine povećala s 2,3 % na 2,4 %. Iako su se mjerila neizvjesnosti glede inflacije iz ankete o očekivanjima potrošača blago smanjila od najviših razina, ona su i nadalje na relativno visokoj razini.

Grafikon 14.

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. Posljednji podatci odnose se na 13. rujna 2023.

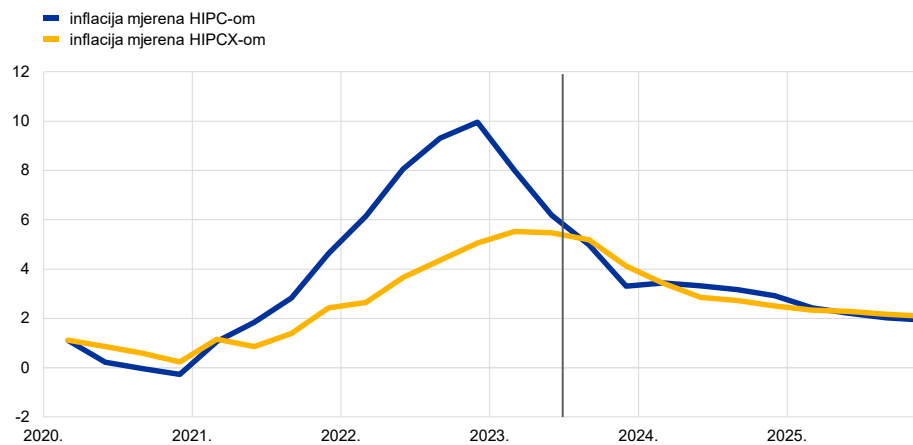
U makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2023. predviđa se da će se ukupna inflacija nastaviti smanjivati i u prosjeku iznositi 5,6 % u 2023., 3,2 % u 2024. i 2,1 % u 2025. (Grafikon 15.).

To smanjivanje inflacije prema ciljnoj razini od 2 % proizlazi iz postupnog slabljenja utjecaja prošlih šokova cijena energije i drugih pritisaka proizvođačkih troškova te činjenice da su dugoročnija inflacijska očekivanja i nadalje usidrena. Na njezino kretanje u početku utječu i snažni negativni bazni učinci povezani s inflacijom cijena energije i hrane. Očekuje se da će se rast plaća postupno smanjivati od sredine 2023. nadalje, ali će tijekom projekcijskog razdoblja ostati velik i postati glavni pokretač inflacije mjerene HIPCX-om. Potiču ga povećanja minimalnih plaća i naknade za inflaciju u okolnostima oskudice radne snage na tržištu rada, premda se uvjeti na tom tržištu normaliziraju. Očekuje se da će profitne marže, koje su se znatno povećale prošle godine, djelovati kao zaštitni sloj i smanjiti prijenos troškova rada na finalne cijene u srednjoročnom razdoblju. Osim toga, pooštrena monetarna politika trebala bi u sve većoj mjeri pridonositi smanjivanju temeljne inflacije. U usporedbi s projekcijama iz lipnja 2023. projekcija ukupne inflacije revidirana je naviše, za 0,2 postotna boda i za 2023. i za 2024. zbog viših razina cijena energije i naniže za 0,1 postotni bod za 2025. zbog nepovoljnih učinaka aprecijacije eura, pooštranih uvjeta financiranja i slabijih cikličkih uvjeta.

Grafikon 15.

Inflacija mjerena HIPC-om i HIPCX-om za europodručje

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2023.

Napomene: Vertikalna linija označuje početak projekcijskog razdoblja. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2023. za podatke i četvrto tromjesečje 2025. za projekcije. Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz rujna 2023. dovršene su krajem kolovoza, a krajnji datum za tehničke pretpostavke bio je 22. kolovoza 2023. Povijesni i aktualni podatci za inflaciju mjerenu HIPC-om i HIPCX-om na tromjesečnoj su osnovi.

4. Kretanja na financijskim tržištima

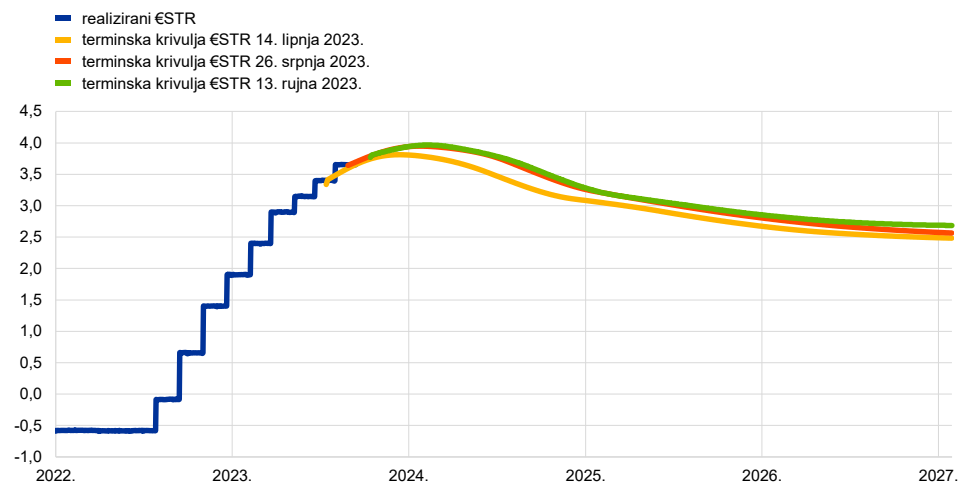
Financijska tržišta europodručja nisu se znatnije mijenjala do kraja promatranog razdoblja (od 15. lipnja do 13. rujna 2023.), iako je bilo nekih kretanja tijekom razdoblja. Kratkoročne kamatne stope u europodručju povećale su se zbog jačanja očekivanja povezanih s pooštavanjem monetarne politike u uvjetima određenih pritisaka na rast inflacijskih izgleda. Očekivanja glede kamatnih stopa monetarne politike ublažena su slabijim podatcima o domaćemu realnom gospodarstvu i određenim usporavanjem zamaha globalnoga gospodarskog rasta. Zbog toga je na kraju promatranog razdoblja terminska krivulja eurske kratkoročne kamatne stope (€STR) dosegla najvišu razinu od oko 4 % u prvom tromjesečju 2024. pod utjecajem daljnjega umjerenog pooštavanja monetarne politike. Dugoročne kamatne stope u europodručju rasle su, premda slabijim intenzitetom, zajedno s mjerilima naknade za inflaciju zasnovanima na tržišnim pokazateljima jer su zabrinutosti glede rasta nepovoljno djelovale na prinose na državne obveznice. Razlike prinosa na državne obveznice bile su otporne na negativna makroekonomska iznenađenja. Usto, najavljeni kraj reinvestiranja u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (APP) od srpnja 2023. prošao je neometano. Razlike prinosa na obveznice koje su izdala nefinancijska društva u segmentima visokog prinosa neznatno su porasle, što je u skladu s velikom izloženošću tih izdavatelja gospodarskom ciklusu. Široki indeksi tržišta dionica smanjili su se u europodručju jer su slabiji izgledi za zarade nepovoljno djelovali na tržišnu vrijednost dionica nefinancijskih društava, unatoč oporavku cijena bankovnih dionica. Na deviznim je tržištima ojačao tečaj eura ponderiran obujmom trgovine.

Na kraju promatranog razdoblja najviša razina terminske krivulje €STR, od oko 4 % u prvom tromjesečju 2024., bila je malo viša nego na početku promatranog razdoblja sredinom lipnja (Grafikon 16.). Referentna stopa €STR iznosila je prosječno 3,5 % tijekom promatranog razdoblja i uzastopce je pratila promjene kamatne stope na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke, koju je Upravno vijeće povećalo za 25 baznih bodova (s 3,25 % na 3,5 %) na sastanku o monetarnoj politici održanom 15. lipnja 2023. i za još 25 baznih bodova (s 3,5 % na 3,75 %) na sastanku 27. srpnja. Višak likvidnosti smanjio se za 463 mlrd. EUR i iznosio je 3.681 mlrd. EUR, ponajviše zbog otplata treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO III). Terminske stope na kratkoročne i srednjoročne prekonoćne kamatne ugovore o razmjeni (OIS), koje se zasnivaju na €STR-u, porasle su nakon lipanjskog sastanka jer su sudionici na tržištu svoja očekivanja glede kamatnih stopa monetarne politike revidirali naviše. Nakon toga terminske su se stope malo smanjile zbog pogoršanja domaćih i globalnih makroekonomskih izgleda, ali su ponovo porasle krajem promatranog razdoblja jer su se dodatno pojačala očekivanja glede pooštavanja monetarne politike. Srpanjska odluka Upravnog vijeća da poveća kamatne stope monetarne politike i da se minimalne pričuve remuneriraju po stopi od 0 % nije znatnije utjecala na terminske stope. Na kraju promatranog razdoblja najviša razina terminske krivulje, od oko 4 % u prvom tromjesečju 2024., dosegnuta je malo kasnije nego što se moglo pretpostaviti na osnovi terminskih stopa sredinom lipnja. Očekivanja glede kamatnih stopa monetarne politike izvedena iz terminske krivulje uglavnom su u skladu s predviđanjima dobivenima u anketama.

Grafikon 16.

Terminske stope €STR

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: Thomson Reuters i izračun ESB-a

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

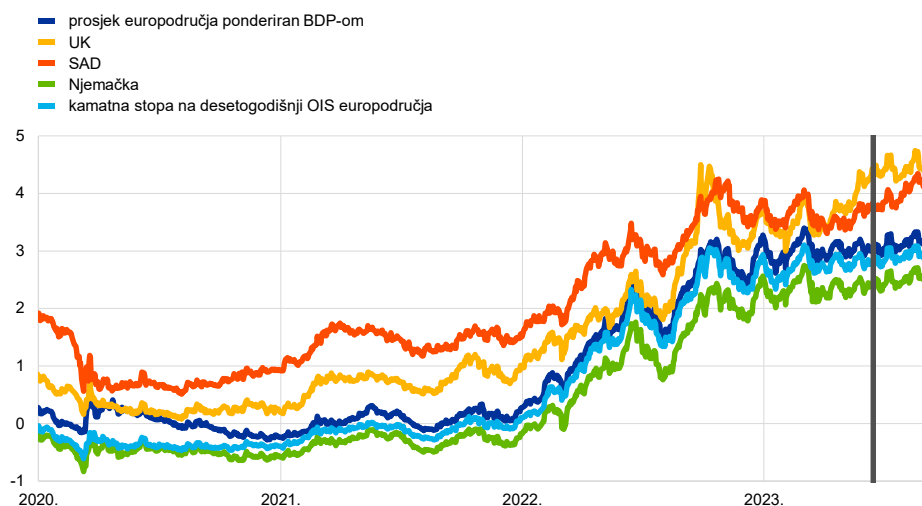
Dugoročne nerizične kamatne stope u europodručju blago su se povećale i samo su djelomično odražavale povećanja istovjetnih stopa u SAD-u (Grafikon 17.).

Dugoročne nerizične kamatne stope u europodručju umjereno su rasle, pri čemu su se kamatne stope na desetogodišnji OIS europodručja povećale za 14 baznih bodova i dosegule oko 3,0 % u promatranom razdoblju. Prinos na desetogodišnje državne obveznice europodručja ponderiran BDP-om ostvario je sličan rast, od 3,3 %. Dugoročne kamatne stope u europodručju pratile su kretanja mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima, čiji je rast ponajprije bio posljedica povećane premije za inflacijski rizik (vidi odjeljak 3.) Zbog povoljnijih makroekonomskih izgleda prinosi na dugoročne državne obveznice u Sjedinjenim Američkim Državama rasli su više nego u europodručju. Neujednačenost makroekonomskih izgleda nepovoljno je djelovala na dugoročne kamatne stope u europodručju, posebice u drugom dijelu promatranog razdoblja, jer su negativna makroekonomska iznenađenja dovela do djelomičnog preokreta prethodnih povećanja. Inverzija nerizične krivulje prinosa neznatno se smanjila tijekom promatranog razdoblja, ali je i nadalje na povijesno visokim razinama.

Grafikon 17.

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 15. lipnja 2023. Posljednji podatci odnose se na 13. rujna 2023.

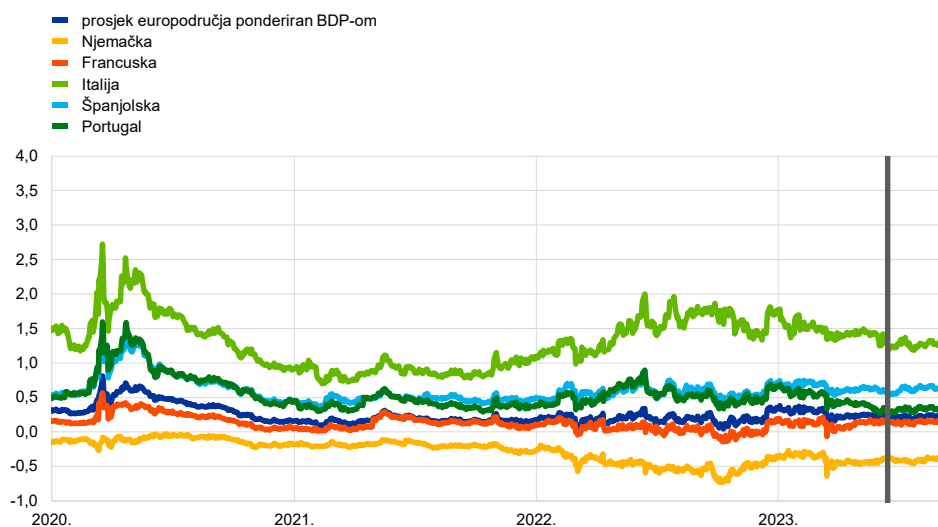
Razlike prinosa na državne obveznice europa područja samo su umjereno rasle unatoč slabljenju gospodarskih izgleda i prestanku reinvestiranja u sklopu APP-a (Grafikon 18.).

Razlika prinosa na državne obveznice europa područja ponderiranog BDP-om u odnosu na kamatnu stopu na OIS zasnovanu na €STR-u povećala se za šest baznih bodova tijekom promatranog razdoblja i dosegla razinu samo malo višu od one prije početka normalizacije monetarne politike ESB-a. Razlike prinosa na državne obveznice neujednačeno su rasle u različitim jurisdikcijama, pri čemu su razlike prinosa u Italiji i Španjolskoj zabilježile najveći porast, od 20 odnosno 15 baznih bodova. Tržišta državnih obveznica pokazala su se otpornima na pogoršavanje makroekonomskih izgleda, ali i na smanjenu prisutnost Eurosustava na tržištu. Činjenica da nije došlo do znatnih pritisaka na rast razlika prinosa, unatoč prestanku reinvestiranja u sklopu APP-a od srpnja i uobičajeno najnižoj razini likvidnosnih uvjeta tijekom ljeta, upućuje na to da privatni ulagači nastavljaju bez većih problema apsorbirati obveznice koje Eurosustav više ne kupuje.

Grafikon 18.

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

(postotni bodovi)



Izvori: Refinitiv i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 15. lipnja 2023. Posljednji podatci odnose se na 13. rujna 2023.

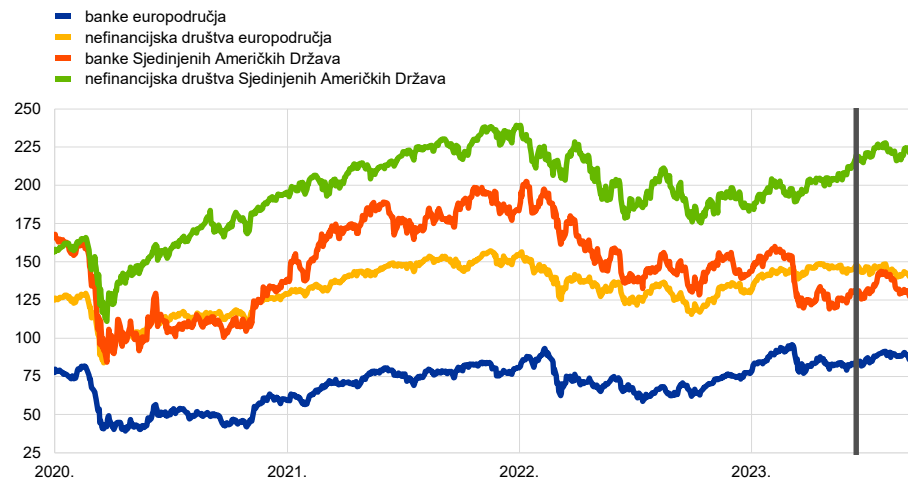
Razlike prinosa na obveznice koje su izdala nefinancijska društva malo su porasle u uvjetima pogoršavanja domaćega gospodarstva. Razlike prinosa na obveznice koje su izdala nefinancijska društva u segmentu visokog prinosa porasle su za pet baznih bodova. Nasuprot tome, zabilježeno je smanjenje razlika prinosa na obveznice financijskih društava. Ta neujednačenost odražava snažniji učinak pogoršavanja gospodarskih izgleda na rizičnija nefinancijska društva nego na financijska društva, kojima i nadalje pogoduju više kamatne stope. Bruto izdavanje obveznica nefinancijskih društava u segmentu visokih prinosa ostalo je prigušeno, a nefinancijska društva s investicijskim rejtingom izdavala su obveznice sličnom dinamikom kao u prethodnim godinama, što je odražavalo promjene razlika prinosa na obveznice za sve rejtinge.

Cijene vlasničkih vrijednosnih papira u europodručju smanjile su se u promatranom razdoblju jer su slabiji izgledi za zarade nepovoljno djelovali na tržišnu vrijednost dionica nefinancijskih društava (Grafikon 19.). Široki indeksi tržišta dionica u europodručju smanjili su se za 2,9 % u promatranom razdoblju, dok su u Sjedinjenim Američkim Državama porasli za 1,1 %. Slabiji rezultati u europodručju odražavaju smanjenje cijena dionica nefinancijskih društava koje se može pripisati negativnim iznenađenjima glede zarada i revizijama naniže očekivanih zarada. Cijene dionica u nefinancijskom sektoru ponajviše su pale u sektoru diskrecijskih potrošačkih dobara te industrijskom i tehnološkom sektoru zbog snažnog utjecaja pogoršavanja domaćih i globalnih makroekonomskih izgleda. Nasuprot tome, cijene dionica banaka europodručja porasle su za 3,9 % i tako nadmašile rast cijena dionica u Sjedinjenim Američkim Državama.

Grafikon 19.

Indeksi cijena dionica u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama

(indeks: 1. siječnja 2016. = 100)



Izvori: Refinitiv i izračun ESB-a

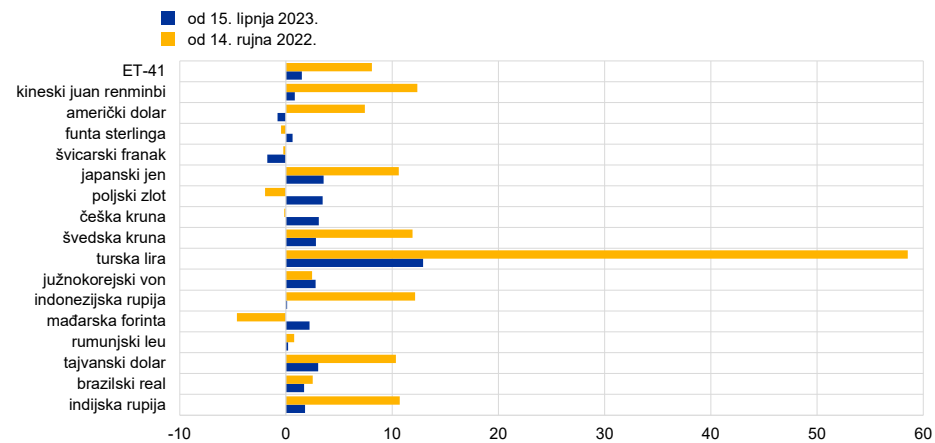
Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 15. lipnja 2023. Posljednji podatci odnose se na 13. rujna 2023.

Na deviznim tržištima tečaj eura ponderiran obujmom trgovine ojačao je unatoč blagoj deprecijaciji u odnosu na američki dolar (Grafikon 20.). Nominalni efektivni tečaj eura mjeren u odnosu na valute 41 najvažnijega trgovinskog partnera europodručja umjereno je ojačao u promatranom razdoblju (1,5 %). Promatrajući bilateralna tečajna kretanja u odnosu na važne valute, euro je blago oslabio u odnosu na američki dolar (-0,8 %) jer su novije gospodarske vijesti u Sjedinjenim Američkim Državama bile povoljnije nego u europodručju. Aprecijacija nominalnoga efektivnog tečaja eura bila je tako potpomognuta njegovim jačanjem u odnosu na većinu drugih valuta. Euro je ojačao u odnosu na japanski jen (za 3,5 %) i kineski juan renminbi (za 0,8 %) u uvjetima intervencija monetarne politike kineskih vlasti radi suzbijanja deprecijacijskih pritisaka na kinesku valutu povezanih s pogoršavanjem gospodarskih izgleda. Tijekom promatranog razdoblja euro je jačao i u odnosu na tursku liru (12,9 %), ali se posljednjih tjedana stabilizirao u uvjetima povećavanja kamatne stope središnje banke Republike Turske.

Grafikon 20.

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 europskog područja. Pozitivna (negativna) promjena odgovara aprecijaciji (deprijaciji) eura. Sve promjene izračunate su primjenom deviznih tečajeva koji su vrijedili 13. rujna 2023.

5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja

Nastavljena je snažna transmisija pooštavanja monetarne politike na šire uvjete financiranja. Troškovi financiranja banaka nastavili su rasti zbog daljnjeg povećavanja kamatnih stopa na depozite i kontinuiranog smanjivanja viška likvidnosti. Kamatne stope banaka na kredite također su dodatno porasle u srpnju 2023. i dosegnule najviše razine zabilježene od 2008. za poduzeća, odnosno od 2012. za kućanstva. U razdoblju od 15. lipnja do 13. rujna 2023. porasli su troškovi tržišnoga dužničkog financiranja za nefinancijska društva, a još su više porasli njihovi troškovi financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima. Bankovno kreditiranje poduzeća i kućanstava i nadalje je bilo slabo u srpnju u uvjetima viših kamatnih stopa na kredite, slabije potražnje za kreditima zbog rezova planiranih rashoda i pooštavanja standarda odobravanja kredita te dobre zadržane dobiti. Monetarni agregati smanjivali su se do srpnja po dosad najvećoj zabilježenoj godišnjoj stopi pod utjecajem prigušenoga rasta kredita i smanjenja bilance Eurosustava.

Troškovi financiranja banaka u europodručju nastavili su rasti pod utjecajem daljnjeg povećavanja kamatnih stopa na depozite. Složeni trošak dužničkog financiranja banaka europodručja nastavio je rasti u srpnju 2023. i dosegnuo je svoju najvišu razinu u više od posljednjih deset godina (Grafikon 21., panel a). To povećanje ponajprije je posljedica viših kamatnih stopa na depozite, s obzirom na to da su prinosi na bankovne obveznice ostali uglavnom stabilni i kretali se u skladu s nerizičnim kamatnim stopama za dulje rokove dospjeća (Grafikon 21., panel b).¹² Kamatne stope na depozite nastavile su postojano rasti, uz određene razlike među instrumentima i sektorima (tj. kamatne stope na depozite poduzeća bile su više nego za kućanstva). Deponenti reagiraju na povećanje razlike između kamatnih stopa na oročene depozite i stopa na prekonoćne depozite tako što svoja sredstva preusmjeravaju iz prekonoćnih depozita u oročene depozite i druge instrumente s višom remuneracijom. Prijenos povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a na kamatne stope na depozite bio je vrlo različit među bankama. Usto je bio praćen i redistribucijom depozita među bankama. Štediše su preusmjeravali depozite iz banaka koje nude manje atraktivnu remuneraciju prema bankama koje su brže povećavale svoje kamatne stope na depozite. U uvjetima postupnog ukidanja ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO) i smanjivanja prekonoćnih depozita, od rujna 2022. pojačano je izdavanje bankovnih obveznica na koje se plaća remuneracija viša od kamatnih stopa na depozite i ključnih kamatnih stopa ESB-a. Kontinuirano postupno ukidanje TLTRO-a, koje je također pridonijelo smanjenju viška likvidnosti u uvjetima i nadalje obilne likvidnosti, potaknulo je banke da se počnu više oslanjati na dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca te da se aktivnije natječu za depozite.

¹² Kad bi se povećanje troška međubankovnog zaduživanja uključilo u izračun složenog troška financiranja banaka, troškovi financiranja u cjelini porasli bi još više od početka ciklusa povećavanja, premda bi u početku bili na nižoj razini.

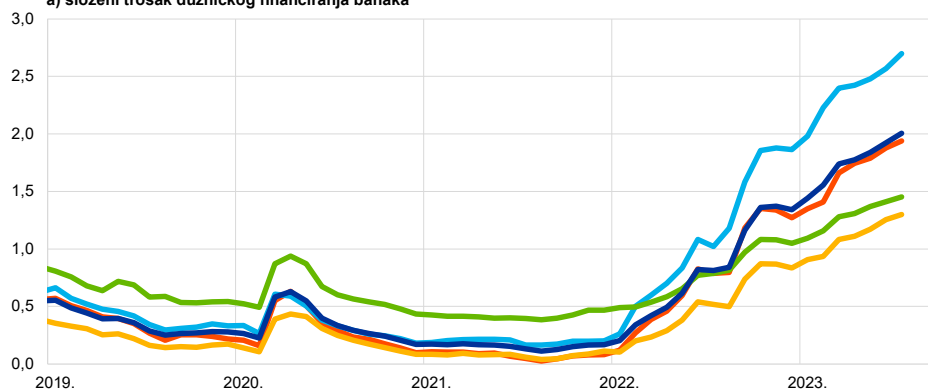
Grafikon 21.

Složene kamatne stope na financiranje banaka u odabranim državama europskog područja

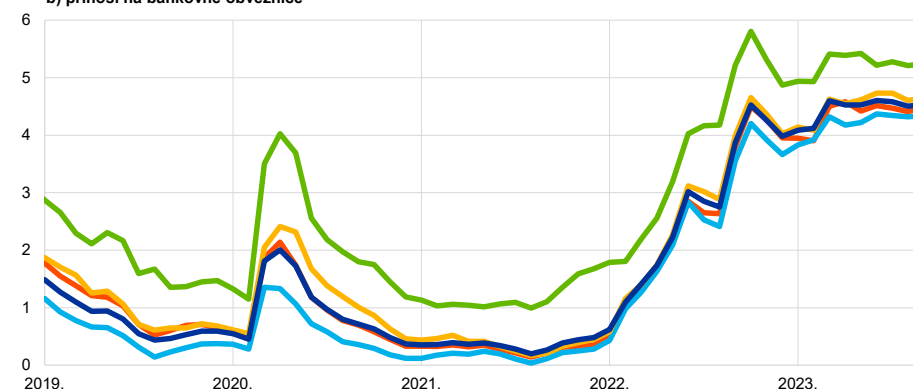
(postotci na godišnjoj razini)

- europsko područje
- 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: Složene kamatne stope na financiranje banaka jednake su ponderiranom prosjeku složenog troška depozita i financiranja neosiguranim tržišnim dugom. Složeni trošak depozita izračunava se kao prosjek kamatnih stopa na nove prekonoćne depozite, depozite s ugovorenim rokom dospelja 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 srpanj 2023. za složeni trošak dužničkog financiranja banaka i na 13. rujna 2023. za prinose na bankovne obveznice.

Bilance banaka općenito su snažne unatoč slabljenju gospodarskog okruženja.

Banke su nastavile povećavati svoju kapitalizaciju u prvih nekoliko mjeseci 2023. unatoč obvezama glede većih isplata (vidi Okvir 7.), a posljednje testiranje otpornosti na stres potvrdilo je sposobnost banaka europskog područja da se nose s financijskim i gospodarskim šokovima u nepovoljnom scenariju. Dobro kapitaliziran bankovni sustav ključan je kako bi se osiguralo održivo kreditiranje realnoga gospodarstva po primjerenim uvjetima. Bez obzira na povećane troškove financiranja banaka i smanjen obujam kreditiranja, na profitabilnost banaka povoljno su utjecale veće neto kamatne marže početkom 2023. Udjeli neprihodonosnih kredita banaka istodobno su se nastavili blago povećavati u okruženju slabijih gospodarskih izgleda, a troškovi rezervacija i nadalje su bili ograničeni.

Povećanje kamatnih stopa na kredite odvijalo se brže nego u prethodnim ciklusima rasta, što je ponajprije bilo posljedica bržeg rasta kamatnih stopa

monetarne politike. Kamatne stope monetarne politike ESB-a znatno su porasle u kratkom razdoblju, odnosno za ukupno 425 baznih bodova u razdoblju od srpnja 2022. do 13. rujna 2023. Povišene kamatne stope monetarne politike ESB-a prenose se na uvjete bankovnoga kreditiranja, uz porast kamatnih stopa na kredite i snažno pooštavanje standarda odobravanja kredita. Kamatne stope na kredite poduzećima rastle su više nego kamatne stope na kredite kućanstvima (Grafikon 22.) u svim državama i razdobljima fiksiranja kamatnih stopa. Kamatne stope banaka na nove kredite nefinancijskim društvima porasle su na 4,93 % u srpnju, što je najviša razina od kraja 2008. Usporedbe radi, u lipnju 2023. iznosile su 4,78 %, a u lipnju 2022., odnosno prije nego što je ESB počeo povećavati svoje ključne kamatne stope, bile su 1,83 %. Povećanje kamatnih stopa na kredite bilo je široko rasprostranjeno, a najveći porast zabilježen je kod kredita s razdobljem fiksiranja kamatne stope duljim od godine dana, uz određene razlike među državama. Razlika između kamatnih stopa banaka na male i velike kredite poduzećima u europodručju malo je porasla u srpnju (na 48 baznih bodova), iako je, promatrano u povijesnom kontekstu, ostala stabilna na niskim razinama, uz određene razlike među državama europodručja. Kamatne stope banaka na nove kredite kućanstvima za kupnju kuće također su rastle i dosegnule su 3,75 % u srpnju, odnosno najvišu razinu od siječnja 2012., u usporedbi s 1,97 % u lipnju 2022. odnosno 3,70 % u lipnju 2023. Srpanjsko povećanje bilo je posljedica viših kamatnih stopa na hipotekarne kredite s nepromjenjivim kamatnim stopama, i posebice, na hipotekarne kredite s promjenjivim kamatnim stopama, uz određene razlike među državama. Rezultati ESB-ove [ankete o očekivanjima potrošača](#) iz srpnja 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, što je možda posljedica napredne faze ciklusa pooštavanja. 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.

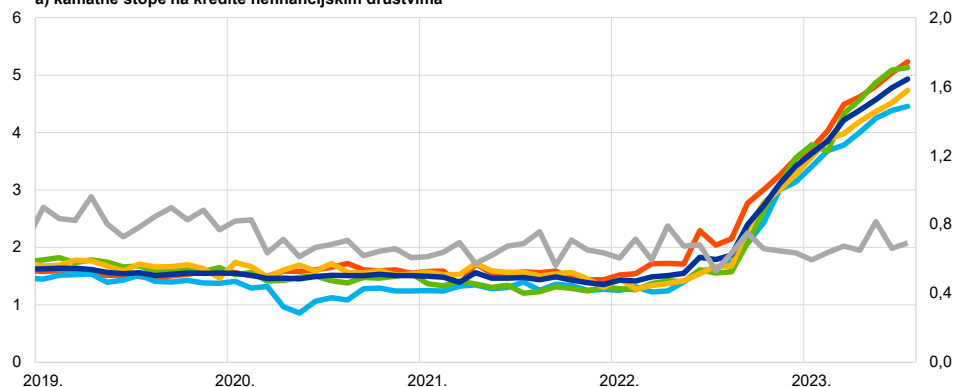
Grafikon 22.

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

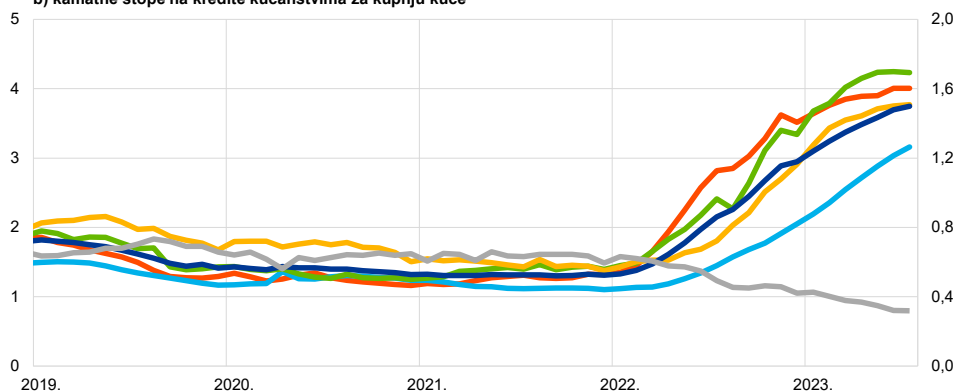
(postotci na godišnjoj razini, standardna devijacija)

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

a) kamatne stope na kredite nefinancijskim društvima



b) kamatne stope na kredite kućanstvima za kupnju kuće



Izvor: ESB

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

Od 15. lipnja do 13. rujna 2023. porastao je trošak tržišnoga dužničkog financiranja nefinancijskih društava, a još je više porastao trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima. Ukupan trošak financiranja za nefinancijska društva, odnosno složeni trošak zaduživanja kod banaka, trošak tržišnoga duga i trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira, iznosio je 6,2 % u srpnju 2023., odnosno ostao je gotovo nepromijenjen u odnosu na prethodni mjesec (Grafikon 23.).¹³ To je bilo posljedica toga što je porast troška kratkoročnog i dugoročnog zaduživanja kod banaka bio neutraliziran padom troška financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima i troška tržišnoga dužničkog financiranja u razdoblju od kraja lipnja do kraja srpnja. Zbog toga je ukupan trošak financiranja u

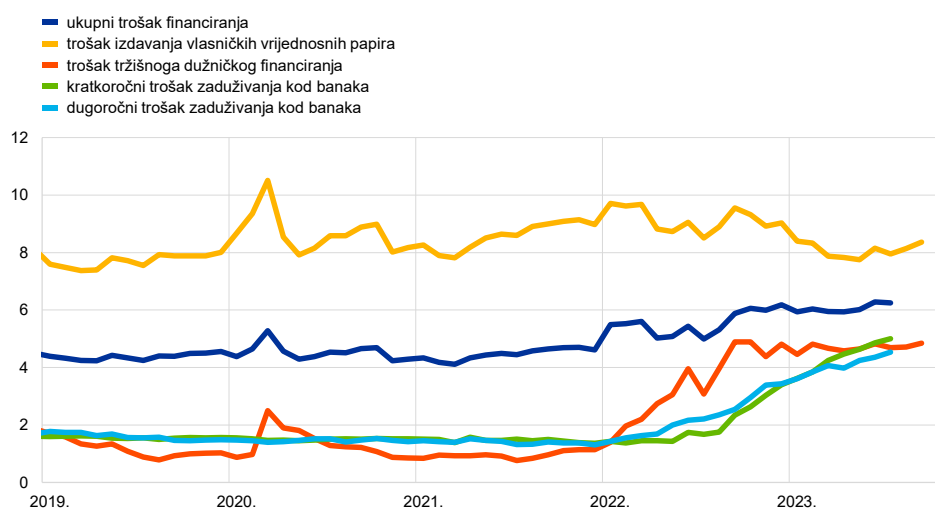
¹³ S obzirom na to da su podatci o troškovima zaduživanja kod banaka dostupni s odmakom, podatci o ukupnom trošku financiranja za nefinancijska društva dostupni su samo za razdoblje do srpnja 2023.

srpnju i nadalje bio blizu visokih razina koje su dosegnute u rujnu 2022., a prethodno su bile zabilježene krajem 2011.¹⁴ Trošak tržišnog duga i izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira povećavao se tijekom promatranog razdoblja (tj. do 13. rujna 2023.). Porast troškova tržišnog duga bio je posljedica viših nerizičnih kamatnih stopa i blagog povećanja razlika prinosa na obveznice koje su izdala nefinancijska društva u segmentu visokog prinosa (vidi odjeljak 4.). Porast nerizične kamatne stope (aproksimirane kamatnom stopom na desetogodišnje prekonoćne ugovore o razmjeni) i porast premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira doveli su do znatnog povećanja troška izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira u promatranom razdoblju.

Grafikon 23.

Nominalni trošak vanjskog financiranja za nefinancijska društva u europodručju, 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), tržišnog duga i izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (podatci na kraju mjeseca) na osnovi njihovih odgovarajućih nepodmirenih iznosa. Posljednji podatci odnose se na 13. rujna 2023. za trošak tržišnoga dužničkog financiranja i za trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (dnevni podatci) i srpanj 2023. za ukupni trošak financiranja i trošak zaduživanja kod banaka (mjesečni podatci).

Bankovno kreditiranje poduzeća i kućanstava i nadalje je bilo slabo u srpnju u uvjetima viših kamatnih stopa na kredite, slabije potražnje za kreditima i pooštrevanja standarda odobravanja kredita. Godišnja stopa rasta kredita nefinancijskim društvima pala je s 3,0 % u lipnju na 2,2 % u srpnju, a i nadalje su je podupirali bazni učinci (Grafikon 24., panel a). Usporavanje je zabilježeno u svim najvećim gospodarstvima europodručja, uz određene razlike među državama, a bilo je posljedica izraženog smanjivanja potražnje za kreditima, djelomično zbog većih kamatnih stopa na zaduživanje i povezanih rezova planiranih rashoda, kao i daljnjeg pooštrevanja standarda odobravanja kredita. Mjesečni tokovi kredita nefinancijskim društvima blizu su nuli od studenoga 2022., a mjesečni tokovi kredita kućanstvima negativni su od svibnja 2023. Godišnja stopa rasta kredita kućanstvima smanjila se s

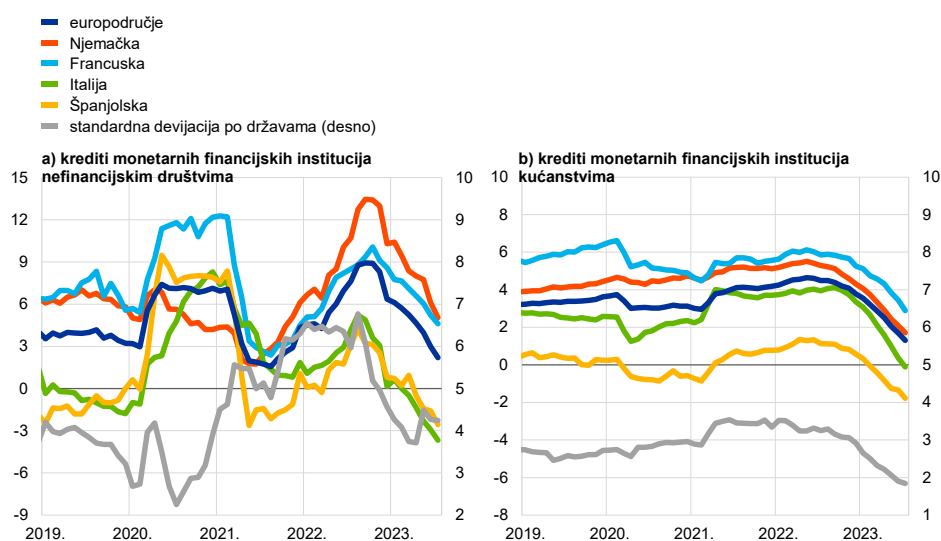
¹⁴ Vidi Okvir 5. u ovom broju Ekonomskog biltena u vezi s implikacijama troška financiranja ulaganja poduzeća u europodručju s ciljem smanjivanja rizika od prirodnih opasnosti ili postupanja u skladu sa strožim klimatskim standardima.

1,7 % u lipnju na 1,3 % u srpnju (Grafikon 24., panel b) u uvjetima negativnih očekivanja u vezi s tržištima stambenih nekretnina, daljnjeg pooštavanja kreditnih standarda banaka i viših kamatnih stopa na kredite. Padu su pridonijele sve komponente, odnosno stambeni krediti, potrošački krediti i krediti trgovcima pojedincima (tj. malim subjektima bez pravne osobnosti). Mjesečni neto tokovi kredita kućanstvima bili su negativni treći uzastopni mjesec, zbog čega je pala i kratkoročna tromjesečna stopa rasta na godišnjoj razini, i to na -0,8 %, što je najniža razina od uspostave europodručja.

Grafikon 24.

Kreditni monetarnih financijskih institucija u odabranim državama europodručja

(godišnje promjene u postotcima, standardna devijacija)



Izvor: ESB

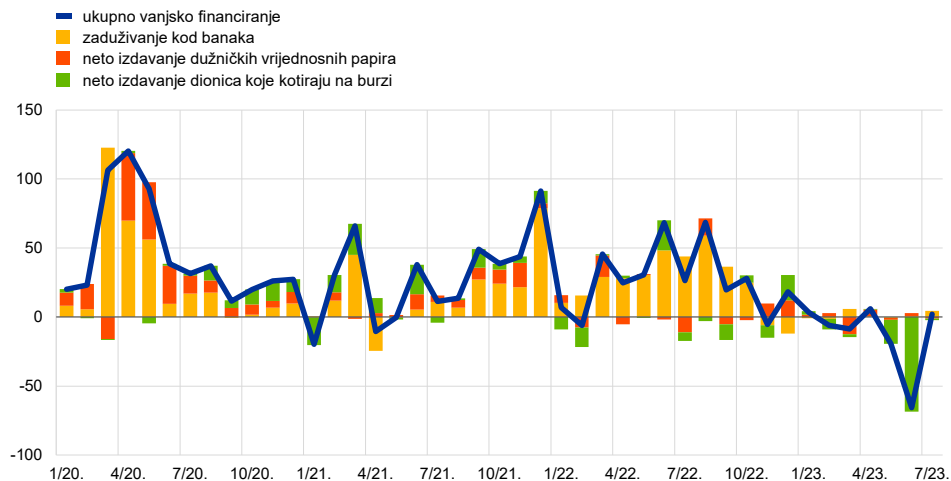
Napomene: Krediti monetarnih financijskih institucija prilagođeni su za prodaje kredita i sekuritizaciju, a u slučaju nefinancijskih društava krediti su prilagođeni i za obračunsko objedinjavanje sredstava. Standardna devijacija po državama izračunava se uporabom nepromjenjivog uzorka od 12 država europodručja.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

Rast neto vanjskog financiranja poduzeća u europodručju dodatno se usporio u drugom tromjesečju 2023., a u srpnju se gotovo zaustavio, među ostalim zbog manjih financijskih potreba poduzeća. Godišnja stopa rasta neto vanjskog financiranja smanjila se s 1,8 % u travnju 2023. na 0,3 % u srpnju (Grafikon 25.). U tom su razdoblju kreditni tokovi bili blizu nule, što je bilo posljedica smanjenih financijskih potreba poduzeća s obzirom na posustalu gospodarsku aktivnost, dobre zadržane zarade, kontinuirani porast kamatnih stopa na kredite i pooštavanje standarda odobravanja kredita. Neto izdavanje dužničkih vrijednosnih papira također je stagniralo zbog toga što su bruto izdavanje i otkupi i nadalje bili gotovo jednaki. Neto izdavanje dionica koje kotiraju na burzi bilo je prigušeno, a u svibnju i lipnju postalo je negativno zbog jednokratnih činitelja (primjerice, jedno multinacionalno poduzeće otkupilo je dionice, a drugo veliko poduzeće bilo je nacionalizirano). Općenito gledano, aktivnosti u smislu inicijalnih javnih ponuda i spajanja i pripajanja slabe su od 2022.

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 nefinancijskih društava 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 srpanj 2023.

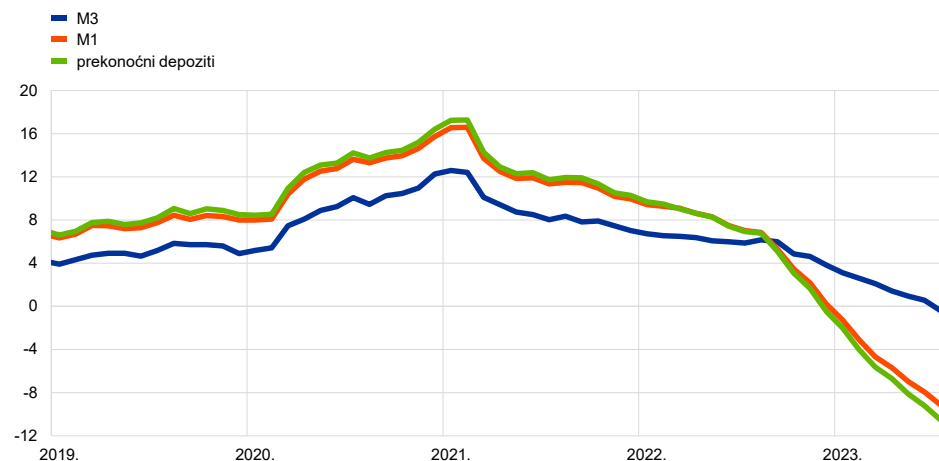
Prekonoćni depoziti nastavili su se smanjivati tijekom srpnja pod utjecajem preraspodjele sredstava u instrumente s većom remuneracijom.

Nakon usporavanja na 9,2 % u lipnju, godišnja stopa rasta prekonoćnih depozita dodatno se smanjila u srpnju i pala na –10,5 %, što je najveći pad od uspostave ekonomske i monetarne unije (EMU) u 1999. (Grafikon 26.) Iako su kamatne stope u porastu, razlika između kamatnih stopa na oročene depozite i prekonoćne depozite nastavlja se povećavati, što povećava i oportunitetni trošak držanja likvidne imovine i potiče nastavak preraspodjele sredstava iz prekonoćnih depozita u oročene depozite. To odražava činjenicu da se kamatne stope na prekonoćne depozite sporije prilagođavaju promjenama kamatne stope monetarne politike od stopa na oročene depozite. Ova velika razlika daje snažan poticaj kućanstvima i poduzećima da svoja sredstva preusmjere iz prekonoćnih depozita i depozita s otkaznim rokom u oročene depozite. Iznimno veliki iznosi depozita koji se preraspodjeljuju mogu se pripisati činjenici da se pooštavanje monetarne politike ESB-a odvija bržim tempom nego u prethodnim ciklusima pooštavanja.

Grafikon 26.

M3, M1 i prekonoćni depoziti

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



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na srpanj 2023.

Monetarni agregati smanjivali su se do srpnja 2023. po dosad najvećoj zabilježenoj godišnjoj stopi pod utjecajem prigušenoga rasta kredita i smanjenja bilance Eurosustava.

Najuži monetarni agregat (M1) u europodručju dodatno se smanjio, za 9,2 % u srpnju, nakon pada od 8,0 % u lipnju, što je njegovo daleko najveće smanjenje dosad zabilježeno. Godišnji rast najširega monetarnog agregata (M3) postao je negativan prvi put od veljače 2010., odnosno smanjio se s 0,6 % u lipnju na -0,4 % u srpnju (Grafikon 26.), što je najniža stopa od uspostave EMU-a. Veliki pad godišnje stope rasta monetarnog agregata M3 rezultat je znatnih mjesečnih odljeva i baznih učinaka. Postojani mjesečni odljevi posljedica su nekoliko činitelja. Prvo, doprinos kredita kućanstvima i poduzećima monetarnoj dinamici posljednjih je mjeseci pao na nulu. Drugo, portfelj imovine Eurosustava smanjio se kada je u srpnju 2023. završilo reinvestiranje glavnice dospelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira, što je dovelo i do povlačenja likvidnosti iz financijskog sustava. Usto, supstitucija bankovnog financiranja dugoročnim obveznicama financiranjem depozitima pridonijela je nastavku negativnog rasta monetarnog agregata M3. Međutim, novčani priljevi iz ostatka svijeta dosad su donekle ublažavali negativan učinak ostalih komponenata. Ti priljevi odražavaju sklonost inozemnih ulagača prema vrijednosnim papirima europodručja zbog njihovih relativno privlačnih prinosa i trenutačne čvrste razine pouzdanosti. Bez tog poticaja inozemnih ulagača monetarna dinamika europodručja još bi dublje ušla u negativan teritorij.

6. Fiskalna kretanja

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz rujna 2023. saldo proračuna opće države u europodručju umjereno će se poboljšati u 2023. i 2024. i blago se pogoršati u 2025. . Procjenjuje se da će djelovanje fiskalne politike u europodručju biti uglavnom neutralno u 2023., nakon čega će u 2024. uslijediti znatno pooštavanje, i da će u 2025. ponovo postati uglavnom neutralno. U kumulativnom smislu, fiskalna politika donekle će se pooštriti tijekom projekcijskog razdoblja. Predviđeno je da će omjer duga i BDP-a europodručja pasti s 91 % u 2022. na oko 88 % u 2025., ali će i nadalje ostati znatno iznad razina zabilježenih prije pandemije. Usporedno sa slabljenjem energetske šoka, vlade bi trebale nastaviti brzo i usklađeno ukidati povezane mjere potpore kako ne bi pridonijele povećanju srednjoročnih inflacijskih pritisaka, koji bi inače doveli do potrebe za još snažnijim odgovorom monetarne politike. Fiskalne politike trebale bi biti oblikovane tako da pridonose povećanju produktivnosti gospodarstva europodručja i postupnom smanjivanju velikoga javnog duga. U [mišljenju](#) objavljenom 5. srpnja 2023. ESB je pozvao zakonodavce Europske unije (EU) da što prije, a najkasnije do kraja 2023., postignu dogovor o reformi okvira gospodarskog upravljanja EU-a.

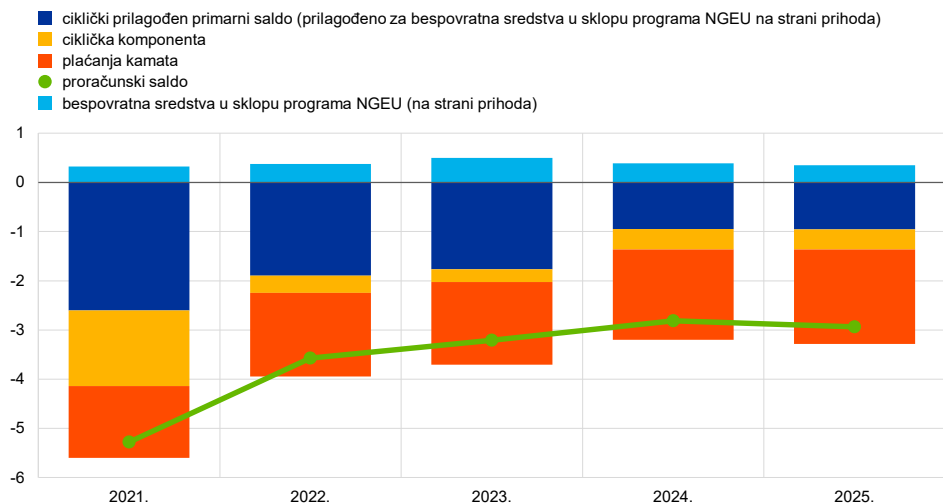
Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz rujna 2023. saldo proračuna opće države u europodručju umjereno će se poboljšati u 2023. i 2024. i blago se pogoršati u 2025.¹⁵ Točnije, predviđa se da će se proračunski manjak u europodručju smanjiti na 3,2 % BDP-a u 2023. i na 2,8 % BDP-a u 2024. te ponovo porasti na 2,9 % BDP-a u 2025. (Grafikon 27.). Smanjenje u prvom dijelu projekcijskog razdoblja potaknuto je očekivanim smanjenjem ciklički prilagođenoga primarnog manjka, pri čemu se očekuje da će ciklička komponenta ostati uglavnom stabilna. Predviđa se da će plaćanje kamata blago rasti tijekom projekcijskog razdoblja. Smanjenje ciklički prilagođenoga primarnog manjka pod utjecajem je postupnog smanjivanja mjera fiskalne potpore koje su vlade provodile kao odgovor na šok cijena energije i visoku inflaciju. Prema sadašnjim procjenama te će mjere dosegnuti 1,4 % BDP-a europodručja u 2023., znatno se smanjiti u 2024., na 0,4 % BDP-a, te pasti na oko 0,2 % BDP-a u 2025.

¹⁵ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, rujna 2023.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 14. rujna 2023.

Grafikon 27.

Proračunski saldo i njegove komponente

(postotak BDP-a)



Izvori: Izračun ESB-a i makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, rujan 2023.

Napomene: NGEU označuje program Next Generation EU. Podatci se odnose na ukupni sektor opće države svih 20 država europodručja (uključujući Hrvatsku).

Pretpostavlja se da će djelovanje fiskalne politike u europodručju biti uglavnom neutralno u 2023., nakon čega će u 2024. uslijediti znatno pooštavanje, te da će u 2025. ponovo postati uglavnom neutralno.¹⁶

Godišnja promjena fiskalne potpore, prilagođena za bespovratna sredstva koja su odobrena državama u sklopu programa Next Generation EU (NGEU), upućuje na kumulativno pooštavanje fiskalnih politika u europodručju tijekom 3m prognoziranog razdoblja. Predviđa se da će se glavina pooštavanja odvijati u 2024., kada će prema očekivanjima postupno biti ukinuto oko 75 % mjera fiskalne potpore povezanih s energijom i inflacijom koje provode vlade država europodručja. Očekuje se da će djelovanje fiskalne politike u 2025. biti neutralno jer će daljnje postupno ukidanje energetske mjere biti djelomično neutralizirano većim ulaganjima, poduprtima programom NGEU i većim rashodima za obranu. Istodobno kumulativno pooštavanje fiskalnih politika tijekom projekcijskog razdoblja nije pod utjecajem prosječnih plaća u javnom sektoru i mirovina, za koje se predviđa da će rasti po stopama višima od inflacije u 2024. i 2025., pri čemu bi ukupni rashodi za te stavke rasli po stopi jednakoj stopi nominalnoga potencijalnog rasta ili višoj od nje.

Predviđa se da će omjer državnog duga i BDP a europodručja ostati veći nego što je bio u razdoblju prije pandemije, da će se smanjiti na 89 % BDP a u 2023. i biti relativno stabilan u 2024. i 2025. Udio duga povećao se za oko 13 postotnih bodova i dosegnuo oko 97 % u 2020. Očekuje se da će pasti na oko 89 % BDP-a u 2023. i još se neznatno smanjiti tijekom 2024. i 2025. Kretanja u posljednje dvije

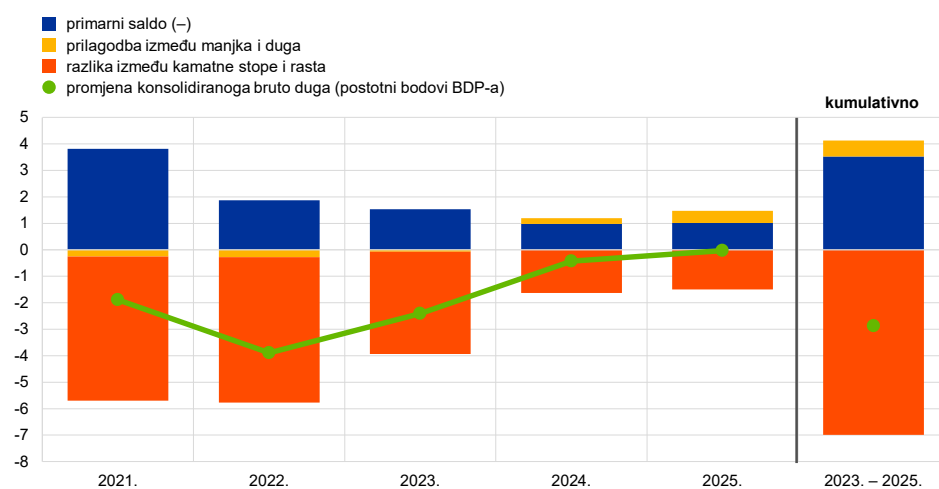
¹⁶ Djelovanje fiskalne politike odražava smjer i veličinu poticaja fiskalnih politika gospodarstvu koji premašuje automatsku reakciju javnih financija na poslovni ciklus. Mjeri se promjenom omjera ciklički prilagođenoga primarnog salda bez utjecaja državne pomoći financijskom sektoru. Budući da veći 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.

navedene godine također odražavaju očekivanja glede znatnog smanjivanja negativnih razlika između kamatnih stopa i rasta nominalnog BDP-a u odnosu na one zabilježene u razdoblju od 2021. do 2023. (Grafikon 28.). Također, očekuje se da će primarni manjak i prilagodba između manjka i duga stvarati pritisak na povećanje razine duga. Stoga se očekuje da će, bez obzira na pad za više od tri postotna boda od 2023. do 2025., ukupan omjer duga i BDP-a u europodručju ostati veći za gotovo pet postotnih bodova nego što je bio u razdoblju prije pandemije.

Grafikon 28.

Pokretači promjene državnog duga u europodručju

(postotci BDP-a, ako nije navedeno drugačije)



Izvori: Izračun ESB-a i makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, rujan 2023.

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

U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2023. kretanje proračunskog salda europodručja nije revidirano za 2023., ali sada pokazuje neznatno manje poboljšanje nego što se prethodno očekivalo u 2024. i 2025. Revizije naniže za 2024. i 2025. ponajprije su potaknute predviđenim promjenama primarnog salda koje su posljedica većih primarnih rashoda nego što se u početku prognoziralo, uključujući veće rashode za naknade za nezaposlene zbog očekivanog slabljenja aktivnosti. Ako se u obzir uzme ciklička prilagodba, predviđa se da će revizije tijekom cijelog razdoblja biti neznatne.

Usporedno sa slabljenjem energetske šoka, vlade bi trebale brzo i usklađeno ukidati povezane mjere potpore. Time bi se izbjeglo povećanje srednjoročnih inflacijskih pritisaka, koji bi inače doveli do potrebe za još snažnijim odgovorom monetarne politike. Fiskalne politike trebale bi biti 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. Kao što je navedeno u [mišljenju](#) objavljenom 5. srpnja 2023. ESB pozdravlja prijedloge Komisije o reformi okvira gospodarskog upravljanja EU-a i nudi određena posebna tehnička zapažanja i prijedloge s ciljem daljnjeg poboljšanja novog okvira i osiguravanja njegove veće transparentnosti i predvidljivosti. Posebice, ESB poziva zakonodavce EU-a da što

prije, a najkasnije do kraja 2023., postignu dogovor o reformi okvira gospodarskog upravljanja. Budući da će se do tada deaktivirati opća klauzula o odstupanju iz Pakta o stabilnosti i rastu EU-a, takav će sporazum biti ključan kako bi se učvrstila očekivanja glede održivosti duga te održivoga i uključivog rasta. Neuspjeh pri brzom dogovaranju i uspostavi vjerodostojnoga, transparentnoga i predvidljivoga fiskalnog okvira mogao bi stvoriti nesigurnost i neopravdano odgoditi potrebnu fiskalnu prilagodbu i poticaj za reforme i ulaganja.

Okviri

1. Rizici koje za globalne cijene prehrambenih sirovina donosi *el niño*

Priredili: Jakob Feveile Adolfsen i Marie-Sophie Lappe

Gotovo siguran dolazak fenomena *el niño* koji se očekuje krajem 2023.

podrazumijeva rizike za globalne cijene prehrambenih sirovina. U lipnju je američka nacionalna uprava za oceane i atmosferu (NOAA) objavila da su se pojavili preduvjeti za razvoj fenomena *el niño*, pri čemu je izgledno da će do epizode tog fenomena doći krajem ove godine. Pojava fenomena *el niño* definira se kao vrijednost tromjesečnoga pomičnog prosjeka temperature površine oceana u srednjem i istočnom tropskom Tihom oceanu koja je najmanje 0,5 Celzijevih stupnjeva viša od tridesetogodišnjeg prosjeka tijekom pet uzastopnih preklapajućih tromjesečnih razdoblja zaredom.¹ Najnovija vremenska prognoza upućuje na vjerojatnost od 99 % da će u posljednjem tromjesečju 2023. doći do pojave fenomena *el niño* i vjerojatnost od 66 % da će fenomen biti snažan, što podrazumijeva temperaturno odstupanje od najmanje 1,0 Celzijeva stupnja iznad praga od 0,5 Celzijevih stupnjeva kojim se definira fenomen (Grafikon A).² Ovogodišnja epizoda fenomena *el niño* odstupanje je od posljednje tri godine, kad je dominirao hladniji pandan fenomenu *el niño*, *la niña*.³ Izgledno je da će *el niño* utjecati na ekvatorijalne i globalne zalihe i cijene hrane jer utječe na meteorološka kretanja diljem svijeta. U ovom okviru razmatraju se izgledni učinci fenomena *el niño* na globalne prehrambene sirovine i analiziraju rizici za cijene prehrambenih sirovina u slučaju da fenomen bude snažan. U ovom okviru fokus je uglavnom na utjecaju snažnog fenomena *el niño*, koji bi mogao pojačati učinke na cijene prehrambenih sirovina u sljedećoj godini, no različite studije dokazuju da bilo kakva pojava

¹ U skladu s definicijom NOAA-e *el niño* je topla faza oscilacije u ekvatorijalnom Tihom oceanu (koja se također naziva *el niño* – Južna oscilacija). U neutralnoj fazi oscilacije pasati, trajni vjetrovi koji oko ekvatora pušu od istoka prema zapadu, guraju toplu vodu od Južne Amerike prema Aziji, gdje ona lakše isparava. To dovodi do uzdizanja dubinskih slojeva vode, pri čemu se duboka, hladna voda uzdiže na površinu oceana i zamjenjuje toplu vodu. Tijekom fenomena *el niño* pasati se usporavaju, a topla voda vraća se prema Južnoj Americi, što dovodi do slabljenja ili čak prestanka uzdizanja dubinskih hladnih slojeva vode.

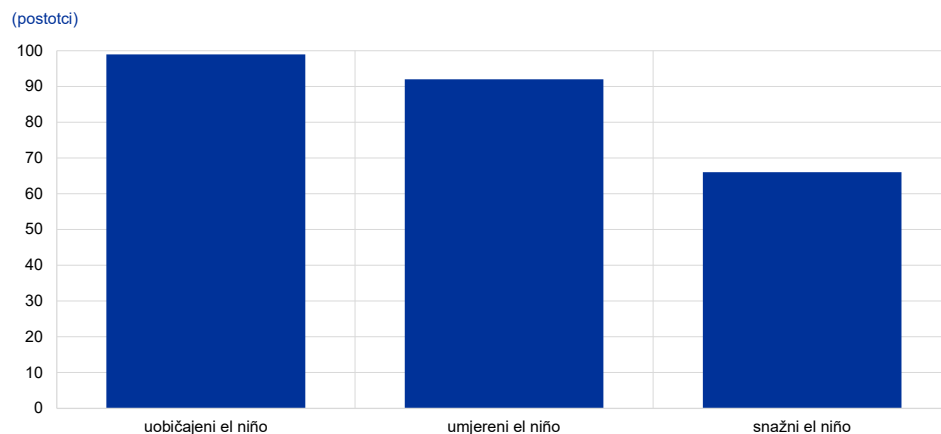
² Povijesno gledano, od 1950. godine osam je od ukupno 23 epizode fenomena *el niño* bilo okarakterizirano kao snažno.

³ Definicija fenomena *la niña* slična je definiciji fenomena *el niño*, no podrazumijeva negativne anomalije u temperaturama površine oceana. Fazu fenomena *la niña* uzrokuju pasati koji su jači nego što je uobičajeno, zbog čega se pojačava uzdizanje dubinskih, hladnih slojeva vode.

preduvjeta za razvoj fenomena *el niño* povećava izgleda za utjecaj na globalne prehrambene sirovine bez obzira na intenzitet fenomena.⁴

Grafikon A

Vjerojatnosti pojave fenomena *el niño* u četvrtom tromjesečju 2023.



Izvor: Američka nacionalna uprava za oceane i atmosferu (NOAA)
Napomene: NOAA definira uobičajenu pojavu fenomena *el niño* kao povećanje temperature površine oceana od najmanje 0,5 Celzijevih stupnjeva iznad dugoročnog prosjeka. „Umjereni *el niño*” prema definiciji podrazumijeva povećanje temperature od najmanje 1,0 Celzijeva stupnja, a „snažni *el niño*” povećanje temperature od najmanje 1,5 Celzijevih stupnjeva. Posljednji podatci odnose se na 10. kolovoza 2023.

Izgledno je da će složeni meteorološki učinci koji proizlaze iz fenomena *el niño* utjecati na prehrambene usjeve diljem svijeta, posebice uz ekvator. *El niño* je

povezan s većom učestalošću ekstremnih vremenskih pojava. Postoje značajne regionalne razlike među takvim pojavama. Primjerice, *el niño* obično dovodi do toplinskih udara popraćenih jakom kišom u Južnoj Americi i južnim američkim saveznom državama, dok u sjevernim američkim saveznom državama uzrokuje sušu. Složenost klimatskih obrazaca koji na taj način nastaju upućuje na to da *el niño* na različite načine utječe na prinos usjeva, ovisno o poljoprivrednoj kulturi, sezoni uzgoja i regiji. Usto je izgledno da će se učinci na prinose usjeva razlikovati u različitim ciklusima fenomena *el niño*. Procjene povijesnih učinaka fenomena *el niño* na prinose usjeva pokazuju da se učinak razlikuje među različitim poljoprivrednim kulturama, čak i unutar iste države. Primjerice, epizode fenomena *el niño* obično su u SAD-u popraćene obilnijim žetvama soje, ali imaju negativni učinak na prinos pšenice i kukuruza.⁵ Nadalje, iako je *el niño* u prošlosti pozitivno utjecao na prinos

⁴ U ovom okviru fokus je na međunarodnim cijenama prehrambenih sirovina, a ne na potrošačkim cijenama hrane u europodručju, u odnosu na koje se očekuje slabiji utjecaj. Peersman (2022.) dokazuje da se promjenama u međunarodnim cijenama prehrambenih sirovina može objasniti gotovo 30 % kolebljivosti inflacije u europodručju u srednjoročnom razdoblju. Vidi Peersman, G., „[International Food Commodity Prices and Missing \(Dis\)Inflation in the Euro Area](#)”, *The Review of Economics and Statistics*, sv. 104, br. 1, 2022., str. 85. – 100. Subvencije koje se domaćim proizvođačima odobravaju u okviru zajedničke poljoprivredne politike EU-a djelomično ublažavaju učinke promjena međunarodnih cijena prehrambenih sirovina na potrošačke cijene hrane u europodručju. Vidi, primjerice, Ferrucci, G., Jiménez-Rodríguez, R. i Onorante, L., „[Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-linearities and the Role of the Common Agricultural Policy](#)”, *International Journal of Central Banking*, sv. 8, br. 1, 2012., str. 179. – 217.

⁵ Usjevima soje u SAD-u uglavnom su pogodovali povoljni ljetni uvjeti uzgoja na Srednjem zapadu, dok su toplinski udari i suše uništili usjeve u Aziji. Na usjeve kukuruza u SAD-u uglavnom negativno utječu suhi uvjeti u jugoistočnim saveznom državama kakve obično uzrokuje *el niño*.

soje u SAD-u i Južnoj Americi, u Aziji obično dovodi do slabijeg prinosa soje.⁶ Takvi složeni učinci izazov su za predviđanje posljedica fenomena *el niño* za globalne cijene prehrambenih sirovina. Supstitucija među prehrambenim sirovinama dodatno komplicira učinke na cijene. Poljoprivrednici do određene mjere smatraju soju i kukuruz međusobnim supstitutima i povremeno prelaze s uzgoja jedne kulture na drugu, ovisno o aktualnim terminskim cijenama. To upućuje na to da bi se potencijalno smanjenje usjeva kukuruza moglo prelići na cijene soje, dok bi se učinci na cijene kukuruza donekle mogli ublažiti spomenutim učinkom supstitucije. Osim toga, epizode fenomena *el niño* 1982. i 1983. godine dovele su do smanjenja populacije riba u Aziji i Australiji, što je dovelo do supstitucije potražnje za ribom potražnjom za sojom u svrhu hranidbe stoke.⁷ Zbog opisane složenosti i činjenice da je prinos usjeva samo jedan od činitelja koji utječu na globalne cijene prehrambenih sirovina izravna ekstrapolacija učinaka povezanih s prinosima usjeva na cjenovne učinke dovela bi do pogrešnih zaključaka.

Povijesne analize upućuju na to da uobičajena pojava fenomena *el niño* obično utječe na rast globalnih cijena prehrambenih sirovina. Različite studije analiziraju učinak fenomena *el niño* na globalne cijene prehrambenih sirovina. Prema Brenneru (2002.) gotovo 20 % kretanja inflacije globalnih cijena sirovina od 1963. povezano je s oscilacijom *el niño*, a uobičajena pojava fenomena *el niño* obično podiže realnu inflaciju cijena sirovina za oko 3 % u razdoblju od 6 do 12 mjeseci nakon pojave, pri čemu prehrambene sirovine daju najjači doprinos.⁸ Cashin i dr. (2017.) dokumentirali su varijacije u utjecaju šokova povezanih s fenomenom *el niño* na gospodarsku aktivnost u različitim državama u razdoblju od 1972., iz čega je vidljivo da je većina zemalja zabilježila povećanje u cijenama sirovina bez energije.⁹ Općenito, došli su do zaključka da je *el niño* uzrokovao povećanje globalnih cijena sirovina bez energije za oko 5 % i da je taj utjecaj trajao od 6 do 16 mjeseci.¹⁰ Drugi nalazi upućuju na to da inflacija snažnije reagira na pojavu fenomena *el niño* u državama koje imaju veći ponder hrane u indeksu inflacije. Prema tim studijama epizoda fenomena *el niño* bilo kakve jačine ima značajne učinke na cijene prehrambenih sirovina i općenito podiže cijene.

Globalne cijene prehrambenih sirovina mogle bi porasti do 9 % ako se na temelju trenutanih uvjeta razvije snažan *el niño*. Preduvjeti za razvoj fenomena *el niño* već su stvoreni i gotovo je sigurno da će 2023. biti godina u kojoj će se taj

⁶ Na temelju Iizumi, T., Luo, J. J., Challinor, A.J., Sakurai, G., Yokozawa, M., Sakuma, H., Brown, M. E. i Yamagata, T., „Impacts of El Niño Southern Oscillation on the global yields of major crops”, *Nature Communications*, 5, br. 3712, 2014.

⁷ Vidi Brenner, A. D., „El Niño and World Primary Commodity Prices: Warm Water or Hot Air?”, *The Review of Economics and Statistics*, sv. 84, br. 1, 2002., str. 176. – 183.

⁸ Brenner, A. D., *op. cit.*

⁹ Cashin, P., Mohaddes, K. i Raissi, M., „Fair weather or foul? The macroeconomic effects of El Niño”, *Journal of International Economics*, sv. 106, 2017., str. 37. – 54.

¹⁰ Cashin i dr., *ibid.*, rabe mjeru koja se ne temelji na temperaturi, zbog čega nije moguća klasifikacija epizode fenomena *el niño* prema jačini. Uz učinak na cijene prehrambenih sirovina, dokazano je da i cijene metala također pridonose povećanju cijena sirovina bez energije, uglavnom zbog toga što ekstremne vremenske pojave utječu na rudarsku djelatnost, za što je primjer Čile. Vidi Cashin, P., Mohaddes, K. and Raissi, M., „El Niño: Good Boy or Bad?”, *Finance and Development*, sv. 53, br. 1, 2016., str. 30. – 33.

fenomen pojaviti, no još je vrlo neizvjesno koliko će pojava biti snažna.¹¹ Povijesne procjene, u kojima su kontrolirana kretanja globalnih poslovnih ciklusa i cijene gnojiva i energenata, upućuju na to da bi povećanje temperatura površine oceana koje odgovara prijelazu fenomena *el niño* iz uobičajenog u snažni podiglo globalne cijene prehrambenih sirovina tijekom razdoblja do dvije godine, pri čemu bi vrhunac povećanja od 9 % nastupio 16 mjeseci nakon početka snažne epizode fenomena *el niño* (Grafikon B, panel a). Takve procjene proizlaze iz povećanih rizika i potencijalnog jačanja ekstremnih vremenskih pojava koje podrazumijeva snažni *el niño* u odnosu na uobičajeni *el niño*. Rizici povećanja cijena prehrambenih sirovina koji proizlaze iz razvoja snažnog fenomena *el niño* posebno su izraženi za soju, kukuruz i rižu, dok su očekivani učinci povećanja na cijene manje značajni za pšenicu te gotovo jednaki nuli za kavu i kakao (Grafikon B, panel b).

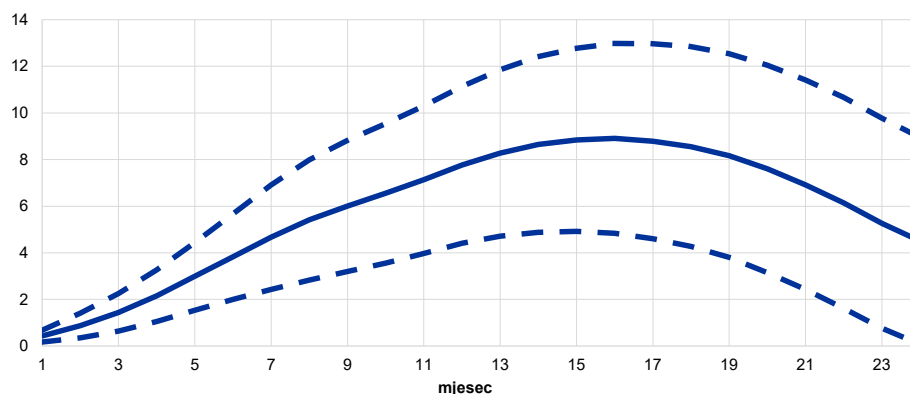
¹¹ Razlika između uobičajene pojave fenomena (anomalija od 0,5 Celzijevih stupnjeva) i snažne pojave fenomena *el niño* (1,5 Celzijevih stupnjeva) iznosi 1,0 Celzijev stupanj. Za trenutačne vjerojatnosti razvoja fenomena *el niño* vidi Grafikon A.

Grafikon B

Procijenjeni učinci na globalne cijene prehrambenih sirovina u slučaju prijelaza iz uobičajene pojave fenomena *el niño* u snažnu

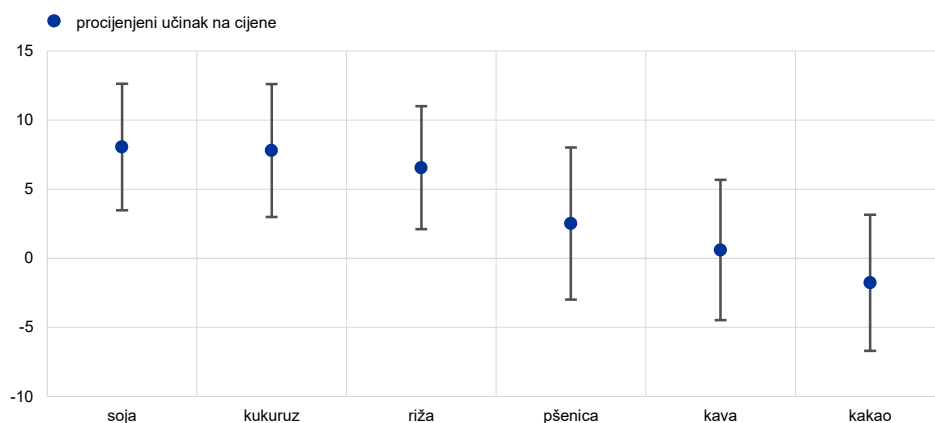
a) učinci na cijene nakon početka snažne epizode fenomena *el niño*

(promjene u postotcima)



b) učinci na cijene odabranih prehrambenih sirovina

(promjene u postotcima)



Izvori: Haver, NOAA i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Procijenjeni učinci na cijene pokazuju utjecaj povećanja temperature površine oceana od 1,0 Celzijeva stupnja tijekom fenomena *el niño*, pri čemu se kontroliraju cijene gnojiva i nafte kao ulazni troškovi u proizvodnji hrane i globalna industrijska aktivnost kao pokazatelj globalnoga poslovnog ciklusa. Funkcije impulsnog odziva procijenjene su uz primjenu lokalnih projekcija u skladu s Jordá, O., „Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections”, sv. 95, br. 1, 2005., str. 161. – 182. Grafikoni prikazuju intervale pouzdanosti od 68 %. Panel b) prikazuje procijenjeni učinak na cijene nakon 16 mjeseci na temelju vrhunca reakcije agregata cijena prehrambenih sirovina iz panela a). Posljednji podatci odnose se na travanj 2023.

Financijska tržišta uzimaju u obzir buduća povećanja cijena, ali i povećanu neizvjesnost glede cijena.

Obuhvaćanje kretanja povezanih s fenomenom *el niño* povećava preciznost prognoza buduće kolebljivosti cijena prehrambenih sirovina.¹² Iz toga slijedi da bi trgovci izvedenicama vezanima uz sirovine mogli uzimati u obzir prognozu razvoja fenomena *el niño* pri trgovanju na tržištima ročnica. Terminske cijene triju glavnih kultura žitarica (soje, kukuruza i pšenice) povećale su se u tjednu nakon objave NOAA-e od 8. lipnja o pojavi preduvjeta za razvoj fenomena *el niño* uz vjerojatnost razvoja snažne epizode fenomena krajem tekuće godine od oko 50 %

¹² Su i dr. pokazuju da obuhvaćanje kretanja povezanih s fenomenom *el niño* poboljšava prognoziranje buduće kolebljivosti cijena na američkom tržištu žitarica. Vidi Su, Y., Liang, C., Zhang, L. i Zeng, Q., „Uncover the response of the U.S. grain commodity market on El Niño–Southern Oscillation”, *International Review of Economics & Finance*, sv. 81, 2022., str. 98. – 112.

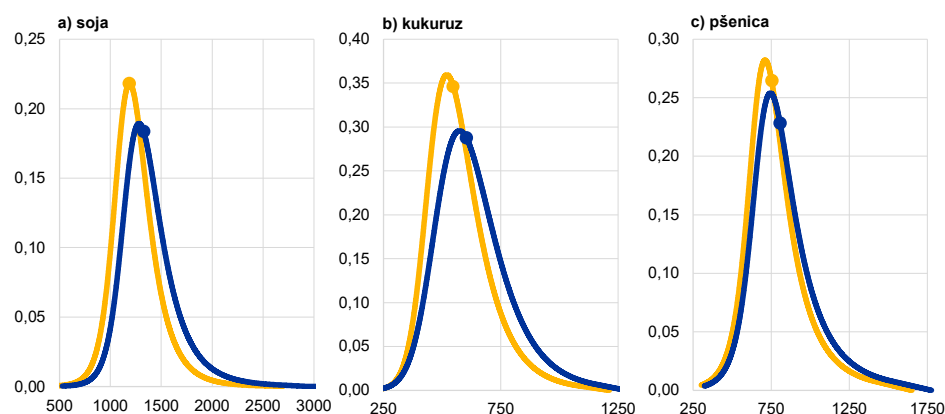
(Grafikon C).¹³ Došlo je do znatnog povećanja razine cijena i neizvjesnosti glede cijena soje i kukuruza u ljeto 2024. Cijene soje porasle su za 12 %, a cijene kukuruza za 10 %, dok se standardna devijacija distribucija povećala za 24 % u odnosu na soju i 23 % u odnosu na kukuruz. Prema tržišnim analitičarima spomenuta kretanja prije svega odražavaju nepovoljna meteorološka kretanja na sjevernoj hemisferi početkom lipnja, pri čemu razvoj fenomena *el niño* dovodi do dodatne neizvjesnosti u odnosu na izgleda usjeva. Učinak na pšenicu, koja je povijesno bila manje osjetljiva na pojave fenomena *el niño*, bio je manji, pri čemu su cijene porasle za 7 %, a standardna devijacija za 13 %. Općenito gledano, promjene u distribucijama cijena impliciranih u opcijama odražavaju potencijalne pritiske na povećanje cijena prehrambenih sirovina i povećanu neizvjesnost glede cijena uzrokovanu tekućim kretanjima vezanima uz *el niño*.

Grafikon C

Distribucije cijena impliciranih u opcijama prije i nakon najave fenomena *el niño*

(osi x: USD po bušelu, osi y: postotci)

- distribucije cijena prije najave fenomena *el niño*
- terminske cijene prije najave fenomena *el niño*
- distribucije cijena nakon najave fenomena *el niño*
- terminske cijene nakon najave fenomena *el niño*



Napomene: Rizično neutralne distribucije implicirane u opcijama izračunate su prema Black, F. i Scholes, M., „The Pricing of Options and Corporate Liabilities”, *Journal of Political Economy*, sv. 81, br. 3, 1973., str. 637. – 654., na temelju ročnica za soju, kukuruz i tvrdu crvenu zimsku pšenicu na burzi robe Chicago Board of Trade u srpnju 2024. Prekonoćne kamatne stope razmjene rabe se kao ulazni podatci za nerizičnu kamatnu stopu. Neizvjesnost cijena mjeri se širinom distribucija impliciranih u opcijama. Krajnji su datumi za razdoblja prije i poslije najave fenomena *el niño* 7. srpnja 2023. i 16. lipnja 2023.

¹³ Ponderi soje, kukuruza i pšenice u indeksu hrane i pića Instituta za međunarodnu ekonomiju u Hamburgu (HWWI) iznose (na temelju uvoza zemalja europske monetarne unije) redom: 14 %, 14 % i 8 %.

2. Koju ulogu imaju učinci ponovnog otvaranja među državama i sektorima?

Priredili: Niccolò Battistini, Alina Bobasu i Johannes Gareis

U ovom se okviru analizira nedavna disperzija gospodarske aktivnosti među državama i sektorima te se procjenjuje uloga koju su imali učinci ponovnog otvaranja nakon ukidanja ograničenja povezanih s pandemijom bolesti COVID-19 prošle godine. Rast proizvodnje u europodručju znatno je oslabio od početka 2022., što je popraćeno opadajućom, ali postojanom disperzijom rasta među državama i sektorima. Navedena postojana disperzija rasta odražava dvije brzine gospodarstva, s jedne strane s relativno potisnutim rastom u prerađivačkoj industriji, djelomično uvjetovanim slabijom globalnom potražnjom i pooštrenim uvjetima financiranja u europodručju, i s druge strane s relativno snažnim rastom usluga potpomognutim učincima ponovnog otvaranja. Međutim, nedavni anketni podatci upućuju na mogućnost sužavanja spomenute disperzije u bližoj budućnosti: dok impuls učinaka ponovnog otvaranja slabi, širenje djelovanja drugih sila među sektorima jača.

Početak 2023. disperzija rasta među državama europodručja još je bila relativno visoka, dok je disperzija rasta među sektorima bila u skladu s razinama zabilježenima prije pandemije. Kako bi bila uzeta u obzir gospodarska veličina država i sektora, disperzija rasta mjeri se ponderiranom standardnom devijacijom godišnjeg rasta (realne bruto) dodane vrijednosti u svim državama (isključujući Irsku) i sektorima europodručja.¹ Obje vrijednosti ostvarile su nezabilježene razine nakon izbijanja bolesti COVID-19, ali su zamjetno pale tijekom 2022., iako ne po istoj stopi (Grafikon A, panel a). U prvom tromjesečju 2023. disperzija rasta među državama ostala je viša nego u razdoblju prije pandemije, dok se disperzija rasta među sektorima vratila na razine zabilježene prije pandemije. Veća disperzija rasta među državama čini se povezanom s kontinuirano višom disperzijom rasta usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima, koje su se smanjile u odnosu na najvišu razinu zabilježenu tijekom razdoblja pandemije, ali su se zadržale na povijesno visokoj razini.² Nasuprot tomu, disperzija rasta među državama u prerađivačkoj industriji vratila se na razine zabilježene prije pandemije.

¹ Vidi okvir pod naslovom „Economic growth in the euro area is broadening“, *Ekonomski bilten*, broj 1, ESB, 2017.

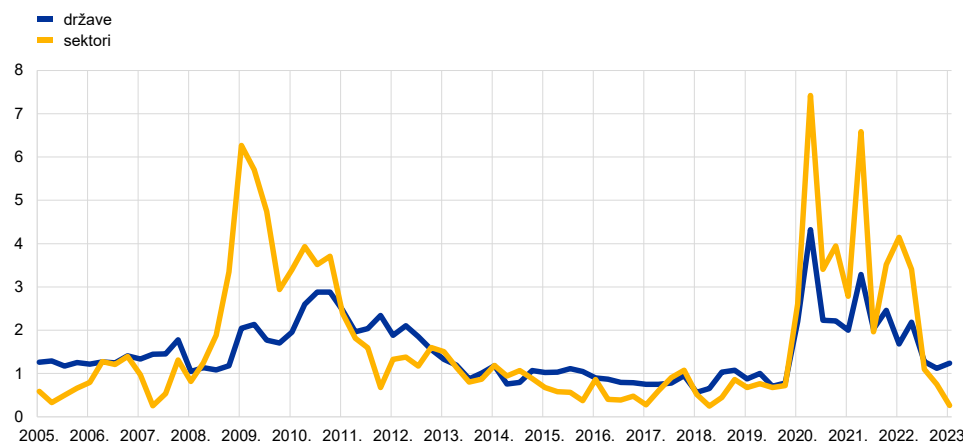
² „Usluge koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima“ skraćeni je naziv koji obuhvaća veleprodaju i prodaju na malo, kao i prijevoz, smještaj te pripremu i posluživanje hrane (u skladu sa statističkom klasifikacijom NACE rev.2).

Grafikon A

Disperzija rasta dodane vrijednosti

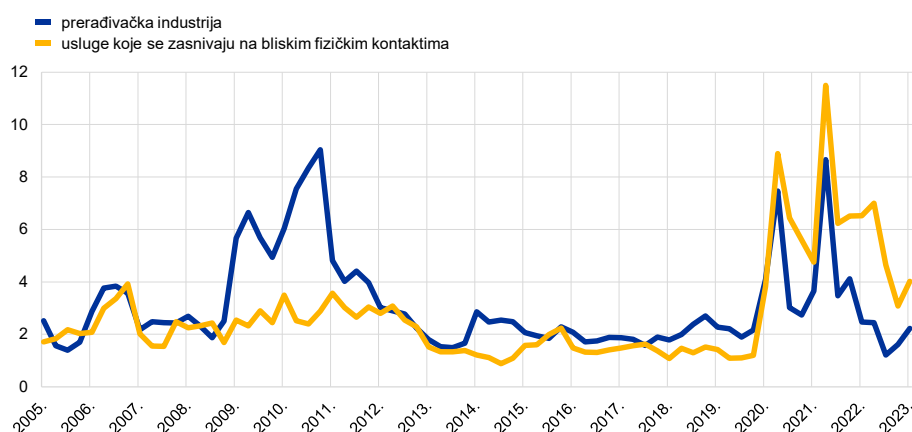
a) Disperzija rasta dodane vrijednosti među državama i sektorima europodručja

(postotni bodovi)



b) Disperzija rasta dodane vrijednosti u prerađivačkoj industriji i uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima među državama europodručja

(postotni bodovi)



Izvori: Eurostat i izračun zaposlenika ESB-a

Napomene: Disperzija rasta među državama mjeri se ponderiranom standardnom devijacijom godišnjeg rasta dodane vrijednosti u svim državama europodručja, isključujući Irsku. Disperzija rasta među državama mjeri se ponderiranom standardnom devijacijom godišnjeg rasta dodane vrijednosti u prerađivačkoj industriji, građevinarstvu, uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima i kombinaciji drugih sektora. Disperzija rasta među državama u prerađivačkoj industriji i uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima mjeri se ponderiranom standardnom devijacijom godišnjeg rasta dodane vrijednosti u svim državama europodručja, isključujući Irsku. Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2023.

U prvom tromjesečju 2023. gospodarski rast i nadalje je bio viši u državama u kojima su usluge koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima važnije za cjelokupno gospodarstvo. Tijekom 2022. proizvodnja usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima snažnije je rastao u državama gdje te usluge sudjeluju u gospodarstvu s većim udjelom. To djelomično odražava obrazac rasta nakon izbijanja pandemije kad su spomenute države iskusile relativno nagli gospodarski pad usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima. Relativno snažan rast usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima u državama u kojima te usluge imaju važniju ulogu nastavio se tijekom prvog tromjesečja 2023., pri čemu je razina usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima u tim državama nadilazila razine zabilježene prije pandemije više nego u onima u kojima su te usluge

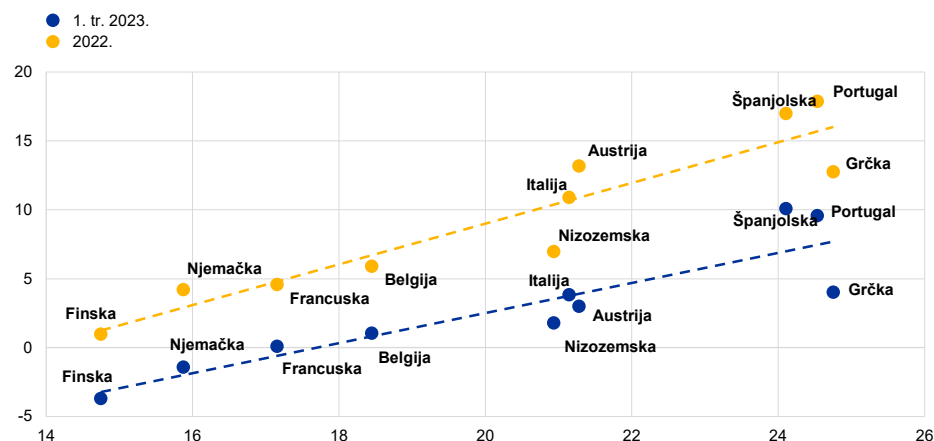
manje važne. To pokazuje da je državama koje su više ovisne o uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima i nadalje uvelike pogodovao poticaj rasta u tom sektoru, što je također dovelo do relativno jačega ukupnog rasta dodane vrijednosti (Grafikon B, panel b). S druge strane, države koje više ovise o prerađivačkoj industriji uglavnom su zabilježile slabiji rast ukupne dodane vrijednosti u prvom tromjesečju 2023, što je odraz donekle slabijeg rasta prerađivačke industrije u usporedbi s uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima. Međutim, rast prerađivačke industrije u državama europodručja bio je znatno ravnomjernije raspoređen, što upućuje na to da su trenutna pokretači prerađivačke industrije mnogo ravnomjernije raspoređeni među državama europodručja nego pokretači usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima.

Grafikon B

Odnos između veličine sektora usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima i rasta usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima i ukupna dodana vrijednost među državama europskog područja.

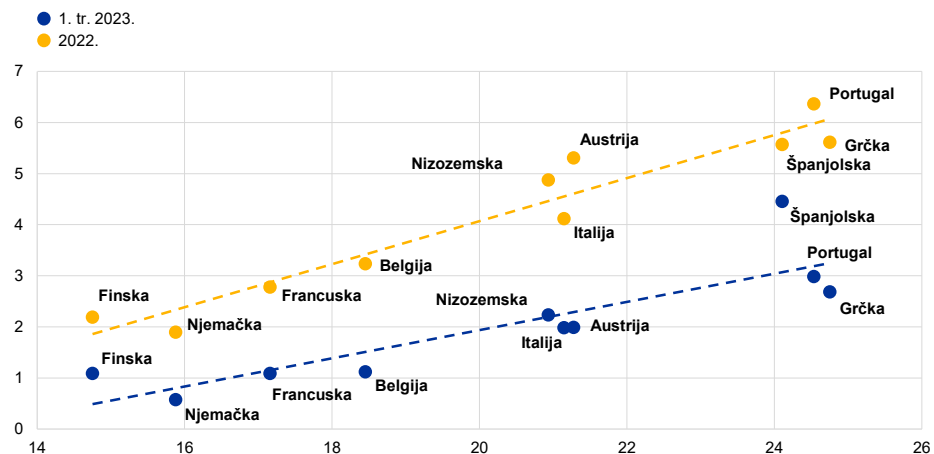
a) Veličina sektora usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima i rast dodane vrijednosti usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima

(horizontalna os: prosječni udio dodane vrijednosti usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima u ukupnoj dodanoj vrijednosti u 2022., vertikalna os: godišnji rast ukupne dodane vrijednosti usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima)



b) Veličina sektora usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima i ukupan rast dodane vrijednosti

(horizontalna os: prosječni udio dodane vrijednosti usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima u ukupnoj dodanoj vrijednosti u 2022., vertikalna os: godišnji rast ukupne dodane vrijednosti)



Izvori: Eurostat i izračun zaposlenika ESB-a

Napomene: Prikaz pokazuje deset najvećih država europskog područja (isključujući Irsku) – koje je važno kontrolirati jer su njihovi rezultati važni za europsko područje u cjelini – u skladu s izračunom disperzije rasta dodane vrijednosti (Grafikon A). Linije linearnog trenda prikazane su isprekidanim linijama. Godišnje stope rasta za 2022. odnose se na godišnje prosjeke tromjesečnih godišnjih stopa rasta u 2022.

Empirijski model pokazuje da neočekivane promjene ograničenja mobilnosti neproporcionalno utječu na usluge koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima u usporedbi s prerađivačkom industrijom. Učinak ponovnog otvaranja gospodarstva na rast dodane vrijednosti u prerađivačkoj industriji i uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima kvantificira se procijenjenim modelom bajesovske vektorske autoregresije, na osnovi podataka za europsko područje u razdoblju od prvog tromjesečja 1999. do prvog tromjesečja 2023. U modelu se rabi kompozitni Googleov indeks mobilnosti (GMI) za mjerenje učinaka

zatvaranja povezanih s pandemijom te naknadnoga ponovnog otvaranja gospodarstva dobrovoljnim i nehotičnim promjenama mobilnosti. Model uključuje navedeni indeks zajedno s Indeksom pritisaka na globalne opskrbne lance Banke federalnih rezervi New York (pokazatelj inozemne potražnje u europodručju), cijene energije, dodanu vrijednost u prerađivačkoj industriji, u uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima i u kombinaciji drugih sektora, deflator privatne potrošnje, kamatnu stopu i tečaj. Modelom se utvrđuju ograničenja povezana s pandemijom i naknadni šokovi ponovnog otvaranja (tj. šokovi izazvani pandemijom) tako što se pretpostavlja da neočekivane promjene Googleova indeksa mobilnosti imaju izravan učinak na prerađivačku industriju i usluge koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima.³ Rezultati pokazuju da neočekivano smanjenje Googleova indeksa mobilnosti (tj. šok ograničenja povezanih s pandemijom) dovodi do znatnog smanjenja aktivnosti i u prerađivačkoj industriji i u uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima, pri čemu je smanjenje veće u potonjima. Jednako tako, neočekivano povećanje Googleova indeksa mobilnosti (tj. šok ponovnog otvaranja) uzrokuje veće povećanje u uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima nego u prerađivačkoj industriji (Grafikon C, panel a).

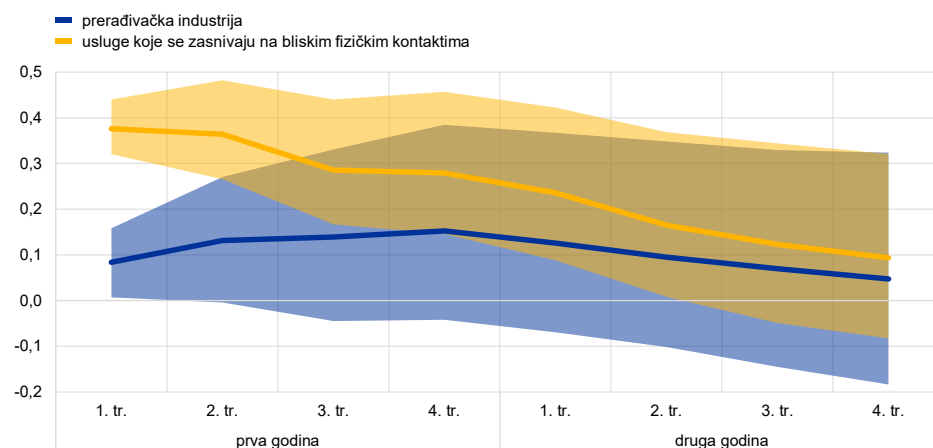
³ To se postiže Choleskijevom dekompozicijom u kojoj je Googleov indeks mobilnosti postavljen nakon globalnih varijabli i prije varijabli specifičnih za europodručje. U model su uključena četiri odnosa za svaku varijablu, pri čemu su sve varijable u logaritmicima (osim Googleova indeksa mobilnosti i kamatnih stopa) i kontrole za iznimno visoku kolebljivost podataka iz razdoblja od prvog do trećeg tromjesečja 2020. 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. U vezi s indeksom pritisaka na globalne opskrbne lance vidi Benigno, G., di Giovanni, J., Groen, J. i Noble, A., „A New Barometer of Global Supply Chain Pressures”, *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, siječanj 2022. Googleov indeks mobilnosti dostupan je za razdoblje od siječnja 2020. do listopada 2022.: pretpostavlja se da je jednak nuli za druga razdoblja u uzorku, što osobito upućuje na to da nakon listopada 2022. nema ograničenja mobilnosti.

Grafikon C

Dodana vrijednost u prerađivačkoj industriji i uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima

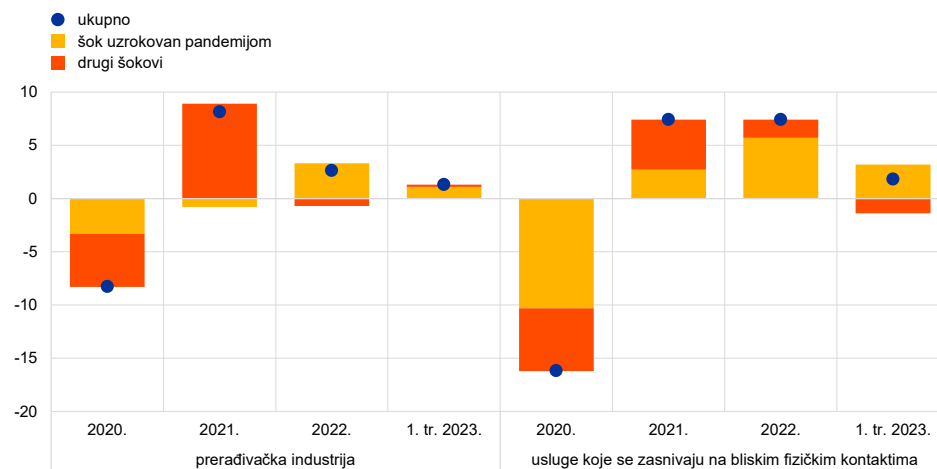
a) Učinak neočekivanog povećanja kompozitnoga Googleova indeksa mobilnosti na aktivnost u prerađivačkoj industriji i uslugama koje se zasnivaju na bliskim kontaktima

(postotci)



b) Procijenjeni pokretači rasta dodane vrijednosti u prerađivačkoj industriji i uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima

(godišnje promjene u postotcima i doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat, Google, Banka federalnih rezervi New York i izračun zaposlenika ESB-a

Napomene: Rezultati se zasnivaju na bajesovskim modelima vektorske autoregresije u europodručju. Šokovi povezani s pandemijom utvrđeni su Choleskijevom dekompozicijom s pretpostavkom da neočekivane promjene kompozitnoga Googleova indeksa mobilnosti imaju izravan učinak na prerađivačku industriju i usluge koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima. Panel a) prikazuje učinke neočekivanog povećanja Googleova indeksa mobilnosti (tj. šok ponovnog otvaranja). Učinci neočekivanog smanjenja Googleova indeksa mobilnosti (tj. šok ograničenja povezanih s pandemijom) simetrični su. Osjenčana područja panela a) odnose se na devedesetpostotne intervale pouzdanja. U panelu b) nije prikazan procijenjeni doprinos konstantnog pojma (tj. porast trenda). Štoviše, godišnje stope rasta za 2020., 2021. i 2022. odnose se na godišnje prosjeke tromjesečne godišnje stope rasta. Sve stope rasta izračunate su logaritmicima.

Učinci ponovnog otvaranja nastavili su biti važan pokretač razlika u rastu između prerađivačke industrije i usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima u prvom tromjesečju 2023., ali su oslabjeli ukupno gledajući u odnosu na 2022. Raščlamba rasta dodane vrijednosti u prerađivačkoj industriji i uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima zasnovana na modelu upućuje na razlike među sektorima kad je riječ o ulozi učinaka koje su šokovi povezani s pandemijom imali u razlikama sektorskih rezultata od 2020., pri čemu su zatvaranje i naknadno ponovno otvaranje gospodarstva imali veći učinak na usluge

koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima (Grafikon C, panel b). Početkom 2023. učinci ponovnog otvaranja još su bili prisutni iako je njihov doprinos impulsu rasta i u prerađivačkoj industriji i u uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima bio manji nego 2022. Istodobno, drugi šokovi počeli su se širiti na usluge koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima, a imati manji učinak na prerađivačku industriju. Navedeno je u skladu sa smanjenjem ograničenja na strani ponude. Međutim, moguće je da je to neutralizirano slabijom globalnom i domaćom potražnjom, kao i pooštrenim uvjetima financiranja u europodručju.⁴

Tijekom 2023. učinci otvaranja gospodarstva mogli bi nastaviti slabjeti, a drugi činitelji postati istaknutijima. Radi postupnog slabljenja učinaka otvaranja gospodarstva, kao i širenja drugih sila na razini cijeloga gospodarstva, kao što su stroži uvjeti financiranja, zamah u prerađivačkoj industriji i uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima vjerojatno će oslabjeti u bliskoj budućnosti, dovodeći do smanjenja disperzije rasta među sektorima. Očekuje se da će slabiji poticaj rastu u uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima također dovesti do smanjenja disperzija rasta dodane vrijednosti u uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima, kao i u ukupnoj gospodarskoj aktivnosti, među državama. Općenito gledajući, ovo smanjenje disperzije rasta među sektorima i državama odražava slabije izgleda za gospodarsku aktivnost u kratkoročnom razdoblju, što se vidi u makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje za rujun 2023.

⁴ S druge strane, bolju otpornost i brži oporavak prerađivačke industrije nakon izbijanja pandemije može se objasniti drugim šokovima, što je u skladu s ranim i snažnim oporavkom globalne potražnje za proizvedenim dobrima. Međutim, to još nije u potpunosti doprilo do aktivnosti u prerađivačkoj industriji zbog poremećaja u opskrbnim lancima i, kasnije, učinka energetske krize. Iako je pomak u globalnoj potražnji s usluga na robu povezan s pandemijom, to nije samo po sebi obuhvaćeno utvrđenim šokovima uzrokovanim pandemijom s obzirom na to da ti šokovi mjere neočekivane promjene u mobilnosti ljudi te ne odražavaju nužno promjene u njihovim potrošačkim sklonostima. Međutim, slabija reakcija prerađivačke industrije u odnosu na usluge koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima na neočekivane promjene mobilnosti može donekle biti povezana s premještanjem potrošnje s usluga na dobra, objašnjavajući time djelomično slabiji učinak šoka mobilnosti na dodanu vrijednost u prerađivačkoj industriji u odnosu na dodanu vrijednost u uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima.

3. Radna snaga europodručja: najnovija kretanja i pokretači

Priredili: Agostino Consolo, António Dias da Silva, Catalina Martínez Hernández i Marco Weißler

Jedno od zamjetljivih nedavnih kretanja na tržištu rada europodručja snažan je oporavak radne snage. U posljednjih godinu i pol glavni je izvor rasta zaposlenosti snažan priljev osoba koje su se priključile radnoj snazi, a ne snažno smanjenje nezaposlenosti. U ovom okviru daje se pregled najnovijih kretanja radne snage u europodručju na osnovi podataka Eurostata i ESB-ove ankete o očekivanjima potrošača. Također se analiziraju pokretači radne snage u europodručju primjenom bayesovske vektorske autoregresije mješovite frekvencije (MF-BVAR) kako bi se razlikovali različiti činitelji koji usmjeravaju dinamiku kretanja radne snage.¹

Radna je snaga dosegla razinu višu od one zabilježene prije pandemije, ostvarenu krajem 2022. U posljednje vrijeme ponovno se približila svome dugoročnom trendu zabilježenom u razdoblju prije pandemije (Grafikon A), zahvaljujući osobito doprinosu stranih radnika.² Razlika između kratkoročnih i dugoročnih trendova zabilježenih u razdoblju prije pandemije obuhvaća promjenu u porastu stanovništva, koji se znatno usporio od 2008. U lipnju 2023. radna snaga, izvedena iz mjesečnih podataka o nezaposlenosti, bila je oko 3,8 milijuna veća od razine zabilježene u siječnju 2020. Detaljni tromjesečni podatci iz ankete o radnoj snazi upućuju na to da su radnici migranti, posebno oni koji su stigli s područja izvan Europske unije, imali važnu ulogu u dinamici kretanja radne snage tijekom pandemije bolesti COVID-19. U prvoj fazi pandemije, od četvrtog tromjesečja 2019. do četvrtog tromjesečja 2020., strana radna snaga razmjerno se smanjivala više (2,0 %) od ukupne radne snage (1,2 %). Nasuprot tome, od prvog tromjesečja 2021. do prvog tromjesečja 2023. na strane se radnike odnosilo 41 % povećanja radne snage, pri čemu je njihov udio porastao s 10,3 % na 11,4 % tijekom tog razdoblja.

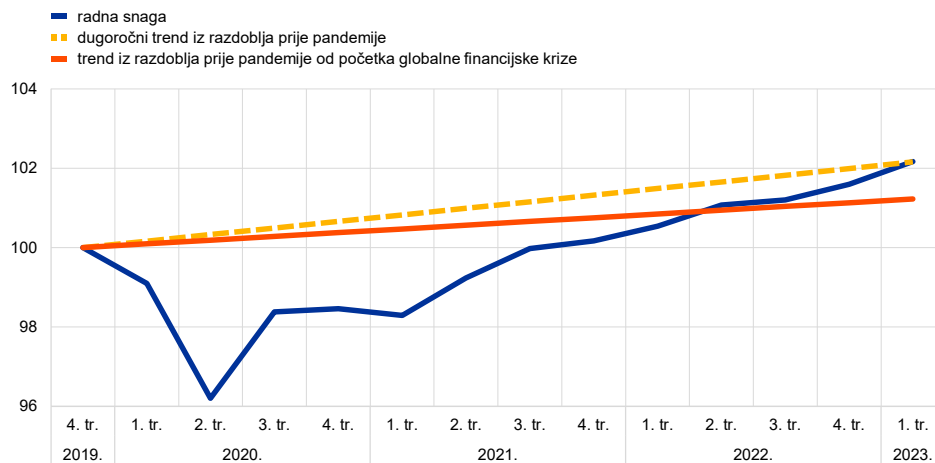
¹ Osim analize kretanja radne snage, sveobuhvatna analiza implikacija rasta zaposlenosti na pooštavanje uvjeta na tržištu rada i rast plaća treba uzeti u obzir sektorske dimenzije tržišta rada i doprinos prosječnog broja odrađenih sati (intenzivna marža). Vidi, na primjer, „[More jobs but fewer working hours](#)”, *ESB-ov blog*, 7. lipnja 2023., o razlikama između zaposlenosti i ukupnog broja odrađenih sati te važne uloge koju su prosječni odrađeni sati imali tijekom pandemije i energetske krize. Vidi „[The role of public employment during the COVID-19 crisis](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB, 2022.

² Povećanje radne snage u europodručju nije bilo homogeno u svim sociodemografskim skupinama. Primjerice, stope sudjelovanja niskokvalificiranih radnika u najproduktivnijoj dobi slabije su se oporavile od početka pandemije (vidi Grafikon 9. u članku „[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB, 2020.).

Grafikon A

Radna snaga u europodručju i linearni trendovi u razdoblju prije pandemije

(indeks: 1. tr. 2019. = 100)



Izvori: Eurostat, baza podataka ESB-ova modela za europodručje i izračun autora

Napomene: Dugoročni trend iz razdoblja prije pandemije obuhvaća razdoblje od 1995. do 2019., a trend iz razdoblja prije pandemije od početka globalne financijske krize obuhvaća razdoblje od 2009. do 2019. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2023.

Posljednjih godina, sve je veći broj novozaposlenih u europodručju koji su prethodno bili neaktivni.

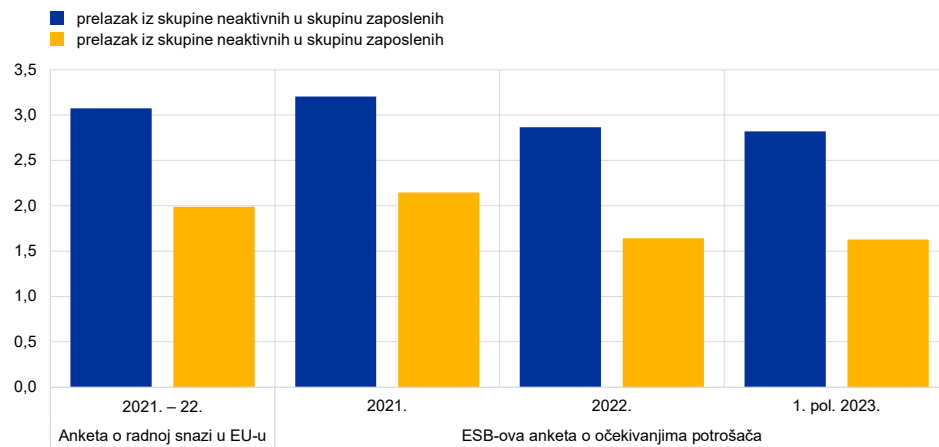
Prelasci iz skupine neaktivnih osoba u zaposlene osobe bili su glavni pokretač rasta zaposlenosti. Prema CES-ovim podatcima prelasci iz skupine nezaposlenih u zaposlene činili su 1,6 % ukupne zaposlenosti, a prelasci iz skupine neaktivnih u zaposlene činili su 2,8 % (Grafikon B). To upućuje na zaključak da je samo oko 37 % novih zaposlenika u prvoj polovini 2023. u prethodnom tromjesečju bilo nezaposleno. Navedeno je u skladu s Eurostatovim podatcima koji prikazuju da su prelasci iz nezaposlenih u zaposlene zaslužni za 60 % novozaposlenih u 2022., što je u suprotnosti s razdobljem od 2011. do 2019., kada se na prelascima iz skupine nezaposlenih u zaposlene odnosilo 51 % novozaposlenih.³

³ Uzimajući u obzir sastav prema državi u prelascima na tržištu rada iz Ankete o radnoj snazi, prelasci iz skupine neaktivnih u zaposlene porasli su s 49 % u razdoblju od 2011. do 2019. na 55 % u razdoblju od 2021. do 2022. Porast prelazaka iz skupine neaktivnih u skupinu zaposlenih u odnosu na prelascima iz nezaposlenih u zaposlene možda odražava i nižu stopu nezaposlenosti tijekom nedavnog razdoblja. U razdoblju od 2011. do 2019., prosječna stopa nezaposlenosti bila je 10,2 %, a u razdoblju od 2021. do 2022. iznosila je 7,3 %.

Grafikon B

Prelasci u skupinu zaposlenih

(udio kao postotak zaposlenih)



Izvori: Anketa o radnoj snazi u EU-u i ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača

Napomena: Posljednji podatci odnose se na travanj 2023.

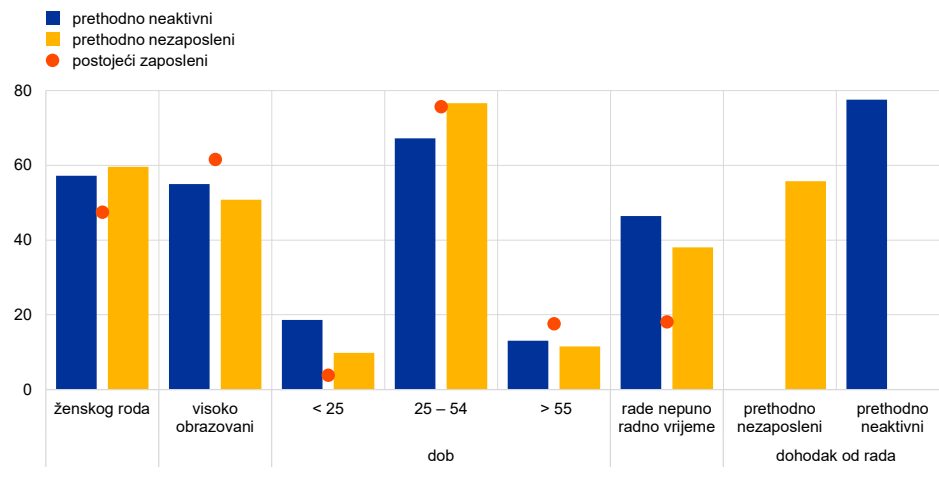
Prema ESB-ovoj anketi o očekivanjima potrošača obilježja se novozaposlenih osoba i postojećih zaposlenih razlikuju, uključujući i njihov dohodak od rada.

Novozaposleni su prosječno mlađi i slabije obrazovani od postojećih zaposlenih (radnici zaposleni prije novih prelazaka). Također je vjerojatnije da su žene zaposlene s nepunim radnim vremenom i da primaju niži dohodak od rada (Grafikon C). Osobe koje su zaposlene iz skupine nezaposlenih ostvaruju otprilike 55 % dohotka od rada koji ostvaruju postojeći zaposleni, dok oni koji su prešli iz skupine neaktivnih u zaposlene ostvaruju dohodak od rada na razini od otprilike 80 % dohotka koji ostvaruju postojeći zaposleni. Obilježja pojedinca i radnog mjesta samo djelomično objašnjavaju zamijećene razlike u dohotku od rada. Međutim, kompozicijski učinci razlika u dohotku od rada koji ostvaruju novozaposleni koji su prešli iz skupine neaktivnih i iz skupine nezaposlenih na kretanja plaća vjerojatno su mali.

Grafikon C

Obilježja novozaposlenih

(udio kao postotak zaposlenih, postotci)



Izvor: ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača

Napomene: Stupci na desnoj strani prikazuju dohodak od rada novozaposlenih u usporedbi s dohotkom od rada postojećih zaposlenih. Posljednji podatci odnose se na travanj 2023.

Veća participacija neaktivnih radnika može ublažiti pooštavanje uvjeta na

tržištu rada. Također će možda pridonijeti smanjenju rasta plaća, ovisno o različitim činiteljima koji pokreću rast radne snage. Ako pomaci u ulaznim stopama budu potaknuti pozitivnim šokovima na strani potražnje (npr. povećanom potražnjom za visokokvalificiranim radnicima), možemo očekivati pritiske na rast plaća postojećih zaposlenih. Međutim, ako ti pomaci budu potaknuti pozitivnim šokovima na strani ponude (npr. priljevom radnika migranta), nove osobe koje ulaze na tržište rada mogu pomoći pri ograničavanju zahtjeva za višim plaćama postojećih zaposlenih.

Primijenjen je procijenjeni model za europodručje za kvantificiranje ključnih pokretača radne snage i njihove relativne važnosti tijekom ciklusa.⁴

Cilj modela jest utvrditi učinke temeljnih činitelja od tehnologije i uvjeta agregatne potražnje, kao i druge pokretače kao što su demografski činitelji, trud uložen u pronalaženje radnog mjesta, broj odrađenih sati (ponuda radne snage), neusklađenost između ponude i potražnje za radnom snagom te pregovaračka moć radnika koja odražava, primjerice, prilagodbe minimalne plaće.

Model pokazuje da su od razdoblja pandemije glavni pokretači uvjeti agregatne ponude i potražnje.

Svaki stupac u Grafikonu D prikazuje pojedinačni doprinos strukturnih šokova u odstupanju od determinističkih komponenti procijenjenih tijekom razdoblja od prvog tromjesečja 1998. do prvog tromjesečja 2023. Uvjeti agregatne ponude (plavi stupci) i uvjeti potražnje (žuti stupci) čine najveći dio smanjenja radne snage tijekom pandemije i povećanja radne snage tijekom oporavka u razdoblju nakon pandemije. Tim se pokretačima objašnjavaju tehnološke promjene,

⁴ Na osnovi Consolo, A., Foroni, C. i Martínez Hernández, C.: *A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market*, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 85, br. 5, listopad 2023., str. 1048.–1082. Empirijski je model procijenjen MF-BVAR-om na osnovi podataka o inflaciji, industrijskoj proizvodnji, nezaposlenosti, broju slobodnih radnih mjesta i radnoj snazi. Model je empirijski prikaz modela opće ravnoteže u kojemu agregatni i šokovi specifični za tržište rada određuju dinamiku kretanja radne snage.

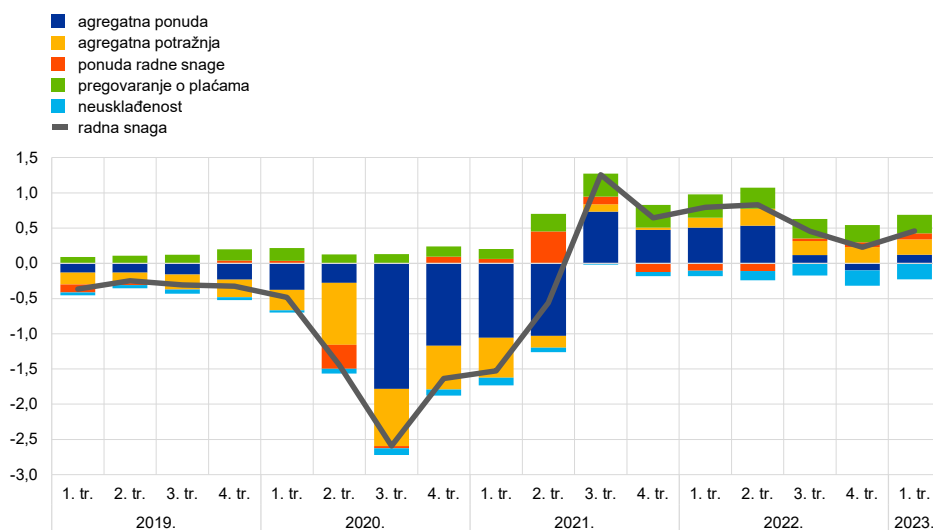
ograničenja mobilnosti povezana s pandemijom, promjene agregatne potražnje i asimetrične promjene unutar sektora.

Osim toga, šokovi specifični za tržište rada dali su dodatan poticaj radnoj snazi. Porast pregovaračke moći radnika (zeleni stupci) vjerojatno je povezan s (i) široko rasprostranjenim povećanjem minimalne plaće, koje je pomoglo pri poticanju radnika s ruba tržišta rada na ponovno uključivanje u radnu snagu, (ii) smanjenjem imigracije tijekom godina trajanja pandemije bolesti COVID-19 i (iii) rastućim manjkom radne snage. Poboļšana ponuda radne snage (crveni stupci) zauzvrat je vjerojatno povezana s nedavnim ponovnim jačanjem imigracijskih priljeva. Neusklađenost između potražnje i ponude vještina specifičnih za pojedini sektor nastavlja nepovoljno djelovati na radnu snagu, kako je obuhvaćeno rastućim negativnim doprinosom šoka neusklađenosti (tirkizni stupci).

Grafikon D

Odrednice modela radne snage

(postotci, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun autora

Napomene: Za više informacija o modelu vidi bilješku 4. Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2023.

Zaključno, snažan porast radne snage ima znatne implikacije za razumijevanje dinamike na tržištu rada i cikličku poziciju tržišta radne snage. Prvo, budući da je uz nezaposlene osobe više osoba voljno raditi, ciklička mjera slabosti na tržištu rada treba uzeti u obzir povećani udio prelazaka osoba iz skupine neaktivnih u skupinu zaposlenih. Drugo, ako su svi ostali činitelji istovjetni, povećanje ponude radne snage vjerojatno će ublažiti pritisak na povećanje plaća.

4. Što potrošači smatraju glavnim pokretačem nedavne inflacije?

Pruredili: Dimitris Georgarakos, Omiros Kouvavas, Aidan Meyler i Pedro Neves

Percepcija potrošača o tome koji činitelji pokreću inflaciju može biti važna odrednica njihova ekonomskog ponašanja i inflacijskih očekivanja. Općenito govoreći, osobna uvjerenja zasnovana na prevladavajućim stavovima utječu i na djelovanje i na očekivanja.¹ Jedan od tih prevladavajućih stavova koji može utjecati na ekonomsko ponašanje jesu mišljenja o izvorima inflacije. Pitanje o tome što je primarni uzrok rasta cijena sve se više ističe.² To je važno jer može utjecati na očekivanja potrošača glede buduće inflacije i na njihovo ponašanje.³ S obzirom na to, u ESB-ovoj anketi o očekivanjima potrošača iz lipnja 2023. potrošače se pitalo što smatraju glavnim činiteljem koji je utjecao na promjene opće razine cijena dobara i usluga u njihovim državama u proteklih 12 mjeseci.⁴ Bila su im ponuđena tri odgovora kao odraz triju glavnih činitelja koji mogu utjecati na određivanje cijena na strani poduzeća (dobit, plaće i drugi ulazni troškovi).⁵

Većina potrošača smatra da su promjene cijena uglavnom rezultat većih ulaznih troškova, dok dobit i plaće zauzimaju drugo odnosno treće mjesto.

Grafikon A, panel a) prikazuje raspodjelu odgovora. Većina ispitanika (oko 65 %) odabrala je druge ulazne troškove (bez plaća), koji uključuju energiju i intermedijarne ulazne resurse. Oko 25 % ispitanika smatralo je da je dobit poduzeća pokretač inflacije i taj odgovor zauzima drugo mjesto. Plaće kao pokretač inflacije zauzimaju treće mjesto, a za taj se odgovor odlučilo 8 % ispitanika. Relativno rangiranje

¹ Za više informacija o tome kako prevladavajući stavovi utječu na događaje i ponašanje vidi, na primjer, Shiller, R. J., *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*, Princeton University Press, 2019.

² Vidi Lagarde, C., „Breaking the persistence of inflation”, govor održan 27. lipnja 2023. u Sintri, Portugalu, na Forumu ESB-a o središnjem bankarstvu s temom makroekonomske stabilizacije u okružju kolebljive inflacije, Bernanke, B. i Blanchard, C., „What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?”, rad pripremljen za konferenciju s temom *The Fed: Lessons learned from the past three years* održanu u centru Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy na institutu Hutchins 23. svibnja 2023., Hansen, N.-J., Toscani, F. i Zhou, J., „Europe’s Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains”, Blog MMF-a, Međunarodni monetarni fond, 26. lipnja 2023.

³ Ako, na primjer, potrošači vjeruju da inflaciju uzrokuju veći ulazni troškovi (npr. cijene energije i sirovina), vjerojatno smatraju da je inflacija privremene naravi. To može dovesti do bržeg približavanja inflacijskih očekivanja ciljnoj razini inflacije. Međutim, ako potrošači smatraju da su plaće ili dobit glavni pokretači inflacije, to može upućivati na ustrajnija očekivanja glede buduće inflacije koja nisu usidrena. Osim toga, potrošači će možda biti spremniji platiti veću cijenu ako smatraju da povećanje cijena uzrokuju ulazni troškovi poduzeća, a ne njihova dobit.

⁴ Pitanje glasi: „Što smatrate glavnim činiteljem koji je utjecao na promjene opće razine cijena dobara i usluga u vašoj državi u proteklih 12 mjeseci?” Ponuđeni su sljedeći odgovori: „1. Glavni je pokretač dobit poduzeća.”, „2. Glavni su pokretač troškovi poduzeća za plaće.”, „3. Glavni su pokretač drugi ulazni troškovi poduzeća (npr. troškovi energije i sirovina ili drugi poslovni troškovi).” Uzorkom je obuhvaćeno šest najvećih gospodarstava europodručja (Belgija, Njemačka, Španjolska, Francuska, Italija i Nizozemska), a dobiveno je ukupno 10 308 odgovora iz tih zemalja (Belgija: 845, Njemačka: 1 797, Španjolska: 2 268, Francuska: 2 264, Italija: 2 267, Nizozemska: 867).

⁵ Zbog mogućeg utjecaja redoslijeda odgovora, u smislu da su ispitanici možda radije birali prvi ili posljednji odgovor, redoslijed odgovora nasumično je naveden na uzorku od više od 10 000 ispitanika. Iako je redoslijed odgovora statistički značajno utjecao na odgovore, taj je učinak bio mali u ekonomskom smislu i nije značajnije utjecao na agregirane prosjeke ili rangiranja tih triju odgovora.

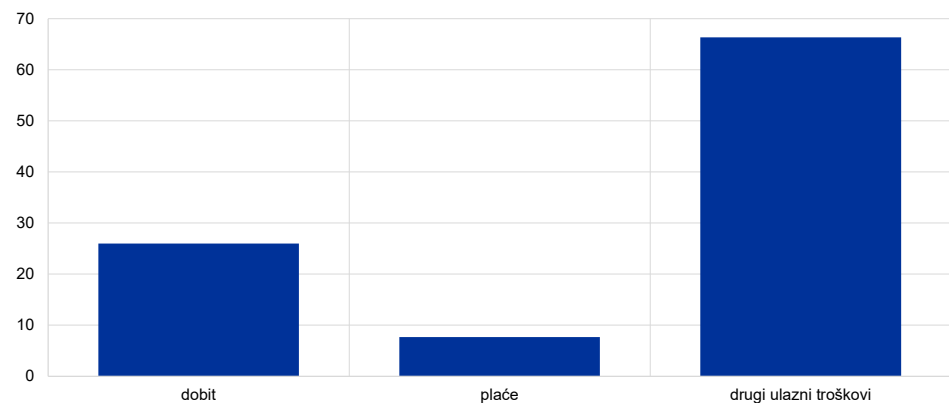
odgovora dosljedno je u svim državama i svim mogućim demografskim raščlambama.⁶

Grafikon A

Percepcija glavnih pokretača inflacije

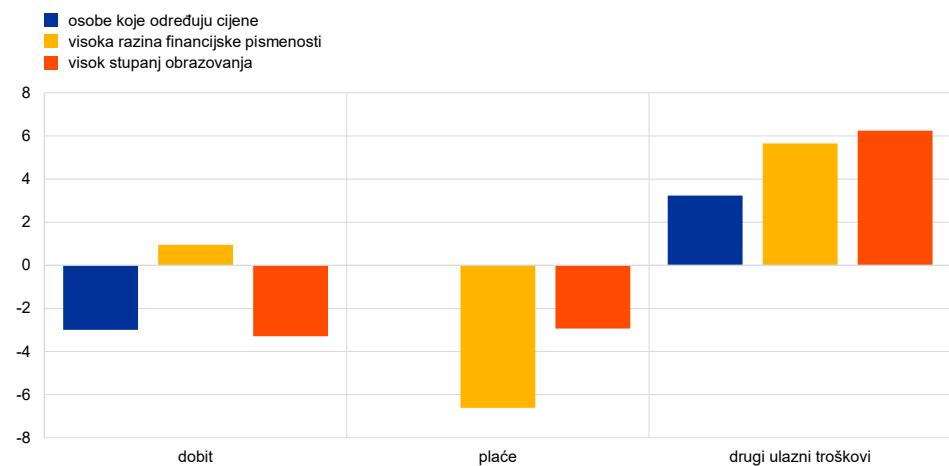
a) ukupno

(postotak potrošača)



b) raščlamba po odabranim skupinama ispitanika

(postotni bodovi, razlika u udjelu odgovora)



Izvor: ESB (Anketa o očekivanjima potrošača)

Napomene: Panel a: ponderirane procjene. Udio ispitanika koji je odabrao pojedini odgovor. Panel b: ponderirane procjene. Razlike u udjelu svakoga mogućeg odgovora po skupini ispitanika. Visoka razina financijske pismenosti prikazana je nasuprot razini financijske pismenosti koja nije visoka (odnosno ocjene ispod 4 u rasponu od 1 do 5). Visok stupanj obrazovanja znači završeni dodiplomski studij ili viši stupanj obrazovanja, a odgovori su prikazani nasuprot svim drugim stupnjevima. Osobe koje određuju cijene podskupina su ispitanika koji su naznačili da imaju posebne rukovoditeljske odgovornosti u području određivanja cijena i ugovornih odnosa.

Poznavanje strategija poduzeća za određivanje cijena, veća razina financijske pismenosti i viši stupanj obrazovanja povezani su s učestalijim odabirom ulaznih troškova kao glavnog pokretača inflacije. Grafikon A, panel b) prikazuje kako se rezultati mijenjaju prema određenim obilježjima ispitanika. Ispitanici na rukovodećim položajima s izričitim odgovornostima za određivanje cijena i ugovorne odnose (što znači da posjeduju znanje o strategijama za određivanje cijena) češće

⁶ Relativno rangiranje odgovora ostalo je nepromijenjeno za sve moguće raščlambe. Iako postoje određene razlike u razmjerima u različitim populacijama, to nije utjecalo na rangiranje.

su od ostalih ispitanika smatrali da su ulazni troškovi glavni razlog inflacije.⁷ Slična je situacija i s ispitanicima s visokom razinom financijske pismenosti ili visokoobrazovanim ispitanicima.

Iako su plaće bile na trećem mjestu (odnosno najniže rangirane) u svim državama, postoji korelacija između uvjerenja specifičnih za pojedinu državu i kretanja plaća u toj državi. Iako su plaće bile najrjeđi odgovor u svim državama, postoje određene razlike među državama. Manje od 6 % ispitanika iz Španjolske i Italije smatra da su plaće glavni činitelj, dok se za taj odgovor u Belgiji i Nizozemskoj odlučilo više od 10 % ispitanika. Grafikon B, panel a) prikazuje odgovore po državama i konkretne podatke o rastu dogovorenih plaća. U Belgiji i Nizozemskoj, državama s većim postotnim rastom stvarnih plaća, također je veći broj ispitanika koji su odabrali plaće kao glavni pokretač inflacije.

Ispitanici koji su na svojem poslu zaduženi za određivanje plaća vjerojatnije će odabrati plaće kao glavni činitelj koji utječe na inflaciju. Grafikon B, panel b) prikazuje rangiranje odgovora s plaćama po skupinama. Zaista je izglednije da će osobe koje aktivno sudjeluju u određivanju plaća odabrati taj odgovor. To može biti zbog toga što su te osobe svjesnije važnosti plaća u troškovnoj strukturi poduzeća od potrošača koji u obzir uzimaju samo svoj dohodak. Drugim riječima, rukovoditelji s odgovornostima povezanim s određivanjem plaća i ispitanici koji imaju samostalnu djelatnost i svoje zaposlenike vjerojatnije će odabrati plaće kao glavni pokretač inflacije. Nasuprot tome, zaposlenici i osobe sa samostalnom djelatnošću bez dodatnih zaposlenika rjeđe smatraju da su plaće glavni pokretač inflacije.

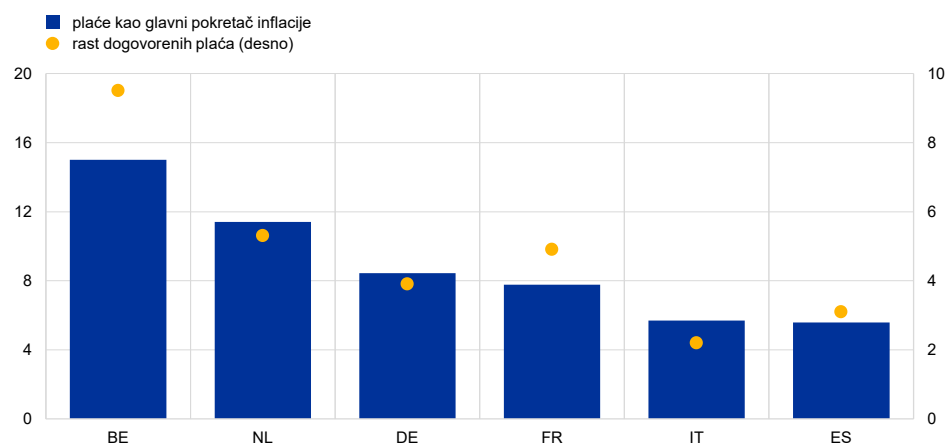
⁷ Ispitanici s rukovodećim odgovornostima (u području određivanja cijena ili plaća) čine oko 14,5 % ostvarenog uzorka. Drugim riječima, ispitanici na rukovodećim položajima s odgovornostima za određivanje cijena ili ugovorne odnose čine 11,7 % (N = 1.065) ukupnoga ostvarenog uzorka, dok ispitanici s odgovornostima za određivanje plaća čine 6,4 % (N = 582) ostvarenog uzorka.

Grafikon B

Percepcija plaća kao glavnog pokretača inflacije

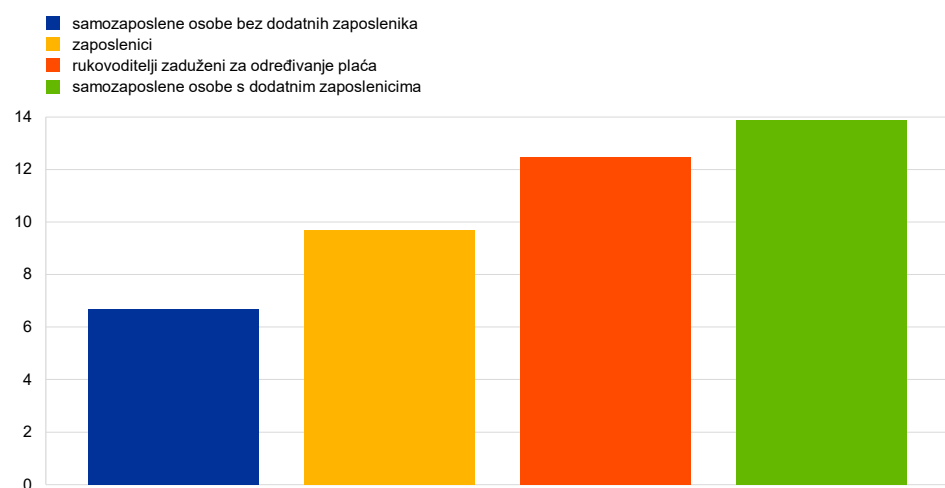
a) raščlamba po državama

(postotak ispitanika, godišnje promjene u postotcima)



b) raščlamba po odabranim skupinama ispitanika

(postotak ispitanika)



Izvor: ESB (Anketa o očekivanjima potrošača)

Napomene: Panel a: ponderirane procjene. „Rast dogovorenih plaća” znači godišnja stopa rasta dogovorenih plaća u prvom tromjesečju 2023., uključujući jednokratne isplate. Panel b: ponderirane procjene. Udio ispitanika u svakoj skupini koji smatraju da su plaće glavni pokretač inflacije. Samozaposlene osobe su podijeljene u osobe koje zapošljavaju još zaposlenika i one koje nemaju dodatnih zaposlenika. Rukovoditelji zaduženi za određivanje plaća podskupina su ispitanika koji su izričito naznačili da su odgovorni za određivanje plaća.

Ispitanici koji smatraju da su drugi ulazni troškovi glavni pokretač inflacije

očekuju da će inflacija biti kraćeg vijeka. Drugim riječima, ti ispitanici imaju manja srednjoročna inflacijska očekivanja, s rjeđim prelijevanjem kratkoročnih očekivanja u srednjoročna očekivanja. U Tablici A kvantificira se korelacija između odgovora i srednjoročnih inflacijskih očekivanja (uz kontrolu prema obrazovanju, financijskoj pismenosti, državi i vremenskim učincima).⁸ Rezultati upućuju na to da se odabir ulaznih troškova kao odgovora povezuje s nižom razinom srednjoročnih očekivanja, s prosjekom od 0,46 postotnih bodova, u usporedbi s osnovnom skupinom ispitanika

⁸ Provodimo kontrolu uz neke druge varijable koje mogu utjecati na inflacijska očekivanja da bismo utvrdili čisti učinak uvjerenja o tome što utječe na inflaciju, a ne moguće zbujujuće činitelje kao što su obrazovanje ili financijska pismenost.

koji su odabrali dobit kao glavni činitelj. Osim toga, ako se promatra prelijevanje iz kratkoročnih u srednjoročna očekivanja, uvjetni učinak ispitanika koji su odabrali odgovor „drugi ulazni troškovi” odražava stopu prelijevanja od 32 % u usporedbi s bezuvjetnom stopom prelijevanja od 60 %.⁹ Naposljetku, očekivana vjerojatnost da će ESB održati stabilnost cijena jest od 3,5 do 3,6 postotnih bodova veća kod ispitanika koji su umjesto druga dva ponuđena odgovora odabrali odgovor „drugi ulazni troškovi”. Ta je pozitivna povezanost jača od povezanosti s obrazovanjem, financijskom pismenošću ili dohotkom.

Tablica A
Inflacijska očekivanja i pokretači inflacije

model	glavni pokretači inflacije		financijska pismenost		stupanj obrazovanja		inflacij. oček. za godinu dana unaprijed	interakcija s plaćama godinu dana unaprijed	interakcija s drugim ulaznim troškovima godinu dana unaprijed	kontrola prema država ma	vrem. učinci	
	plaće	drugi ulazni trošk.	srednja	visoka	srednji	visoki						
ovisna varijabla:												
inflacijska oček. za tri godine unaprijed	-0,2	0,46**	-0,82***	-1,87**	-0,69**	-1,13**					da	da
	-0,156	-0,09	-0,122	-0,112	-0,134	-0,125						
inflacijska oček. za tri godine unaprijed	0,45	0,31**	-0,43**	-0,91**	-0,59*	-0,89**	0,60**	0	0,03**		da	da
	-0,142	-0,086	-0,096	-0,088	-0,106	-0,099	-0,005	-0,01	-0,006			
vjeroj. dostizanja ciljne razine u tri godine		3,60**	1,51**	3,60**	-0,71	1,27**					da	da
		-0,42	-0,63	-0,58	-0,69	-0,66						
vjeroj. dostizanja ciljne razine u tri godine		3,48**	1,52**	3,33**	-0,78	1,13**	-0,37**				da	da
		-0,42	-0,68	-0,58	-0,68	-0,65	-0,02					

Izvor: ESB (Anketa o očekivanjima potrošača)

Napomene: Ponderirane procjene. Uzorak obuhvaća većinu ispitanika koji su dogovorili na pitanje o pokretačima inflacije (oko 9 500), a isključeni su samo neki podatci koji nisu bili usporedivi. Kategorije su prikazane u odnosu na osnovnu kategoriju, odnosno „dobit” za odgovore i „nisko” za razinu financijske pismenosti i stupanj obrazovanja. Financijska pismenost definirana je kao: niska razina = ocjene 1 – 2, srednja razina = ocjena 3, visoka razina = ocjene 4 – 5. Obrazovanje je definirano kao: nizak stupanj = do nižeg sekundarnog obrazovanja, srednji stupanj = od srednje škole do fakulteta, visok stupanj = tercijarno obrazovanje.

* označava značajnost na razini od 10 %. ** označava značajnost na razini od 5 %. *** označava značajnost na razini od 1 %.

Odabir „drugih ulaznih troškova” kao glavnog pokretača inflacije u korelaciji je sa zabilježenim uvjerenjima potrošača o tome da će ESB moći održati stabilnost cijena u sljedeće tri godine. Mišljenje da su drugi ulazni troškovi glavni činitelj koji utječe na inflaciju (i stoga vjerojatnost da će ispitanici smatrati da su pokretači inflacije više privremene naravi) u snažnoj je korelaciji s uvjerenjima

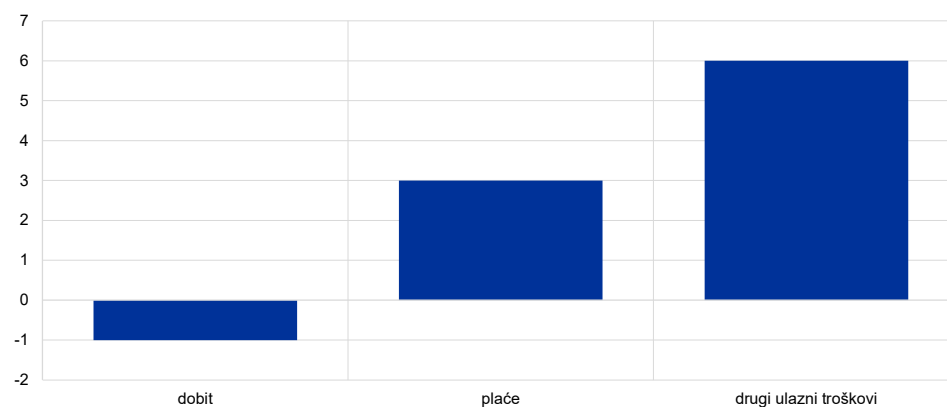
⁹ Da bismo izračunali uvjetni učinak, zbrajamo prelijevanje iz očekivanja za godinu dana unaprijed u očekivanja za tri godine unaprijed (0,60) s indikatorskom varijablom odgovora 3 (-0,31) i trajanjem interakcije (0,03). Marginalni učinak povećava se (0,03) usporedno s povećanjem jednogodišnjeg očekivanja, ali počinje sa značajno niže razine (-0,31) za ispitanike koji smatraju da su „drugi ulazni troškovi” glavni pokretač inflacije.

potrošača o tome da će ESB moći održati stabilnost cijena u sljedeće tri godine.¹⁰ Grafikon C prikazuje da je percipirana srednja vjerojatnost da će ESB održati stabilnost cijena u sljedeće tri godine najveća kada je odabran odgovor „drugi ulazni troškovi”. Ta je vjerojatnost manja kada su plaće odabrane kao glavni činitelj koji pokreće inflaciju i najmanja kada je odabrana dobit.

Grafikon C

Percepcija vjerojatnosti da će ESB održati stabilnost cijena u sljedeće tri godine i uvjerenja o izvorima inflacije

(postotni bodovi)



Izvor: ESB (Anketa o očekivanjima potrošača)

Napomene: Ponderirane procjene. Stupci označavaju srednju vjerojatnost po činitelju, umanjeno za ukupnu srednju vjerojatnost.

Vjerojatnost ili izgledi da će ESB održati stabilnost cijena izračunati su prema odgovorima na pitanje: „Prema vašem mišljenju, koliko je izgledno da će Europska središnja banka (ESB) održati stabilnost cijena u gospodarstvu europskog područja u sljedeće tri godine?” Mogući raspon odgovora bio je 1 – 100.

Sveukupno gledajući, novi podatci iz ankete o očekivanjima potrošača pokazuju da je percepcija o glavnim pokretačima trenutne inflacije povezana s načinom na koji potrošači oblikuju svoja srednjoročna inflacijska očekivanja.

Iako je većina ispitanika smatrala da su drugi ulazni troškovi bili glavni pokretač inflacije u prethodnom razdoblju od 12 mjeseci zaključno s lipnjem 2023., u budućnosti je potrebno pomno istražiti smatraju li se plaće ili dobit važnijim pokretačem inflacije. Također će biti korisno utvrditi bi li to bilo povezano s potencijalnim pozitivnim učinkom na srednjoročna inflacijska očekivanja i smanjenom percepcijom vjerojatnosti da će ESB moći održati stabilnost cijena u srednjoročnom razdoblju.

¹⁰ Bezuvjetna srednja vjerojatnost trenutno iznosi 42 %. Međutim, teško je tumačiti taj pokazatelj bez dulje vremenske serije. Stoga je analiza usmjerena na presječne razlike. Osnovni pokazatelj osmišljen je u okviru istraživačkog projekta kojem je cilj bilo ispitivanje djelotvornosti ESB-ove komunikacije koja se odnosila na preispitivanje ESB-ove strategije za 2021.; vidi Ehrmann, M., Georganakos, D. i Kenny, G., „Credibility gains from communicating with the public: evidence from the ECB’s new monetary policy strategy”, *Working Paper Series*, br. 2785, ESB, 2023.

5. Klimatske promjene te zelena ulaganja i financiranje poduzeća u europodručju – rezultati ankete SAFE

Priredili: Annalisa Ferrando, Johannes Groß i Judit Rariga

U ovom se okviru analizira kako poduzeća u europodručju gledaju na klimatske rizike i razmatraju se njihovi planovi ulaganja i financijske potrebe u svrhu ublažavanja učinaka klimatskih promjena. Od 25. svibnja do 26. lipnja 2023. Europska središnja banka (ESB) provodila je pilot-anketu u sklopu ankete o pristupu financiranju poduzeća u europodručju (SAFE) u koju su prvi put uključena posebna pitanja o utjecaju klimatskih promjena na poduzeća u europodručju.¹ Poduzećima su postavljena pitanja o: (1) važnosti koju pridaju posljedicama fizičkih i prijelaznih rizika, (2) njihovu investicijskom ponašanju s ciljem ublažavanja rizika ili smanjivanja negativnog utjecaja njihovih ekonomskih djelatnosti na okoliš, (3) različitim izvorima financiranja kojima se služe za financiranje ulaganja povezanih s klimatskim promjenama i (4) mogućim preprekama potrebnom financiranju.

U literaturi se klimatski rizici općenito svrstavaju u kategoriju fizičkih ili prijelaznih rizika ovisno o njihovim pokretačima. Fizički rizici proizlaze iz fizičkog učinka klimatskih promjena na gospodarstvo, uključujući ekstremne vremenske događaje i promjene klimatskih obrazaca. Prijelazni rizici proizlaze iz provedbe strožih klimatskih standarda i propisa te iz određivanja cijene ugljika s ciljem promicanja prijelaza na niskougljično gospodarstvo. Fizički rizici mogu se dalje podijeliti na akutne fizičke rizike, koji se odnose na prirodne opasnosti kao što su šumski požari, oluje i poplave te kronične rizike, koji se odnose na dugoročnije pomake u klimatskim obrascima koji dovode do degradacije okoliša i smanjenja prirodnih resursa.²

Poduzeća u europodručju prilično su zabrinuta glede posljedica klimatskih promjena u sljedećih pet godina (Grafikon A). U anketi je 60 % poduzeća u europodručju naznačilo da prijelazne rizike povezane sa strožim klimatskim

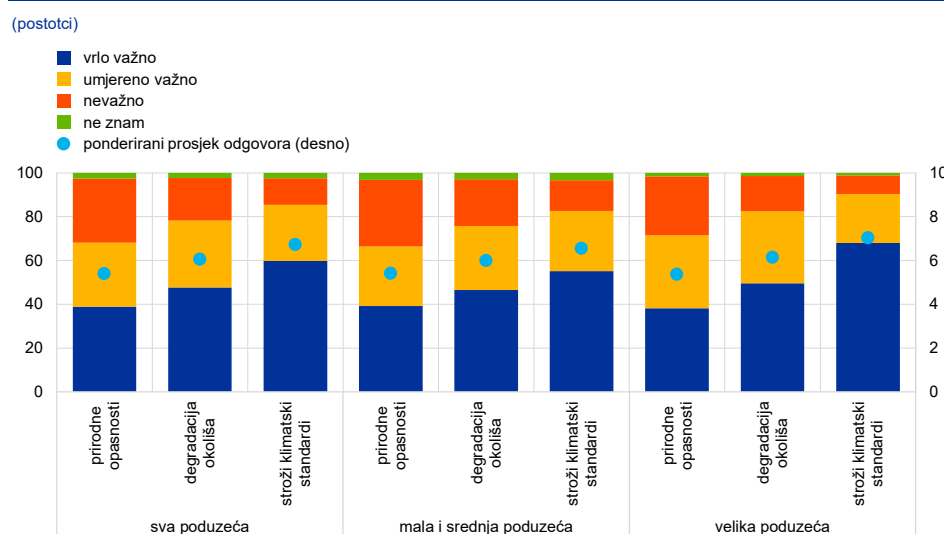
¹ Cilj te pilot-ankete u sklopu SAFE-a bio je ocijeniti neke predviđene promjene u anketi, odnosno: (1) umjesto na polugodišnjoj osnovi, učestalije tromjesečno provođenje ankete kako bi se dobile pravodobnije informacije o uvjetima financiranja poduzeća, (2) uključivanje novih kvantitativnih prospektivnih pitanja o ključnim ekonomskim varijablama i (3) mogućnost uključivanja novih *ad hoc* pitanja. Rezultati te pilot-ankete nisu još objavljeni na mrežnim stranicama ESB-a. Njihova objava predviđa se nakon dovršetka procjene kvalitete odgovora. Pilot-anketom u sklopu SAFE-a obuhvaćen je manji uzorak poduzeća u europodručju od uzorka obuhvaćenog redovnom anketom. Uzorak je odabran primjenom stratificiranoga nasumičnog uzorkovanja po državi, veličini i ekonomskoj djelatnosti kako bi odražavao populaciju poduzeća u europodručju. Uzorak se sastojao od ukupno 5 733 poduzeća, od čega su 5 233 (91 %) njih mala i srednja poduzeća (s manje od 250 zaposlenika). Pilot-anketom obuhvaćena su poduzeća u Austriji, Belgiji, Finskoj, Francuskoj, Njemačkoj, Grčkoj, Irskoj, Italiji, Nizozemskoj, Portugalu, Slovačkoj i Španjolskoj.

² Vidi Banka za međunarodne namire, „Climate-related risk drivers and their transmission channels”, travanj 2021. i Mreža za ekologizaciju financijskog sustava, „Macroeconomic and financial stability implications of climate change”, srpanj 2019. Vidi i objavu Franka Eldersona na ESB-ovu blogu „The economy and banks need nature to survive”, lipanj 2023.

standardima smatraju „vrlo važnima”.³ Velika poduzeća bila su zabrinutija od malih i srednjih poduzeća (MSP-ova) glede prijelaznih rizika koji proizlaze iz strožih klimatskih standarda i propisa te određivanja cijene ugljika. Nadalje, 39 % ispitanika bilo je vrlo zabrinuto glede prirodnih opasnosti (ocjena 7 i više na skali od 1 do 10), a 48 % njih bilo je jednako zabrinuto glede degradacije okoliša. To znači da je sve više poduzeća zabrinuto glede posljedica degradacije okoliša, čak i ako ne smatraju da su njihove djelatnosti osjetljive na neposredne prirodne opasnosti.

Grafikon A

Važnost posljedica klimatskih promjena za poduzeća u europodručju u sljedećih pet godina



Izvori: ESB i anketa Europske komisije SAFE

Napomene: Poduzeća su trebala naznačiti koliko su posljedice klimatskih promjena važne za njihov postojeći poslovni model u sljedećih pet godina na skali od 1 (nimalo važne) do 10 (iznimno važne). Na grafikonu je skala podijeljena u tri kategorije: mala važnost (od 1 do 3), umjerena važnost (od 4 do 6) i velika važnost (od 7 do 10). Prosječna je ocjena ponderirana prema veličini, ekonomskoj djelatnosti i državi kako bi odražavala ekonomsku strukturu odnosno populacije poduzeća.

Poduzeća su zabrinuta glede fizičkog rizika koji proizlazi iz klimatskih promjena osobito u obalnim područjima i regijama s učestalijom pojavom šumskih požara, dok su zabrinutosti glede prijelaznog rizika ravnomjernije rasprostranjene među regijama u europodručju (Grafikon B). Regionalna

analiza važnosti koju poduzeća pridaju posljedicama klimatskih promjena upućuje na to da su zabrinutosti glede prirodnih opasnosti istaknutije u obalnim regijama ili područjima koja su i inače osjetljiva na suše, šumske požare ili poplave, osobito u južnoeuropskim i nordijskim državama (Grafikon B, panel a, lijevo). Nasuprot tome, zabrinutosti glede degradacije okoliša najviše su zastupljene u regijama s istaknutom turističkom djelatnošću ili teškom industrijom (Grafikon B, panel a, desno). Ne samo da je veći broj poduzeća zabrinut glede prijelaznih rizika u usporedbi s fizičkim rizicima, kako se prikazuje na Grafikonu A, već je zabrinutost glede prijelaznih rizika ravnomjernije rasprostranjena među regijama u europodručju (Grafikon B, panel b).

³ Slični su rezultati dobiveni u ESB-ovoj anketi vodećih poduzeća o učinku klimatskih promjena na gospodarsku aktivnost i cijene provedenoj početkom 2022. U odgovorima na pitanje o tome koji je glavni učinak klimatskih promjena na poslovanje ispitanika, oko dvije trećine njih istaknulo je rizike povezane s prelaskom na gospodarstvo s nultom neto stopom emisija ugljika, dok je polovina njih istaknula i fizičke rizike koji proizlaze iz klimatskih promjena. „The impact of climate change on activity and prices – insights from a survey of leading firms”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2022.

Budući da se klimatski propisi uglavnom određuju na nacionalnoj ili europskoj razini, važnost koju poduzeća pridaju prijelaznom riziku homogenija je u svakoj državi u usporedbi sa zabrinutostima glede fizičkog rizika koje su više regionalno raspoređene.

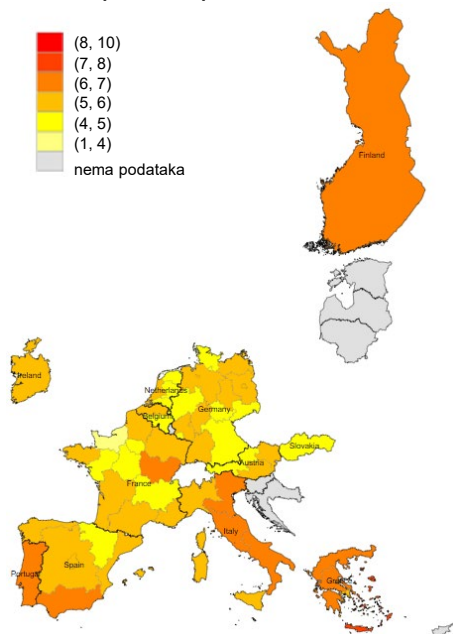
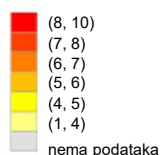
Grafikon B

Važnost posljedica klimatskih promjena u sljedećih pet godina – geografska rasprostranjenost

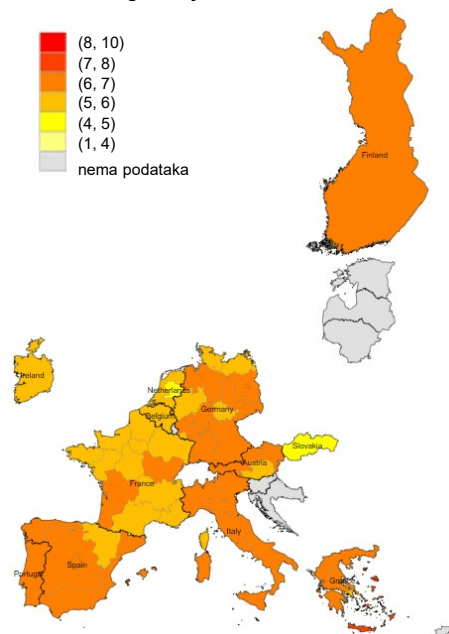
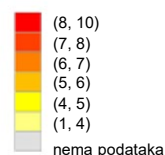
a) fizički rizik

(ponderirane prosječne ocjene)

Rizik od prirodnih opasnosti

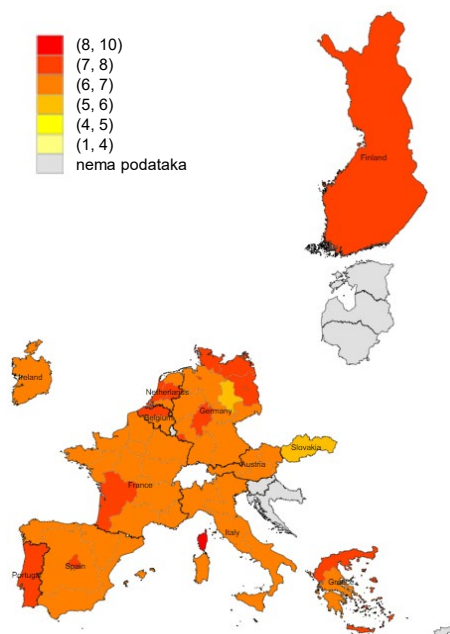
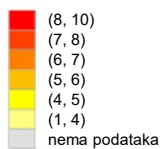


Rizik od degradacije



b) prijelazni rizik

(ponderirane prosječne ocjene)



Izvori: ESB i anketa Europske komisije SAFE

Napomene: Na kartama se prikazuju ponderirane prosječne ocjene važnosti posljedica klimatskih promjena za poduzeća u sljedećih pet godina po glavnim socioekonomskim regijama na temelju klasifikacije NUTS1 (klasifikacija iz 2016.) u europodručju. Poduzeća su trebala naznačiti koliko su posljedice klimatskih promjena (prirodne opasnosti, degradacija okoliša i stroži klimatski standardi) važne za njihov postojeći poslovni model u sljedećih pet godina na skali od 1 (nimalo važne) do 10 (iznimno važne). Ponderirane prosječne ocjene na razini klasifikacije NUTS1 prosjeci su odgovora u svakom razredu ponderirani prema veličini, ekonomskoj djelatnosti i državi kako bi odražavali ekonomsku strukturu odnosno populacije poduzeća.

Zabrinutosti poduzeća glede rizika od prirodnih opasnosti na razini države odražavaju prošle gubitke i u korelaciji su s očekivanim budućim rizicima (Grafikon C).

Na gornjem panelu Grafikona C prikazuje se jasan pozitivni odnos između anketne ponderirane prosječne ocjene važnosti rizika od prirodnih opasnosti za poslovnu aktivnost poduzeća i kumulativnih prošlih gubitaka nastalih zbog različitih katastrofa u posljednjih 40 godina na razini države.⁴ Međutim, korelacija je slabija kada se usporede anketne ocjene za države raspoređene u kategorije niskog, srednjeg i visokog rizika, pri čemu je prospektivna mjera dobivena aproksimacijom očekivanih godišnjih gubitaka banaka od kredita poduzećima zbog prirodnih opasnosti u osnovnom klimatskom scenariju (Grafikon C, donji dio).⁵ Veće procjene rizika od strane poduzeća u slaboj su korelaciji sa znatno većim očekivanim budućim gubitcima koji proizlaze iz klimatskih promjena. Distribucija očekivanih gubitaka rasprostranjenija je u razredima u kojima poduzeća pridaju veliku važnost riziku od prirodnih opasnosti. To bi moglo značiti da buduća kretanja klimatskih promjena još uvijek nisu u potpunosti uzeta u obzir u procjenama rizika poduzeća, ima li se na umu stupanj neizvjesnosti povezane s budućim klimatskim scenarijima.

⁴ Za više informacija u odnosu na podatke o prošlim gubitcima zbog klimatskih promjena vidi bazu podataka [Natural Catastrophe Database \(CATDAT\)](#).

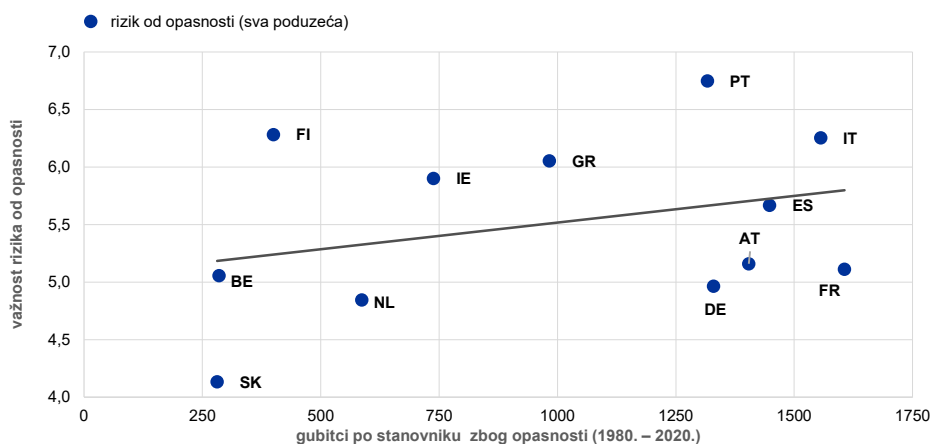
⁵ Na temelju osnovnog scenarija (JRC 2017) Zajedničkog istraživačkog centra (JRC) Europske komisije očekivani godišnji gubici na razini države zbog prirodnih opasnosti (poplave u obalnim područjima, riječne poplave i oluje) aproksimirani su zbrojem ocjena rizika na razini poduzeća koje su ponderirane izloženosti prema udjelu kredita, duga i izloženosti poduzeća na osnovi vlasničkih ulaganja prema financijskim institucijama. Ocjene rizika na razini poduzeća odražavaju udio portfelja izloženih riziku na godišnjoj razini u odnosu na ukupnu imovinu, procijenjen primjenom JRC-ovih funkcija štete (Huizinga, De Moel i Szewczyk, 2017.). Za više pojedinosti o analitičkim pokazateljima fizičkih rizika i metodologiji vidi „[ECB Climate-Related Indicators – Analytical indicators on physical risks](#)”.

Grafikon C

Važnost rizika od prirodnih opasnosti u sljedećih pet godina u odnosu na prošle i buduće gubitke zbog rizika od opasnosti

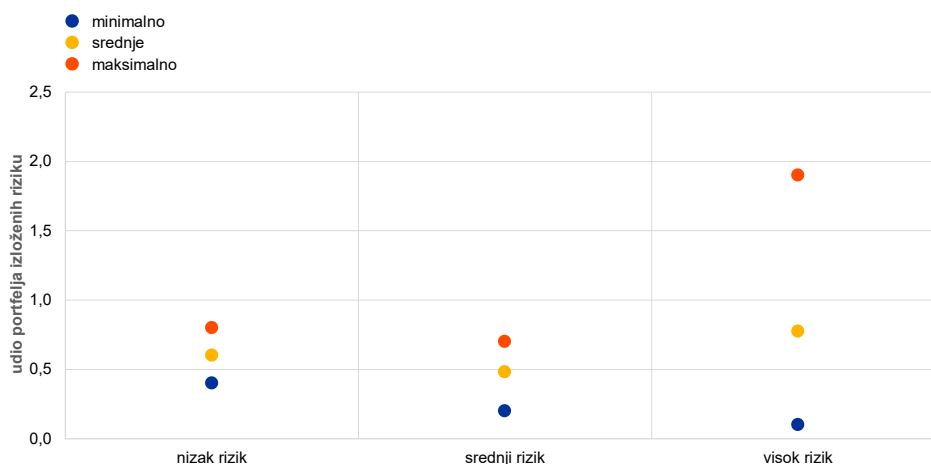
a) prošli gubitci zbog rizika od opasnosti

(os y: ponderirane prosječne ocjene za odgovore iz ankete, os x: mil. EUR)



b) očekivani budući gubitci

(os y: postotak, os x: odgovori iz ankete po kategoriji rizika)



Izvori: ESB i anketa Europske komisije SAFE, baza podataka Integrated Natural Catastrophe Database (CATDAT), ESB-ovi analitički pokazatelji fizičkog rizika i izračun ESB-a

Napomene: U sklopu ankete SAFE poduzeća su trebala naznačiti koliko su posljedice rizika od prirodnih opasnosti važne za njihov postojeći poslovni model u sljedećih pet godina na skali od 1 (nimalo važne) do 10 (iznimno važne). Ponderirane prosječne ocjene naznačene na osi y panela a prosjeci su odgovora na razini države uz primjenu ponderiranog broja ispitanika. Os x na panelu a prikazuje vrijednost gospodarske štete uzrokovane ekstremnim vremenskim i klimatskim događajima u razdoblju od 1980. do 2020. Os y na panelu b prikazuje distribuciju normalizirane izloženosti riziku, kojom se s gledišta banaka kvantificira udio portfelja izloženih riziku s obzirom na kredite, dugove i izloženosti na osnovi vlasničkih ulaganja prema nefinancijskim društvima na razini države. Na osi x na panelu b države s prosječnom ocjenom rizika od opasnosti nižom od 5 svrstane su u kategoriju niskog rizika, one s prosječnom ocjenom između 5 i 6 svrstane su u kategoriju srednjeg rizika, a one s ocjenom iznad 6 svrstane su u kategoriju visokog rizika. Panel b isključuje NL jer se u mjerilu očekivanoga godišnjeg gubitka nisu u obzir uzete trenutačne i buduće mjere ublažavanja pa se NL svrstava u kategoriju netipičnih vrijednosti.

Većina poduzeća ocijenila je da dovoljno ulažu ili planiraju ulagati u rješavanje pitanja klimatskih promjena. Polovina poduzeća u europodručju smatra da dovoljno ulažu u smanjivanje vlastita negativnog utjecaja na okoliš, a 24 % poduzeća planira u to ulagati u sljedećih pet godina. Istodobno je 32 % poduzeća naznačilo da ulažu, a 23 % njih da planiraju ulagati u ublažavanje učinka rizika od prirodnih opasnosti u sljedećih pet godina. S obzirom na veličinu poduzeća, čini se da su velika poduzeća aktivnija u smanjivanju negativnog utjecaja svoje djelatnosti na okoliš.

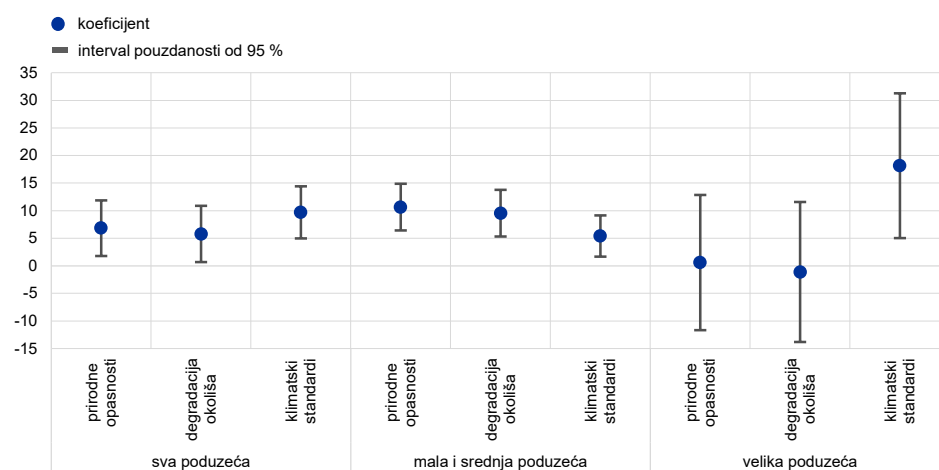
Stroži klimatski standardi daju jači poticaj poduzećima da ulažu u ublažavanje klimatskih promjena od prirodnih opasnosti ili degradacije okoliša (Grafikon D).

Regresije reduciranog oblika kojima se ispituje zajednički učinak triju glavnih rizika povezanih s klimatskim promjenama na ulaganja poduzeća povezana s klimom upućuju na to da bi stroži klimatski standardi mogli biti jači poticaj ulaganjima poduzeća (10 p. b.) u usporedbi s rizicima od prirodnih opasnosti (7 p. b.) ili degradacijom okoliša (6 p. b.).⁶ Međutim, kada se promatraju samo MSP-ovi, nije vjerojatnije da bi stroži klimatski standardi više utjecali na ulaganja od zabrinutosti glede prirodnih opasnosti ili degradacije okoliša. Nasuprot tome, velika poduzeća smatraju da su stroži klimatski standardi važniji za njihove planove ulaganja. Općenito gledano, poduzeća možda mogu lakše procijeniti troškove povezane sa strožim standardima (npr. porez na emisiju CO₂) od vjerojatnosti i posljedica prirodne katastrofe. Stoga bi stroži standardi mogli snažnije potaknuti poduzeća da ulažu u ublažavanje klimatskih promjena. Velika poduzeća također bi trebala biti svjesnija svojega klimatskog utjecaja s obzirom na to da se sve više ustraje na izvještavanju o pitanjima održivosti.⁷

Grafikon D

Posljedice klimatskih promjena i ulaganja u ublažavanje njihova učinka

(postotni bodovi)



Izvori: ESB, anketa Europske komisije SAFE i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje regresijske koeficijente koji prikazuju učinak posljedica klimatskih promjena za poduzeća u europodručju u sljedećih pet godina na realizirana ili planirana ulaganja povezana s klimom. Indikatorske varijable prirodne opasnosti, degradacija okoliša i stroži klimatski standardi poprimaju vrijednost 1 ako je poduzeće naznačilo da su ti problemi vrlo važni, odnosno ako im je dodijeljena barem vrijednost 7 na skali od 1 (nimalo važno) do 10 (iznimno važno). Varijabla ishoda jest 1 ako poduzeća ulažu ili u sljedećih pet godina planiraju ulagati u ublažavanje rizika od prirodnih opasnosti ili smanjivanje vlastita negativnog utjecaja na okoliš. Provodimo kontrolu u odnosu na promet, troškove rada, ulazne troškove bez troškova rada i kamatne troškove poduzeća, a regresija obuhvaća veličinu poduzeća (broj zaposlenika), vremenske učinke, sektorske učinke i lokacijske učinke na razini klasifikacije NUTS1. Linije iznad i ispod točaka intervali su pouzdanosti od 95 %.

⁶ U literaturi se također naglašava uloga poreza na emisiju CO₂ u poticanju proizvodnje i inovacija u području zelenih tehnologija. Vidi Acemoglu, D., Aghion, P., Bursztyn, L. i D. Hemous, „[The Environment and Directed Technical Change](#)”, *American Economic Review*, sv. 102, br. 1, veljača 2012. i Acemoglu, D., Akcigit, U., Hanley, D. i W. Kerr, „[Transition to Clean Technology](#)”, *Journal of Political Economy*, sv. 124, br. 1, veljača 2016. Iako je većina poduzeća u EU-u zabrinuta glede fizičkog rizika, samo mali broj njih ulaže u povećanje svoje otpornosti, vidi publikaciju Europske investicijske banke „[What drives firms' investment in climate action? Evidence from the 2022-2023 EIB Investment Survey](#)”, 14. lipnja 2023.

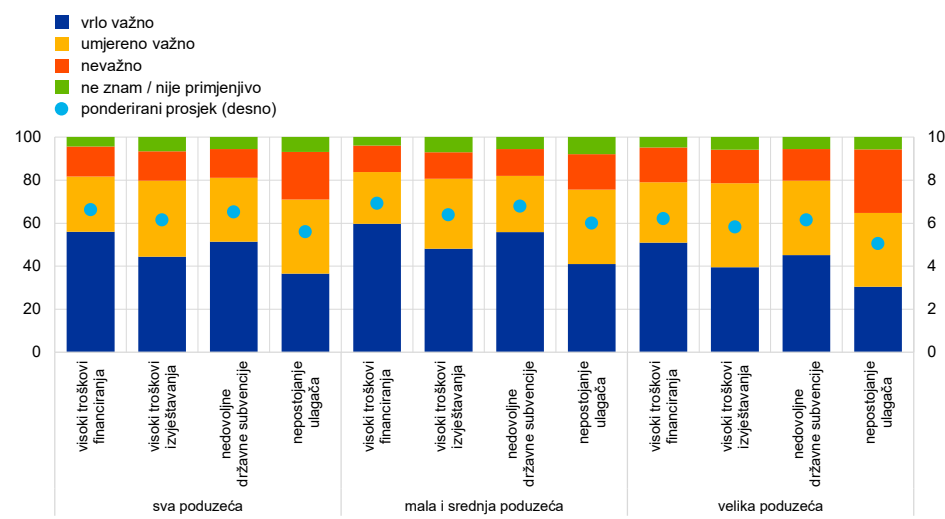
⁷ Vidi više pojedinosti o zakonodavstvu Europske unije u području [korporativnog izvještavanja o održivosti](#) u odnosu na velika i uvrštena poduzeća (uključujući uvrštene MSP-ove).

Istaknuto je nekoliko prepreka koje ometaju pristup financiranju potrebnom za ulaganja čiji je cilj smanjivanje rizika od prirodnih opasnosti ili postupanje u skladu sa strožim klimatskim standardima (Grafikon E). Više od polovine poduzeća naznačilo je da su previsoke kamatne stope ili troškovi financiranja te nedostatne državne subvencije vrlo važne prepreke u osiguravanju ulaganja povezanih s klimom.⁸ Poduzeća mogu smatrati da su troškovi visoki jer možda ne internaliziraju dovoljno koristi rješavanja rizika povezanih s klimatskim promjenama. Previsoke troškove izvješćivanja o okolišu kao vrlo važnu prepreku istaknulo je 45 % poduzeća, a 37 % njih smatra da je nedostatak spremnosti ulagača da financiraju zelena ulaganja vrlo ozbiljan problem. Sve prepreke osiguravanju financiranja za potrebe ulaganja veći su problem za MSP-ove, nego za velika poduzeća.

Grafikon E

Prepreke osiguravanju financiranja za ulaganja čiji je cilj smanjivanje rizika od prirodnih opasnosti ili postupanje u skladu sa strožim klimatskim standardima

(postotci)



Izvori: ESB i anketa Europske komisije SAFE

Napomene: Poduzeća su trebala naznačiti koliko su važne prepreke osiguravanju financiranja za ulaganja s ciljem smanjivanja rizika od prirodnih opasnosti ili postupanja u skladu sa strožim klimatskim standardima na skali od 1 (nimalo važne) do 10 (iznimno važne). Na grafikonu je skala podijeljena u tri kategorije: mala važnost (od 1 do 3), umjerena važnost (od 4 do 6) i velika važnost (od 7 do 10). Uzorak se sastoji od poduzeća koja već ulažu ili planiraju ulagati u zelene politike.

Rezultati ankete naglašavaju važnu ulogu državnih jamstava za kredite i finansijskih sredstava iz privatnog sektora u usmjeravanju sredstava u ozelenjivanje gospodarstva (Grafikon F).

Osim nesubvencioniranih kredita i zadržane dobiti subvencionirani krediti važan su izvor financiranja poduzeća, i to više za MSP-ove nego za velika poduzeća. U prvoj polovini 2023. rezultati ankete SAFE upućuju na to da je 19 % poduzeća financiralo svoje poslovanje iz nesubvencioniranih kredita, dok se samo 9 % njih financiralo iz subvencioniranih kredita. Istodobno 24 % poduzeća planira se koristiti sredstvima iz nesubvencioniranih kredita, a veći udio poduzeća (34 %) planira upotrijebiti sredstva iz subvencioniranih kredita za potrebe ulaganja povezanih s klimom. Najnoviji

⁸ Na osnovi anketnih podataka poduzeća De Haas, R., Martin, R., Muûls, M. i Schweiger, H. u radu „Managerial and financial barriers to the green transition” navode da kreditna ograničenja i nedovoljno razvijene prakse zelenog upravljanja kočće korporativna ulaganja u zelene tehnologije.

rezultati ankete ESB-a o kreditnoj aktivnosti banaka u europodručju upućuju na to da banke sve veću pozornost posvećuju klimatskim rizicima te da sve veći zahtjevi za izvještavanje i mjere fiskalne potpore pozitivno utječu na kredite zelenim poduzećima.⁹ Na primjer, banke su navele da je došlo do ublažavanja kreditnih standarda i uvjeta za nove kredite zelenim poduzećima, dok je kod poduzeća koja nisu zelena došlo do općeg pooštavanja tih standarda i uvjeta. U tom pogledu banke bi možda mogle još uvijek smatrati da je kreditiranje poduzeća koja nisu zelena rizičnije od kreditiranja zelenih poduzeća.¹⁰ Taj bi se rizik mogao smanjiti primjenom državnih jamstava, čime bi se olakšao proces klimatske tranzicije i poduzećima koje banke ne smatraju zelenim poduzećima iako imaju uspostavljene tranzicijske planove.

Kada je riječ o poduzećima, regresije reduciranog oblika kojima se ispituje zajednički učinak izvora financiranja na ulaganja povezana s klimom potvrđuju da subvencionirani krediti i zadržana dobit povećavaju vjerojatnost ulaganja za 7 p. b. odnosno 8 p. b. (Grafikon F, panel b). Osim toga, rezultati naglašavaju važnost kapitala u poticanju ulaganja poduzeća u smanjenje rizika od prirodnih opasnosti i ublažavanje vlastita negativnog utjecaja na okoliš.¹¹

⁹ Vidi „[The euro area bank lending survey – Second quarter of 2023](#)”, ESB, 25. srpnja 2023. Ovisno o dostupnosti podataka banke obuhvaćene anketom o kreditnoj aktivnosti banaka služile su se nizom izvora kako bi zelena poduzeća razlikovala od onih koja nisu zelena, uključujući informacije za pojedinačna poduzeća iz financijskih izvještaja i izvještaja o održivosti s podatcima o emisijama te tranzicijske planove ako su bili dostupni, osobito u slučaju većih poduzeća, kao i informacije prikupljene pri odobravanju novih kredita putem upitnika (što se obično odnosilo na okolišne, socijalne i upravljačke kriterije). Banke su navele da su se u procjeni klimatskog rizika za kredite MSP-ovima umjesto prethodno navedenih podataka često služile podatcima o prosječnim vrijednostima u pojedinačnom sektoru i procjenama.

¹⁰ Vidi Buchetti, B., Miquel-Flores, I., Perdichizzi, S. i Reghezza, A., „[Greening the Economy: How Public-Guaranteed Loans Influence Firm-Level Resource Allocation](#)”, lipanj 2023.; Lamperti, F., Bosetti V., Roventini A., Tavoni M. i Treibich T. „[Three green financial policies to address climate risks](#)”, *Journal of Financial Stability*, sv. 54, lipanj 2021.

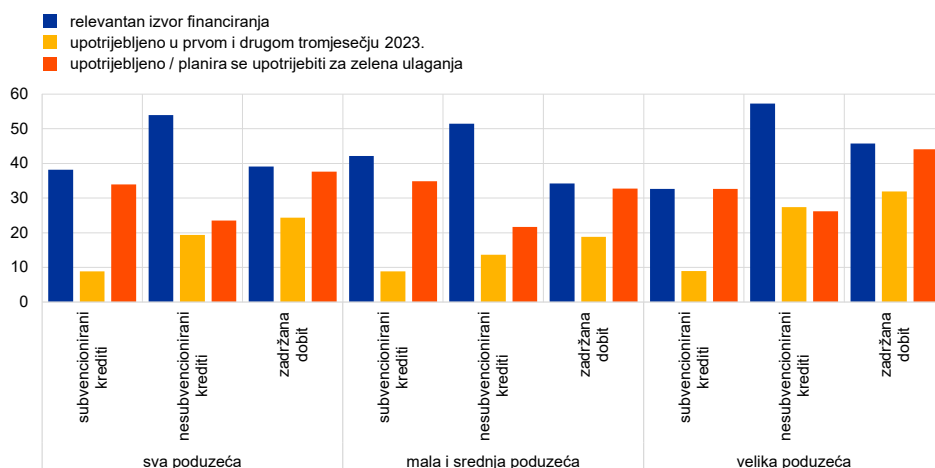
¹¹ Vidi De Haas, R. i Popov, A., „[Finance and Green Growth](#)”, *The Economic Journal*, sv. 133, broj 650, veljača 2023., str. 637. – 668.

Grafikon F

Upotreba izvora financiranja za ulaganja u smanjivanje izloženosti opasnostima i rizicima povezanim s klimatskim politikama

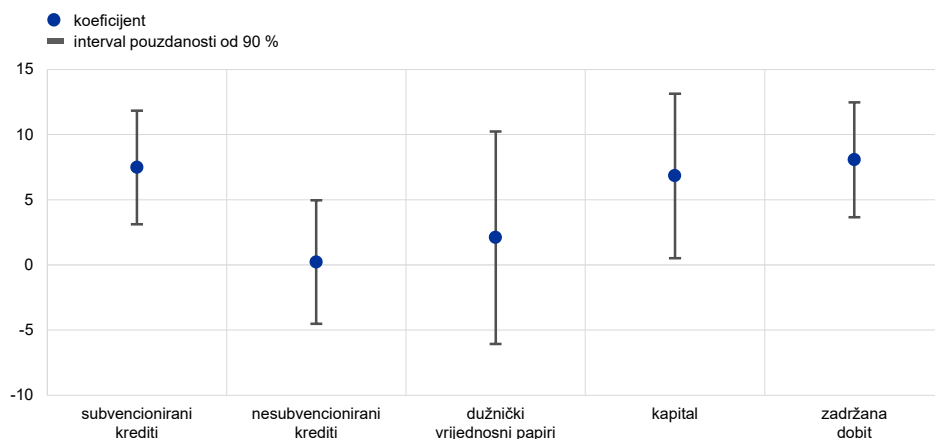
a) upotreba izvora financiranja

(postotci)



b) utjecaj izvora financiranja na ulaganja povezana s klimom

(postotni bodovi)



Izvori: ESB, anketa Europske komisije SAFE i izračun ESB-a

Napomene: Podatci se odnose na poduzeća koja već ulažu ili planiraju ulagati u zelene politike. Plavi stupci na panelu a označavaju udio poduzeća koja određene vrste financiranja smatraju važnima za svoje poslovanje (kojima su se služili u prošlosti ili ih razmatraju iskoristiti u budućnosti), a žuti stupci označavaju udio poduzeća koja su upotrebljavala određenu vrstu financiranja u prvom tromjesečju ili prva dva tromjesečja 2023. Crveni stupci označavaju udio poduzeća koja su se služila ili se planiraju služiti određenim vrstama financiranja za ulaganje u smanjivanje izloženosti opasnostima i rizicima povezanim s klimatskim politikama. Panel b prikazuje regresijske koeficijente za izvore financiranja za poduzeća u europa području za realizirana ili planirana ulaganja u svrhe povezane s klimatskim promjenama. Indikatorske varijable subvencionirani krediti, nesubvencionirani krediti, dužnički vrijednosni papiri, kapital i zadržana dobit poprimaju vrijednost 1 ako je poduzeće naznačilo da se koristi ili da se planira koristiti tim izvorima financiranja za potrebe zelenih ulaganja. Ovisna varijabla jest indikatorska varijabla koja poprima vrijednost 1 ako poduzeća ulažu ili u sljedećih pet godina planiraju ulagati u ublažavanje rizika od prirodnih opasnosti ili u smanjivanje vlastita negativnog utjecaja na okoliš i vrijednost 0 ako poduzeća nisu imala takvih ulaganja. Regresija obuhvaća veličinu, vremenske učinke, sektorske učinke i lokacijske učinke na razini klasifikacije NUTS1. Linije iznad i ispod točaka intervali su pouzdanosti od 90 %.

6. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 10. svibnja do 1. kolovoza 2023.

Priredili: Jens Budde i Petra Fricke

U ovom se okviru opisuju likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike Eurosustava tijekom trećeg i četvrtog razdoblja održavanja pričuva u 2023. Ta su dva razdoblja zajedno trajala od 10. svibnja do 1. kolovoza 2023. („promatrano razdoblje”).

Upravno vijeće povećalo je svoje tri kamatne stope monetarne politike za 25 baznih bodova na svojim sastancima održanima 4. svibnja 2023. i 15. lipnja 2023. Spomenuta su povećanja stupila na snagu u trećem i četvrtom razdoblju održavanja pričuva u 2023.

Višak likvidnosti u bankovnom sustavu europodručja znatno se smanjio tijekom promatranog razdoblja. To je bilo posljedica dospjeća četvrte operacije u sklopu treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO III) i prijevremenih bankovnih otplata ostalih sredstava odobrenih u sklopu operacija TLTRO 28. lipnja 2023. Drugi činitelj koji je pridonio smanjenju, premda u manjoj mjeri, odnosio se na postupno smanjivanje obujma portfelja programa kupnje vrijednosnih papira (APP) nakon što je Eurosustav od 1. srpnja prestao provoditi reinvestiranje u sklopu APP-a. Međutim, nastavak smanjivanja neto autonomnih činitelja, koji je povećao razinu likvidnosti u sustavu, djelomično je nadomjestio smanjenje viška likvidnosti. Neto autonomni činitelji smanjuju se 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 189,8 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na 1.836,9 mlrd. EUR. U usporedbi s prvim i drugim razdobljem održavanja 2023., to je smanjenje gotovo u potpunosti rezultat smanjenja neto autonomnih činitelja za 189,4 mlrd. EUR, odnosno na 1.671,9 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 samo su se neznatno smanjile za 0,3 mlrd. EUR na razinu od 165 mlrd. EUR.

Autonomni činitelji povlačenja likvidnosti smanjili su se za 127,6 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na 2.804,4 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 113,9 mlrd. EUR i iznosili su 255,8 mlrd. EUR, pri čemu je najveći dio smanjenja

zabilježen u trećem razdoblju održavanja. Spomenuto smanjenje rezultat je nastavka normalizacije zaštitnih slojeva gotovine koje drže nacionalne riznice i prilagodbe koju su provele u svojim strategijama upravljanja gotovinom zbog niže gornje granice za remuneraciju državnih depozita od strane nacionalnih središnjih banaka koja je stupila na snagu 1. svibnja 2023. U promatranom se razdoblju prosječna vrijednost novčanica u optjecaju povećala za 8,2 mlrd. EUR, odnosno na 1.565,3 mlrd. EUR.

Autonomni činitelji puštanja likvidnosti porasli su za 62 mlrd. EUR i iznosili su 1.133 mlrd. EUR. Neto imovina nominirana u eurima porasla je za 55,7 mlrd. EUR u promatranom razdoblju. Navedeno je povećanje uglavnom uzrokovano daljnjim smanjenjem obveza prema rezidentima izvan europodručja nominiranim u eurima u trećem razdoblju održavanja. To, pak, odražava prilagodbu strategija upravljanja gotovinom stranaka u okviru za usluge upravljanja pričuva Eurostava (ERMS) jer je od 1. svibnja 2023. prilagođena i remuneracija depozita koji se drže u okviru ERMS-a. Neto inozemna imovina porasla je za 6,2 mlrd. EUR.

Tablica A sadržava pregled spomenutih autonomnih činitelja i njihovih promjena.¹

Tablica A

Likvidnosni uvjeti u Eurostavu

Obveze

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 10. svibnja 2023. – 1. kolovoza 2023.						prethodno promatrano razdoblje: 8. veljače 2023. – 9. svibnja 2023.	
	treće i četvrto razdoblje održavanja		treće razdoblje održavanja: 10. svibnja – 20. lipnja		četvrto razdoblje održavanja: 21. lipnja – 1. kolovoza		prvo i drugo razdoblje održavanja	
autonomni činitelji povlačenja likvidnosti	2.804,4	(-127,6)	2.823,8	(-104,1)	2.784,5	(-39,3)	2.932,0	(-136,5)
novčanice u optjecaju	1.565,3	(+8,2)	1.563,7	(+3,8)	1.567,0	(+3,3)	1.557,1	(-6,1)
državni depoziti	255,8	(-113,9)	256,4	(-104,3)	255,2	(-1,2)	369,7	(-62,9)
ostali autonomni činitelji (neto) ¹⁾	983,3	(-21,9)	1.003,7	(-3,7)	962,3	(-41,4)	1.005,2	(-67,5)
tekući računi iznad minimalnih obveznih pričuva	14,4	(-6,9)	16,8	(-0,1)	11,8	(-5,0)	21,3	(-16,1)
minimalne obvezne pričuve²⁾	165,0	(-0,3)	164,8	(-1,0)	165,1	(+0,3)	165,3	(-2,0)
moгуćnost deponiranja kod središnje banke	3.919,0	(-126,4)	4.126,4	(+130,3)	3.706,6	(-419,8)	4.045,4	(-241,1)
operacije fine prilagodbe za povlačenje likvidnosti	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Izvor: ESB

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

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

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

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

Imovina

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 10. svibnja 2023. – 1. kolovoza 2023.						prethodno promatrano razdoblje: 8. veljače 2023. – 9. svibnja 2023.	
	treće i četvrto razdoblje održavanja		treće razdoblje održavanja: 10. svibnja – 20. lipnja		četvrto razdoblje održavanja: 21. lipnja – 1. kolovoza		prvo i drugo razdoblje održavanja	
autonomni činitelji puštanja likvidnosti	1.133,0	(+62,0)	1.145,8	(+63,4)	1.119,9	(–25,9)	1.071,0	(+81,8)
neto inozemna imovina	938,2	(+6,2)	948,2	(+3,3)	927,9	(–20,4)	932,0	(–18,5)
neto imovina nominirana u eurima	194,8	(+55,7)	197,5	(+60,1)	192,0	(–5,5)	139,0	(+100,3)
instrumenti monetarne politike	5.766,7	(–326,6)	5.986,4	(–38,5)	5.546,8	(–439,6)	6.093,4	(–477,6)
operacije na otvorenom tržištu	5.766,6	(–326,7)	5.986,3	(–38,5)	5.546,7	(–439,6)	6.093,3	(–477,6)
kreditne operacije	897,5	(–274,7)	1.102,2	(–17,0)	692,9	(–409,3)	1.172,3	(–454,5)
MRO	6,3	(+5,0)	1,6	(+0,2)	10,9	(+9,2)	1,2	(–0,4)
tromjesečni LTRO	3,8	(+1,4)	2,1	(–0,0)	5,5	(+3,4)	2,5	(+0,1)
operacije TLTRO III	887,5	(–281,1)	1.098,4	(–17,1)	676,5	(–421,9)	1.168,6	(–453,3)
portfelji izravnih monetarnih transakcija ¹⁾	4.869,1	(–51,9)	4.884,1	(–21,5)	4.853,8	(–30,4)	4.921,0	(–23,1)
mogućnost granične posudbe od središnje banke	0,1	(+0,1)	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(+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: 10. svibnja 2023. – 1. kolovoza 2023.						prethodno promatrano razdoblje: 8. veljače 2023. – 9. svibnja 2023.	
	treće i četvrto razdoblje održavanja		treće razdoblje održavanja: 10. svibnja – 20. lipnja		četvrto razdoblje održavanja: 21. lipnja – 1. kolovoza		prvo i drugo razdoblje održavanja	
agregatne potrebe za likvidnošću ¹⁾	1.836,9	(–189,8)	1.843,2	(–168,6)	1.830,3	(–12,9)	2.026,6	(–220,4)
neto autonomni činitelji ²⁾	1.671,9	(–189,4)	1.678,4	(–167,6)	1.665,2	(–13,2)	1.861,3	(–218,3)
višak likvidnosti ³⁾	3.933,3	(–133,4)	4.143,1	(+130,2)	3.718,3	(–424,8)	4.066,7	(–257,2)

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: 10. svibnja 2023. – 1. kolovoza 2023.				prethodno promatrano razdoblje: 8. veljače 2023. – 9. svibnja 2023.			
	treće razdoblje održavanja: 10. svibnja – 20. lipnja		četvrto razdoblje održavanja: 21. lipnja – 1. kolovoza		prvo razdoblje održavanja		drugo razdoblje održavanja	
MRO	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)
mogućnost granične posudbe od središnje banke	4,00	(+0,25)	4,25	(+0,25)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)
mogućnost deponiranja kod središnje banke	3,25	(+0,25)	3,50	(+0,25)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)
€STR	3,148	(+0,250)	3,401	(+0,253)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)
RepoFunds Rate Euro	3,134	(+0,253)	3,400	(+0,266)	2,402	(+0,774)	2,881	(+0,480)

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 326,6 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na

5.766,7 mlrd. EUR (Grafikon A). Smanjenje likvidnosti bilo je prije svega posljedica smanjenja kreditnih operacija.

Prosječan iznos likvidnosti osigurane kreditnim operacijama smanjio se za

274,7 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja. Spomenuto smanjenje

uglavnom odražava smanjenje nepodmirenih iznosa u sklopu operacija TLTRO III zbog dospijea četvrte operacije u sklopu operacija TLTRO III (476,8 mlrd. EUR) i prijevremenih bankovnih otplata ostalih sredstava odobrenih u sklopu operacija TLTRO (29,5 mlrd. EUR) 28. lipnja 2023. u četvrtom razdoblju održavanja. Istodobno su u četvrtom razdoblju održavanja neznatno porasli nepodmireni iznosi u sklopu standardnih operacija refinanciranja Eurosustava (MRO i tromjesečni LTRO).

Prosječan iznos likvidnosti osigurane portfeljima izravnih monetarnih

transakcija smanjio se za 51,9 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja. Neto

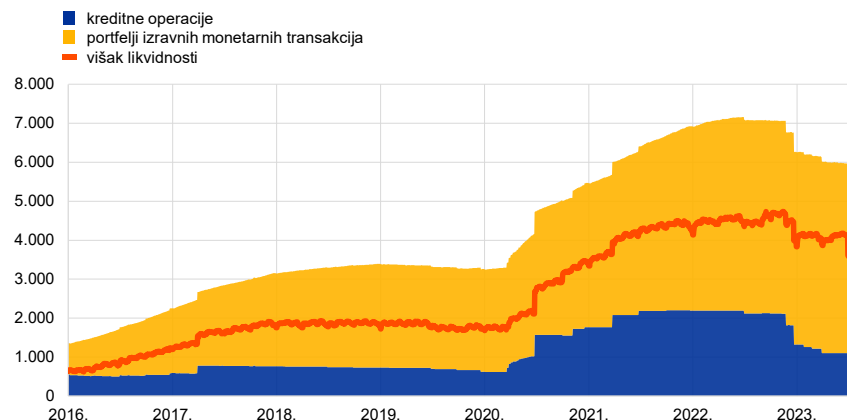
kupnje vrijednosnih papira u sklopu ESB-ova hitnog programa kupnje zbog pandemije obustavljene su krajem ožujka 2022.; od tada Eurosustav u potpunosti reinvestira glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu tog programa. Kad je riječ o APP-u, u skladu s odlukom Upravnog vijeća, reinvestiranje glavnice dospjelih vrijednosnih papira postupno je smanjivano u prosječnom mjesečnom iznosu od 15 mlrd. EUR do kraja lipnja i potpuno se prestalo provoditi od 1. srpnja.²

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

Grafikon A

Promjene u likvidnosti osiguranoj operacijama na otvorenom tržištu i višku likvidnosti

(mlrd. EUR)



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na 1. kolovoza 2023.

Višak likvidnosti

Višak likvidnosti smanjio se za 467,8 mlrd. EUR u odnosu na 4.114 mlrd. EUR posljednjeg dana prethodnoga promatranog razdoblja i iznosio je 3.646,1 mlrd. EUR 1. kolovoza, odnosno posljednjeg dana sadašnjega promatranog razdoblja. Prosječan višak likvidnosti bio je niži za 133,4 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja i iznosio je 3.933,3 mlrd. EUR. 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. Višak likvidnosti dosegnuo je najvišu razinu od 4.748 mlrd. EUR u studenome 2022. i zatim se počeo postupno smanjivati, uglavnom zbog dospjeća operacija i prijevremenih otplata u sklopu operacija TLTRO III, umanjeno za učinke autonomnih činitelja.

Kretanja kamatnih stopa

Eurska kratkoročna kamatna stopa (€STR) porasla je za 51 bazni bod, povećavši se s 2,894 %, koliko je iznosila 9. svibnja, posljednjeg dana prethodnoga promatranog razdoblja, na 3,404 %, koliko je iznosila 1. kolovoza³, posljednjeg dana sadašnjega promatranog razdoblja, što je odraz povećanja kamatnih stopa monetarne politike ESB-a. Prijenos povećanja kamatnih stopa monetarne politike u svibnju i lipnju 2023. na kamatne stope na neosiguranom prekonoćnom tržištu novca bio je potpun i neposredan. €STR je bio prosječno za 10,1 bazni bod niži od kamatne stope na stalno raspoloživu mogućnost

³ Na kamatnu su stopu 1. kolovoza također utjecali učinci na kraju mjeseca iz srpnja.

deponiranja kod središnje banke tijekom sadašnjega promatranog razdoblja, slično kao i u prva dva razdoblja održavanja u 2023.

Repo stopa europodručja, mjerena indeksom RepoFunds Rate Euro, povećala se za 55,7 baznih bodova, odnosno s 2,881 %, koliko je iznosila 9. svibnja, na 3,438 %, koliko je iznosila 1. kolovoza (vidi bilješku 3.). Prijenos povećanja kamatnih stopa monetarne politike na osigurano tržište novca bio je također potpun i neposredan. Repo tržište nastavilo je uredno funkcionirati zahvaljujući nizu činitelja, kao što su povećanje neto izdavanja od početka godine i oslobađanje mobiliziranoga kolaterala zbog dospijeca iznosa u sklopu operacija TLTRO te smanjenje stanja APP-a.

7. Raspodjela kapitala banaka i implikacije za monetarnu politiku

Priredili: Cyril Couaillier, Maria Dimou i Conor Parle

Banke raspodjeljuju kapital ulagačima u vlasnički kapital isplatom dividenda ili otkupom dionica, što ima nejasne implikacije za transmisiju monetarne politike preko banaka.

S jedne strane, raspodjela kapitala dugoročno može biti korisna za transmisiju monetarne politike jer čini banke privlačnima ulagačima. Prvo, raspodjela kapitala upućuje na povjerenje rukovoditelja u očekivani tok dobiti njihovih banaka ili procjenu da je trenutna cijena dionica banke podcijenjena. Drugo, raspodjela dividenda ulagačima omogućuje da povećaju kontrolu nad novcem koji je banka generirala i ostvare korist od popratnih isplata, umjesto da ga u potpunosti drže na raspolaganju upravi. Raspodjela kapitala putem spomenuta dva kanala može ulagačima u vlasnički kapital poslužiti kao znak pouzdanosti banke. To pridonosi smanjenju bankina troška vlasničkoga kapitala i olakšava joj pristup financijskim tržištima. Niži trošak vlasničkoga kapitala može naposljetku pridonijeti financijskom zdravlju banaka i očuvati njihovu sposobnost neometane transmisije monetarne politike. S druge strane, raspodjele kapitala smanjuju stope kapitala banaka, pri čemu su svi ostali činitelji jednaki. Te raspodjele mogu biti posljedica prošlih ili budućih gospodarskih slabosti jer banke mogu raspodijeliti kapital koji nisu imale priliku upotrijebiti i u vezi s kojim predviđaju da ga neće biti potrebno upotrijebiti kako bi se zadovoljila potražnja za kreditima za ulaganja. U tom bi slučaju raspodjele bile u suglasju s transmisijom pooštavanja monetarne politike. Osim toga, smanjena sposobnost posredovanja također bi utjecala na transmisiju pooštavanja monetarne politike preko banaka jer niži zaštitni slojevi kapitala pridonijeli bi pooštavanju uvjeta kreditiranja. Međutim, prekomjerne ili loše tempirane isplate, osobito u razdobljima neizvjesnosti, mogu povećati stres i ugroziti neometanu transmisiju monetarne politike u situaciji kada je financijski sustav pogođen šokom.¹ To u nekim okolnostima može učiniti financijski sustav više izloženim riziku financijske stabilnosti. Banke bi se stoga trebale pridržavati razboritih politika isplata.

Od završetka najozbiljnije faze pandemije i isteka preporuke za ograničavanje isplata ESB-ova nadzora banaka, banke u europodručju ubrzano raspodjeljuju kapital, osobito putem programa znatnih otkupa (Grafikon A), s ciljem dostizanja propuštenih raspodjela iz prethodnih godina.

Nova baza podataka na razini banaka o dividendama i otkupima banaka u europodručju, čiji su izvor godišnja izvješća, razjasnila je dinamiku raspodjele vlasničkoga kapitala. Ti podatci omogućuju da se i na mikrorazini i na makrorazini ispitaju očekivane isplate za financijsku godinu 2022. (tj. isplate planirane za isplatu u 2023.) i da se ocijeni dinamika isplata. Preporuka iz ožujka 2020. kojom je nadzor banaka ESB-a zatražio od banaka da ne isplaćuju kapital tijekom pandemije rezultirala je snažnim smanjenjem raspodjele kapitala u toj godini jer mnoge su banke odustale od isplata

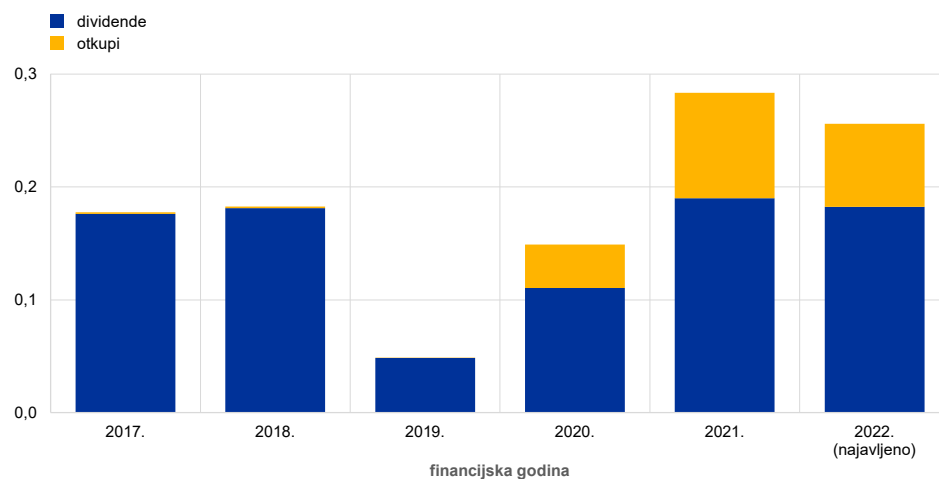
¹ Primjerice, otkupi dionica mogli bi biti rezultat remuneracije glavnih izvršnih direktora povezane s cijenom dionica. Raspodjela kapitala koja ne počiva na fundamentima mogla bi smanjiti sposobnost banaka za posredovanje.

koje su planirale ostvariti iz dobiti za 2019. (Grafikon A). Ta je preporuka izmijenjena u prosincu 2020. te su banke pozvane da se suzdrže od isplata ili da ih ograniče. Od isteka prosinačke preporuke u rujnu 2021. banke u europodručju nastavile su sa svojim isplatama, pri čemu su iznosi isplata bili veći nego u godinama prije pandemije, ali i nadalje manji od onih koji su bili planirani u sklopu raspodjela za 2020. i 2021. Iako dividende neznatno premašuju svoju razinu iz razdoblja prije izbijanja pandemije, glavnina povećanja u segmentu raspodjela kapitala proizlazi iz otkupa dionica. Oni su činili 33 % isplata zasnovanih na dobiti za 2021. i 29 % planiranih isplata zasnovanih na dobiti za 2022. (Grafikon A, žuti stupci), pri čemu su otkupi gotovo u potpunosti izostali u razdoblju od 2017. do 2019.

Grafikon A

Raspodjele dividenda i otkupi kao postotak ukupne imovine

(postotak ukupne imovine)

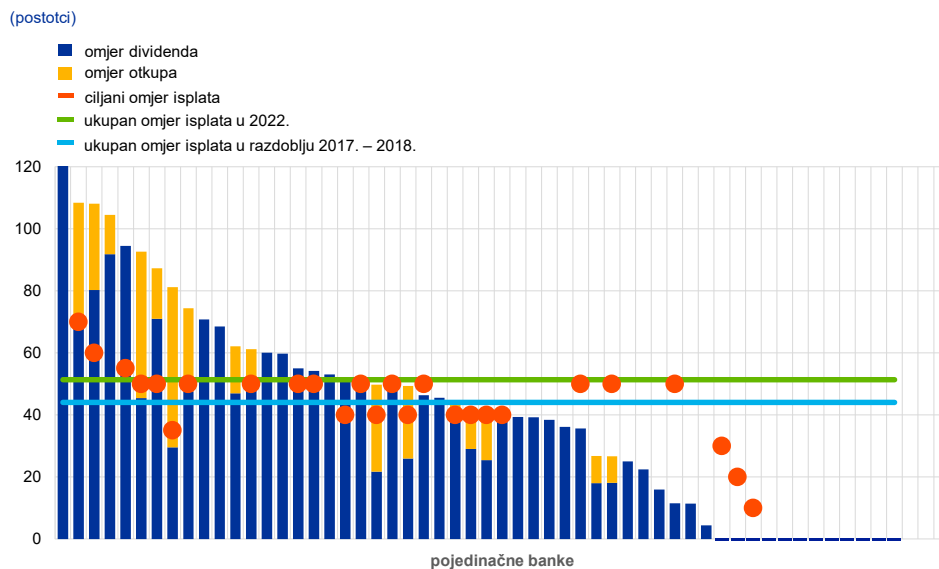


Izvori: financijski računi banaka i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje ukupnu godišnju vrijednost isplata dividenda i otkupa dionica u svrhu poništavanja na uzorku od 57 banaka europodručja skalirano zbrojem prosjeka ukupne imovine u svakoj godini za svaku banku. Ako podatci za određenu financijsku godinu nisu dostupni, upotrebljava se ukupna imovina za sljedeću financijsku godinu. Vrijednosti se uzimaju iz godišnjih izvješća banaka i predstavljaju zbroj privremenih plaćanja izvršenih prije kraja referentne financijske godine i završnih plaćanja izvršenih nakon kraja godine, pri čemu se obje vrste plaćanja odnose na dobit tijekom referentne financijske godine. Posljednji podatci odnose se na raspodjelu iz dobiti za 2022. (koja se isplaćuje u 2023.).

Grafikon B

Omjeri isplata realiziranih na razini banaka iz dobiti za 2022. i ciljani omjeri minimalnih isplata



Izvori: finansijski računi banaka, nadzorno izvješćivanje ESB-a i izračun ESB-a
Napomene: Grafikon prikazuje ukupne otkupe i dividende iz dobiti koja se odnosi na finansijsku godinu 2022. kao udio neto dobiti pojedinačnih banaka u toj godini. Stupac krajnje lijevo odnosi se na ukupni omjer od 350 % za banku koja je 2023. izvršila izvanredno plaćanje za finansijsku godinu 2022. Točke prikazuju ciljane omjere minimalnih isplata za poduzorak banaka za koje se ti omjeri objavljuju. Puna linije u zelenoj i svjetloplavoj boji prikazuju ukupne omjere isplate (definirane kao zbroj ukupnih isplata dividenda podijeljen sa zbrojem neto dobiti svih banaka u uzorku) u 2022. i razdoblju od 2017. do 2018. Razdoblje od 2019. do 2021. nije uključeno jer pandemija je barem djelomično utjecala na njega. Mali stupci na desnoj strani jednaki nula odnose se na banke koje u trenutku provođenja analize nisu planirale isplate dividenda ili otkupe za finansijsku godinu 2022. Svi se omjeri odnose na raspodjelu iz dobiti za 2022. (koja se isplaćuje u 2023.).

Iznosi isplata znatno se razlikuju među bankama s obzirom na ukupnu isplatu i važnost izvanrednih otkupa (Grafikon B), dok planovi banaka upućuju na moguće daljnje povećanje dividenda. Ukupno gledano, banke europodručja čije dionice kotiraju na burzi, obuhvaćene uzorkom, isplatile su ili namjeravaju isplatiti oko 50 % svoje ukupne dobiti za 2022. kroz dividende ili otkupe (puna zelena linija u Grafikonu B), što je znatno više od ukupnog omjera isplata od 44 % za finansijske godine 2017. i 2018. (posljednje dvije godine na koje pandemija nije utjecala, pune svjetloplave linije u Grafikonu B), ali uglavnom u skladu s dinamikom dostizanja propuštenih raspodjela.² Međutim, ukupni iznosi prikrivaju znatne razlike među bankama, osobito u vezi s otkupom dionica (žuti stupci u Grafikonu B). Navedeni razlozi za otkupe dionica razlikuju se, od kojih su neki označeni kao strukturni, ali većina ih je izvanredna.³ Na to, primjerice, upućuje činjenica da većina razlika između stvarnih omjera isplata i ciljnih omjera isplata preuzetih iz javno dostupnih izvješća banaka odgovara otkupima dionica. Cilj većine banaka jesu omjeri isplata između 40 % i 60 %, pri čemu su omjeri ostalih banaka znatno manji zbog obnove kapitala nakon stresnih razdoblja poput globalne finansijske krize ili krize državnog duga (narančaste točke u Grafikonu B). Nadalje, iako su dividende porasle u

² Omjer isplata iz dobiti za 2019. bio je niži nakon preporuke ESB-a, pri čemu je omjer isplata iz dobiti za 2020. bio znatno veći jer one su u određenoj mjeri nastavljene. Ukupan omjer isplata iz dobiti za 2019. i 2020. uglavnom je bio u skladu s podacima iz razdoblja prije pandemije, što upućuje na određeni stupanj dostizanja.

³ Godišnja izvješća nekih banaka povezuju iznimne otkupe s prodajama društava kćeri. Ostale banke navode da je izravni cilj bio smanjenje viška kapitala kako bi se održala učinkovita struktura kapitala ili opisuju otkupe kao dio uobičajenih politika isplata.

usporedbi s razdobljem prije izbijanja pandemije, mnoge su banke i dalje ispod svojih ciljeva ili uopće ne isplaćuju dividende. Banke sa znatno manjim raspoloživim kapitalom ili suočene s drugim regulatornim ograničenjima vjerojatno će povećati dividende kada se njihova situacija normalizira i kada se povećaju pritisci usporedivih institucija, što u budućnosti može rezultirati daljnjim porastom ukupnih dividenda.

Banke uglavnom raspodjeljuju više kapitala kada su profitabilnije te kada raspoložu kvalitetnijom imovinom (mjereno udjelima neprihodonosnih kredita) i većom likvidnošću, ali isto tako s vremenom ublažavaju raspodjele, što je vidljivo iz odgođene raspodjele (Grafikon C). U skladu s literaturom te korelacije potvrđuje višegodišnja ekonometrijska analiza koja pokazuje da na isplate prinosa banaka (tj. isplate kao postotak vlasničkoga kapitala banaka) utječu njihove vlastite odgode te povrat na kapital (ROE) i udjeli neprihodonosnih kredita banaka (Grafikon D).⁴ Prema procjenama svaki dodatni postotni bod povrata na kapital za bankarski sektor u cjelini znači 2 mlrd. EUR veće isplate. Porast neto kamatnih marža banaka u okruženju pooštavanja monetarne politike od sredine 2022. vjerojatno je dao pozitivan doprinos dosadašnjim raspodjelama kapitala banaka. Istodobno, utjecaj pooštavanja vjerojatno će s vremenom smanjiti profitabilnost zbog slabljenja rasta kredita, rasta kreditnog rizika i rasta kamatnih stopa na depozite, što će ograničiti prostor za daljnje isplate. Osim toga, analiza također pokazuje da banke s boljim likvidnosnim pozicijama, koje su vidljive iz koeficijenta likvidnosne pokrivenosti (LCR), također ostvaruju veće isplate. Općenito, čini se da su banke s najvećom raspodjelom dividenda tijekom posljednjih godina bile banke u najboljoj poziciji da to učine.⁵

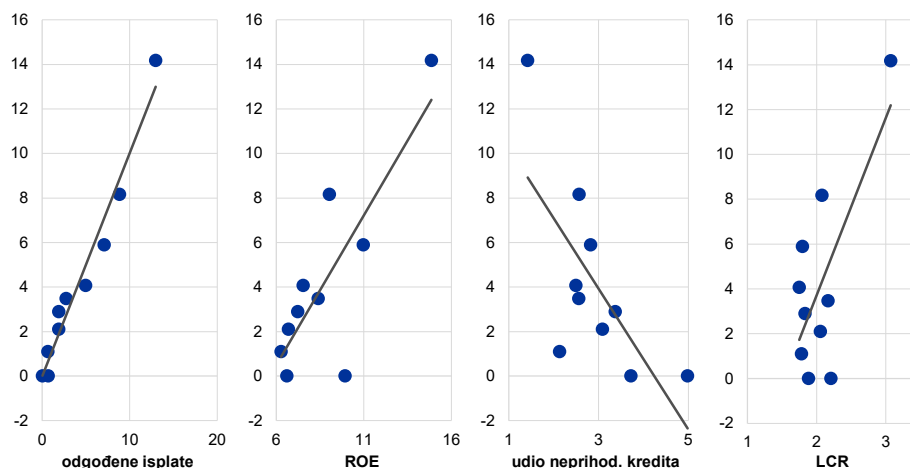
⁴ Vidi, među ostalim, Belloni, M., Grodzicki, M. i Jarmuzek, M., „Why European banks adjust their dividend payouts?”, *Working Paper Series*, br. 2765, ESB, siječanj 2023.; Theis, J. i Dutta, A. S., „Explanatory factors of bank dividend policy: revisited”, *Managerial Finance*, sv. 35, br. 6, 2009. i Dickens, R. N., Casey, K. M. i Newman, J. A., „Bank Dividend Policy: Explanatory Factors”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, sv. 41, br. 1/2, 2002., str. 3. – 12.

⁵ Osim toga, kada je riječ o uzorku banaka koje su najavile svoje ciljane stope kapitala ulagačima, daljnji izračuni pokazuju da odnos isplata i raspoloživoga kapitala proizlazi i iz činjenice da banke s većim viškom kapitala isplaćuju više.

Grafikon C

Isplate iz dobiti banaka za 2022. u odnosu na njihove vlastite odgode, povrat na kapital, udio neprihodonosnih kredita i koeficijent likvidnosne pokrivenosti

(os x: postotci vlasničkoga kapitala (prvi i drugi panel), postotci kredita (treći panel) i koeficijent likvidnosne pokrivenosti (četvrti panel), os y: postotci vlasničkoga kapitala)



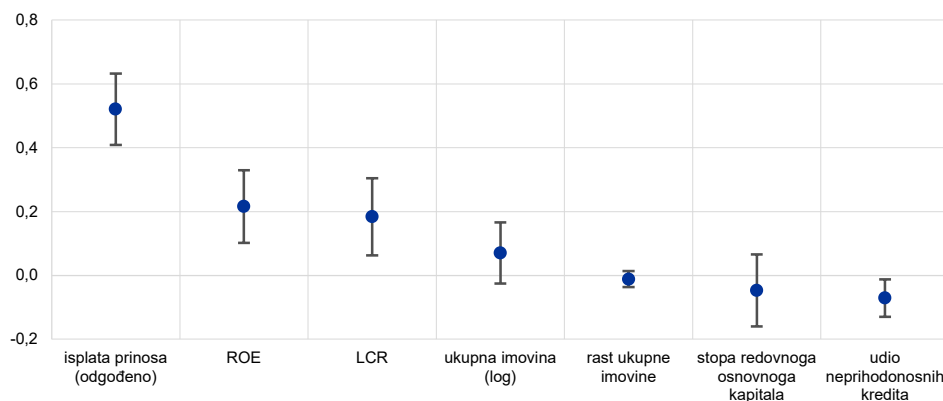
Izvori: financijski računi banaka, nadzorno izvješćivanje ESB-a i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje decile raspodjele godišnjih isplata prinosa banaka (dividende i otkupi dionica podijeljeni s knjigovodstvenom vrijednošću vlasničkoga kapitala) u odnosu na njihove vlastite odgode (prvi panel) te u odnosu na vrijednosti s vremenskim odmakom povrata na kapital (ROE) (drugi panel), udjela neprihodonosnih kredita (treći panel) i koeficijenta likvidnosne pokrivenosti (LCR) (četvrti panel). Podatci za ROE, LCR i udio neprihodonosnih kredita prikazani su s vremenskim odmakom od godinu dana.

Grafikon D

Regresijski koeficijenti koji objašnjavaju isplate prinosa iz dobiti u razdoblju od 2016. do 2022.

(regresijski koeficijenti prikazuju utjecaj 1 postotnog boda odgodene isplate prinosa, povrata na kapital, koeficijenta likvidnosne pokrivenosti, rasta ukupne imovine, stope redovnog osnovnoga kapitala i udjela neprihodonosnih kredita te 1 jedinice loga ukupne imovine na isplatu prinosa u postotnim bodovima)



Izvori: financijski računi banaka, nadzorno izvješćivanje ESB-a i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje regresijske koeficijente godišnjih isplata prinosa banaka (dividende i otkupi dionica podijeljeni s knjigovodstvenom vrijednošću vlasničkoga kapitala) u odnosu na njihove vlastite odgode te u odnosu na vrijednosti s vremenskim odmakom povrata na kapital (ROE), koeficijenta likvidnosne pokrivenosti (LCR), veličine banke (log ukupne imovine), godišnje stope rasta ukupne imovine, stope redovnog osnovnoga kapitala i udjela neprihodonosnih kredita. U regresije su uključeni i fiksni učinci na razini godine. Objasnidbene varijable imaju vremenski odmak od godinu dana. Varijable su skalirane (aritmetička sredina jednaka nuli i standardna pogreška jednako 1). Stupci pogrešaka prikazuju intervale pouzdanosti od 90 %. Standardne pogreške grupirane su na razini banaka. Razdoblje uzorka obuhvaća financijske godine od 2016. do 2022., osim 2019. koja je isključena zbog preporuke za dividende i otkupe dionica ESB-ova nadzora banaka. Posljednji podatci odnose se na raspodjelu iz dobiti za 2022. (koja se isplaćuje u 2023.). Rezultati se odnose na uzorak od 57 banaka europa područja.

Iako su nedavne isplate pozitivno utjecale na financijska tržišta, opredijeljenost za veće isplate bila je povezana s nižom ponudom kredita

banaka i višim kamatnim stopama na kredite te je stoga vjerojatno pridonijela dosadašnjoj transmisiji impulsa pooštavanja monetarne politike. Banke koje su najavile veće isplate prinosa na temelju dobiti za 2022. zabilježile su niži porast troška vlasničkoga kapitala tijekom epizode previranja na financijskim tržištima iz ožujka 2023. (Grafikon E). To bi moglo biti posljedica većih isplata koje su ostvarile banke s boljim financijskim rezultatima, ali u određenoj mjeri i pozitivnog utjecaja. Taj bi utjecaj bio u skladu s nalazima u drugim nedavnim radovima i upućuje na to da bi veće isplate najavljene posljednjih godina mogle pridonijeti sposobnosti banaka za posredovanje u stresnim razdobljima.⁶ Istodobno, postoje određeni okvirni dokazi o negativnom odnosu između prethodno najavljenih isplata i ponude kredita od početka normalizacije monetarne politike. Na temelju granularnih podataka iz registra korporativnih kredita u europodručju (AnaCredit), prilagođeno za potražnju za kreditima i druge zbunjujuće činitelje, čini se da su dividende iz dobiti za 2021. (isplaćene u 2022.) negativno povezane s rastom kredita i pozitivno povezane s kamatnim stopama banaka na kredite u 2022., što upućuje na nižu ponudu kredita tijekom 2022. kod banaka s višim omjerom dividenda (vidi Grafikon F). S tim u vezi, najavljene isplate za financijsku godinu 2022. također su negativno povezane s ponudom kredita banaka u 2022., što upućuje na to da su banke planirale svoje raspodjele kapitala na temelju preliminarnih zarada ostvarenih do određenog datuma u godini i projekcija dobiti na kraju godine te da su kalibrirale svoje odluke o kreditiranju i općenito odluke o upravljanju imovinom i obvezama tijekom 2022. uzimajući u obzir svoje planove za raspodjelu dividenda u sljedećoj godini na temelju prihoda iz 2022.⁷ Prema procjenama, činjenica da su isplate iz dobiti za 2022. bile oko 1 postotni bod više od standardiziranih isplata prinosa u razdoblju prije pandemije bila bi povezana sa smanjenjem obujma kredita za oko 1 %, iako bi ta korelacija mogla obuhvatiti i činitelje povezane s ukupnim usporavanjem rasta kredita u kontekstu pooštavanja monetarne politike. Financijska godina 2022. podudarila se s prvom fazom ciklusa pooštavanja, što je možda potaknulo banke da ograniče ponudu kredita kako bi raspodijelile kapital kada to bude moguće učiniti sa stajališta profitabilnosti. Stoga je važno pratiti isplate u uvjetima uzajamnog djelovanja raspodjela kapitala i transmisijskog mehanizma monetarne politike u sljedećim godinama.

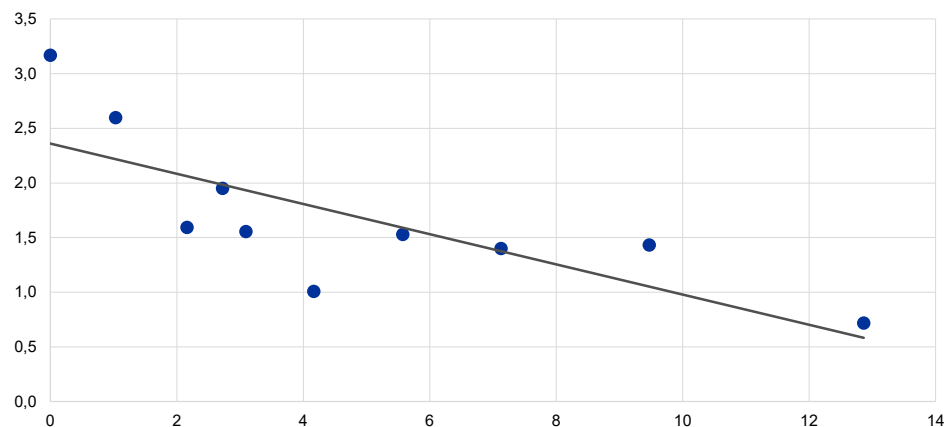
⁶ Vidi okvir pod naslovom „*Dividend payouts and share buybacks of global banks*“, *Financial Stability Review*, ESB, svibanj 2020.

⁷ To je u skladu sa spomenutom tendencijom banaka da s vremenom ublaže svoje dividende. Neke najavljuju višegodišnje ciljane isplate, što znači da ulaze u novu godinu svjesne ciljane dividende za tu godinu, čak i ako se uzmu u obzir neizvjesni rezultati na kraju godine. Regresija ponude kredita u 2022. u odnosu na dividende i isplate iz dobiti za 2022. mogla bi dovesti do obrnute uzročnosti. Međutim, pristranost bi bila konzervativna jer veće bi dobiti zbog većih kredita trebale rezultirati višim dividendama. Kao takvi, tako procijenjeni koeficijenti vjerojatno su donja granica. Ta bi konzervativna pristranost bila još izraženija jer vjerojatnije je da je na dobit iz 2021. utjecao oporavak isplata nakon pandemije, što bi u toj specifikaciji trebalo dodatno povećati pristranost koeficijenta prema nuli.

Grafikon E

Promjena troška vlasničkoga kapitala banaka u razdoblju između veljače i ožujka 2023. i isplate prinosa iz dobiti za 2022.

(os x: isplata prinosa (postotni bodovi), os y: promjena troška vlasničkoga kapitala (postotci))



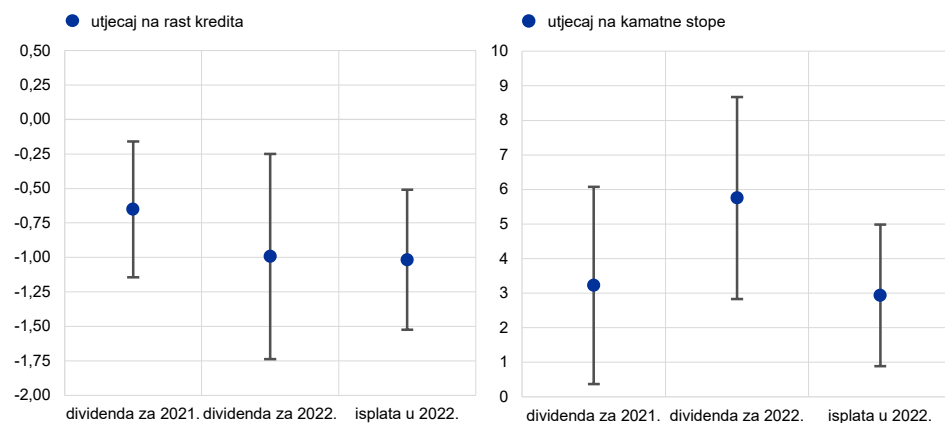
Izvori: finansijski računi banaka, Bloomberg, Refinitiv i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje decile raspodjele godišnjih isplata prinosa banaka (dividende i otkupi dionica podijeljeni s knjigovodstvenom vrijednošću vlasničkoga kapitala) iz dobiti za 2022. na osi x u odnosu na promjenu troška vlasničkoga kapitala banaka u razdoblju između veljače i ožujka 2023. na osi y. Trošak vlasničkoga kapitala prosjek je procjena na temelju deset modela (dostupnih na razini banaka) u Altavilla, C. *et al.*, „Measuring the cost of equity of euro area banks”, *Occasional Paper Series*, br. 254, ESB, siječanj 2021. Puna linija prikazuje liniju koja najbolje odgovara odnosima raspršenosti.

Grafikon F

Utjecaj isplata iz dobiti za 2021. i 2022. na rast kredita i kamatnih stopa u 2022.

(regresijski koeficijenti prikazuju utjecaj 1 postotnog boda dividenda ili isplata prinosa na rast kredita u postotnim bodovima i kamatne stope u baznim bodovima)



Izvori: finansijski računi banaka, nadzorno izvješćivanje ESB-a i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje regresijske koeficijente rasta kredita i promjene kamatnih stopa na razini banaka u 2022. u odnosu na godišnje dividendne prinose banaka (dividende podijeljene s knjigovodstvenom vrijednošću vlasničkoga kapitala) iz dobiti za 2021. i 2022. te isplatu prinosa (dividende i otkupi dionica podijeljeni s knjigovodstvenom vrijednošću vlasničkoga kapitala) iz dobiti za 2022. Kontrolne su varijable ROE, LCR, stopa redovnog osnovnoga kapitala iznad kapitalnih zahtjeva, godišnja stopa rasta ukupne imovine, veličina banke (log ukupne imovine), udio neprihodonosnih kredita i fiksni učinci za poduzeća. Objasnidbene varijable imaju vremenski odmak od godinu dana. Stupci pogrešaka prikazuju intervale pouzdanosti od 90 %. Posljednji podatci odnose se na raspodjelu iz dobiti za 2022. (koja se isplaćuje u 2023.).

8. Fiskalni utjecaj mjera potpore financijskom sektoru 15 godina nakon velike financijske krize

Priradili: Marien Ferdinandusse i Benoit Lichtenauer

Tijekom i nakon globalne financijske krize većina vlada država europodručja pružala je potporu pojedinim financijskim institucijama radi očuvanja financijske stabilnosti.¹ Intervencije su uključivale mjere poput ubrizgavanja

kapitala, nacionalizacije banaka, preuzimanja imovine kojoj je umanjena vrijednost posredovanjem javnih financijskih struktura za poništenje (poznate i kao „loše banke”) i davanjem kredita. U ovom se okviru promatra izravan utjecaj pomoći na javne financije europodručja koji je još uvijek vidljiv nakon 15 godina. Utjecaj na javne financije može se sažeti kako je opisano u nastavku:

- U slučaju kada su te operacije pokazale jasan gubitak za državu, klasificirane su kao kapitalni transferi kojima se povećava proračunski manjak.
- U slučaju kada je država primila dionice neke banke ili dužničke vrijednosne papire koji se smatraju jednako vrijednima kao pružena injekcija kapitala, mjera potpore smatra se financijskom transakcijom koja utječe na bruto dug opće države, ali ne na manjak.
- U slučaju kada je država izdala i jamstva radi potpore financijskom sektoru, ona čine potencijalne obveze koje utječu samo na javne financije ako bi ih trebalo aktivirati.

Utjecaj mjera financijske potpore donesenih tijekom velike financijske krize znatno je smanjen, ali te mjere i danas ostavljaju trag na javnim financijama.

Za europodručje u cjelini, mjerama financijske potpore poduzetima od 2007. javni je dug povećan do 2012. kada je utjecaj dosegnuo više od 6 postotnih bodova BDP-a (Grafikon A). Utjecaj duga od tada se smanjio jer vlade su mogle prodati vlasničke udjele koje su uzele kod banaka tijekom krize i raspolagale imovinom (uglavnom neprihodonosnim kreditima) koju su držale loše banke. Međutim, državni dug europodručja i dalje je bio viši od 3 % BDP-a 2022. zbog potpore financijskom sektoru, dok su nepodmirena jamstva iznosila oko 0,5 % BDP-a (Grafikon A).

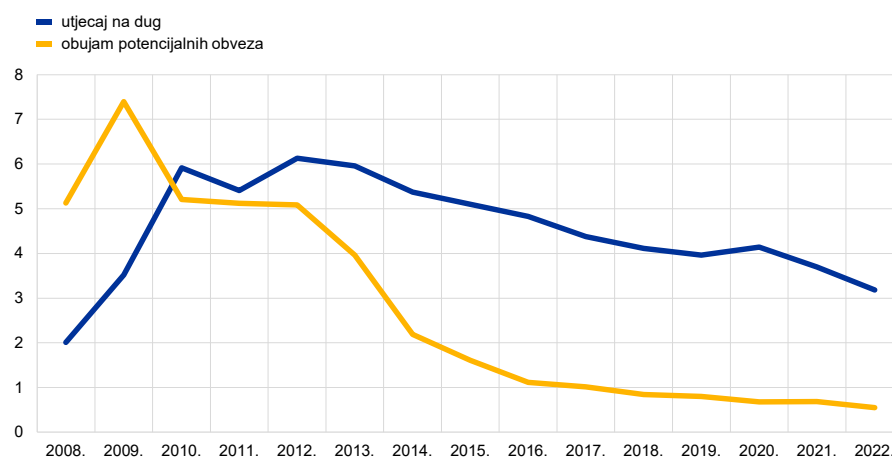
¹ Za opis financijske krize i poduzetih fiskalnih i financijskih mjera vidi „Euro area fiscal policies and the crisis”, *Occasional Paper Series*, br. 109, ESB, Frankfurt am Main, travanj 2010. i „Extraordinary measures in extraordinary times – public measures in support of the financial sector in the EU and the United States”, *Occasional Paper Series*, br. 117, ESB, Frankfurt am Main, srpanj 2010. Više informacija o statističkoj klasifikaciji mjera potpore i njihovu utjecaju na javne financije vidi u članku pod naslovom „The fiscal impact of financial sector support during the crisis”, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB, 2015.; „Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact”, *Statistics Paper Series*, br. 7, ESB, Frankfurt am Main, travanj 2015. i okvir pod naslovom „The fiscal impact of financial sector support measures: where do we stand a decade on from the financial crisis?”, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB, 2018. Nacionalna računovodstvena pravila primjenjiva na statističko bilježenje potpore za financijske institucije revidirana su tijekom vremena. Zbog toga se povijesni utjecaj javnih intervencija povremeno znatno mijenjao u usporedbi s tim prethodnim objavama. Od Eurostatove prve odluke o statističkom bilježenju javnih intervencija radi potpore financijskim institucijama u 2009. pravila su nedavno dodatno revidirana (vidi posuvremenjeno poglavlje 4.5. „Government intervention to support financial institutions: financial bailouts and defeasance structures” u najnovijem izdanju [Priručnika o državnom manjku i dugu](#) iz 2022.).

Financiranje potpore financijskom sektoru sastojalo se od dužničkih vrijednosnih papira (tek nešto više od polovine), kredita (17,7 %) i drugih obveza subjekata opće države (28,8 %).² Ovu potonju kategoriju uglavnom čini dug (1) banaka koje su nacionalizirane i reklasificirane pod sektor opće države i (2) dug loših banaka.

Grafikon A

Utjecaj mjera potpore financijskom sektoru na dug europodručja i mogući utjecaj na dug od nepodmirenih potencijalnih obveza, 2008. – 2022.

(postotak BDP-a)



Izvor: Eurostat

Napomene: Obveze opće države koje proizlaze iz mjera potpore financijskom sektoru utječu na promatrani dug. Potencijalne su obveze one u obliku eksplicitnih jamstava koja nemaju nikakav utjecaj na državne račune (osim prihoda od naknada za jamstvo), osim ako ili sve dok se ne dogodi određeni događaj u budućnosti.

Mjerama potpore povećavao se proračunski manjak vlada država europodručja svake godine od financijske krize, iako je utjecaj postao vrlo malen proteklih godina (Grafikon B). Nekih ranijih godina utjecajem manjka dominirali su kapitalni transferi. Kasnijih godina rashodi povezani s potporom, a to su uglavnom pasivne kamate i u manjoj mjeri kapitalni transferi, bili su veći od povezanih prihoda koje su uglavnom činile primljene kamate i dividende.³

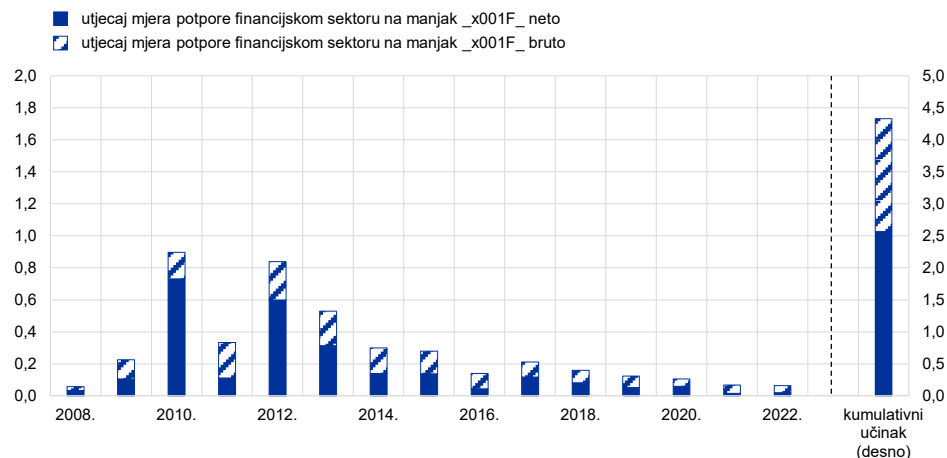
² Više pojedinosti vidi u Eurostatovim [osnovnim informacijama](#) iz travnja 2023. o državnim intervencijama za potporu financijskim institucijama.

³ S tim u vezi, fiskalni utjecaj mjera energetske potpore u europodručju tijekom prve dvije godine energetske krize pruža jasniju usporedbu. Kumulativni neto utjecaj potpore financijskom sektoru od 2008. do 2022. na proračunski manjak europodručja iznosio je oko 2,6 % BDP-a iz 2022., dok je neto utjecaj mjera energetske potpore u prve dvije godine energetske krize (2021. – 2022.) bio oko 1,9 % BDP-a. Vidi i okvir pod naslovom „[Nove informacije o odgovorima fiskalne politike na energetska krizu i visoku inflaciju](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 2, ESB, 2023.

Grafikon B

Utjecaj mjera potpore financijskom sektoru na proračunski manjak europodručja

(postotak BDP-a)



Izvor: Eurostat

Fiskalni utjecaj mjera potpore financijskom sektoru znatno se razlikuje u različitim državama europodručja. Nekoliko država nije poduzelo mjere ili nije poduzelo gotovo nikakve mjere, a najveći je utjecaj na omjer duga i BDP-a bio blizu 10 % ili više u deset država europodručja, uključujući Njemačku, Nizozemsku, Latviju, Austriju, Sloveniju, četiri države europodručja kojima je bio potreban program prilagodbe EU-a / Međunarodnoga monetarnog fonda (MMF) (Irska, Grčka, Cipar i Portugal) te Španjolsku⁴ koja je 2012. zatražila financijsku pomoć Europskog fonda za financijsku stabilnost / Europskoga stabilizacijskog mehanizma. Utjecaj duga kod korisnika programa prilagodbe EU-a / MMF-a bio je i dalje iznad deset postotnih bodova 2022., u nekim slučajevima i znatno viši (Grafikon C).⁵

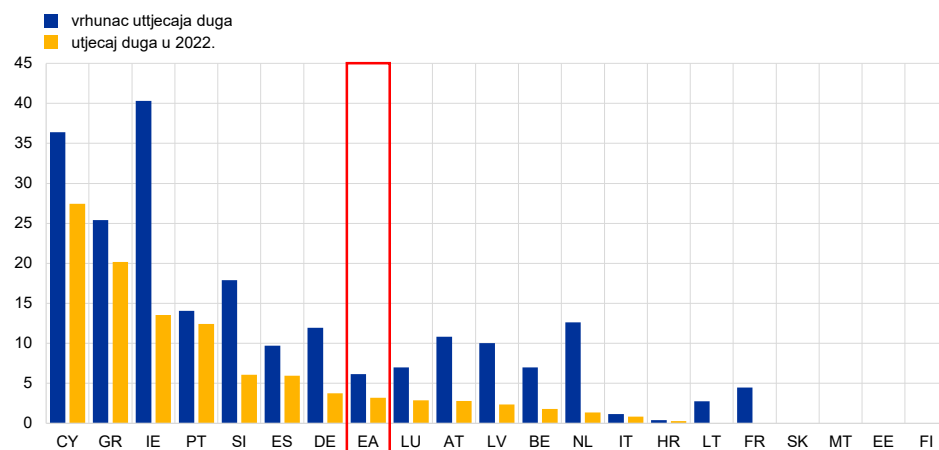
⁴ U Španjolskoj je utjecaj javne potpore financijskom sektoru na državni dug bio znatno revidiran 2021. (uključujući prošle podatke) kada je društvo za upravljanje imovinom Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) naknadno reklasificirano pod državni sektor od svojeg nastanka 2012. Više informacija vidi u [dopisu](#) od 16. veljače 2021. koji je Eurostat uputio institutu Instituto Nacional de Estadística o sektorskoj klasifikaciji SAREB-a.

⁵ Za Irsku je utjecaj duga bolje mjeriti kao postotak preinačena bruto nacionalnog dohotka (BND*), a ne BDP-a, zbog utjecaja poreznih operacija multinacionalnih društava na BDP. Utjecaj potpore financijskom sektoru na dug bio je najviši pri 53 % BND-a* 2013., a 2022. iznosio je 25 %.

Grafikon C

Utjecaj mjera potpore financijskom sektoru na bruto dug opće države

(postotak BDP-a)



Izvor: Eurostat

Napomene: Grafikon prikazuje najveće obveze opće države izražene kao postotak BDP-a u razdoblju od 2007. – 2022. i u 2022. Države su rangirane prema vrijednosti iz 2022.

Dugotrajan izravan utjecaj mjera potpore financijskom sektoru na javne financije prikazan u ovom okviru samo je dio ukupnih ekonomskih troškova financijske krize. Ti su se troškovi ostvarili i u obliku izgubljene proizvodnje i veće nezaposlenosti. Osim toga, u nekim su se državama nepovoljna kretanja u financijskom sektoru i državnim financijama međusobno pojačala povećavajući državne troškove financiranja i pogoršavajući financijsku i gospodarsku krizu, što je uzrokovalo povećanje omjera duga i BDP-a koji nije uključen u procjene u ovom okviru. Svi ti činitelji upućuju na važnost uspostave potrebnog institucionalnoga okvira radi sprječavanja nastanka epizoda makroekonomske i financijske nestabilnosti i smanjivanja njihovih troškova u slučaju da se ostvare. Od vremena velike financijske krize poduzete su reforme u EU-u da bi se poboljšao nadzor financijskog sektora, uredna sanacija financijskih institucija koje propadaju, održivost javnih financija i otpornost državnih zajmoprimaca, na primjer, uspostavljanjem jedinstvenog nadzornog mehanizma, jedinstvenog sanacijskog mehanizma i Europskog fiskalnog odbora⁶.

⁶ Vidi sljedeće poveznice za više informacija o [jedinstvenom nadzornom mehanizmu](#), [jedinstvenom sanacijskom mehanizmu](#) i [Europskom fiskalnom odboru](#).

© **Europska središnja banka, 2023.**

Poštanska adresa 60640 Frankfurt na Majni, Njemačka

Telefon +49 69 1344 0

Mrežne stranice www.ecb.europa.eu

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

Za izradu ovog Biltena odgovoran je Izvršni odbor ESB-a. Prijevod pripremaju i objavljuju nacionalne središnje banke.

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

PDF ISSN 2363-3603, QB-BQ-23-003-HR-N