



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

Ekonomski bilten

Broj 4/2024.



Sadržaj

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja	2
Pregled	2
1. Vanjsko okružje	8
2. Gospodarska aktivnost	14
3. Cijene i troškovi	22
4. Kretanja na financijskim tržištima	29
5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja	35
6. Fiskalna kretanja	42
Okviri	45
1. Oporavak nakon pandemije – zašto je rast u europodručju sporiji nego u Sjedinjenim Američkim Državama	45
2. Uvidi koji se temelje na pozivima o zaradi – što možemo naučiti od percepcije rizika poduzeća i raspoloženja poduzeća prema riziku	52
3. Povećanje profitnih marža pomoglo je poduzećima u zadržavanju radne snage	56
4. Pokretači rasta zaposlenosti u europodručju nakon pandemije – gledište zasnovano na modelu	61
5. Hoće li se oporaviti automobilski sektor europodručja?	67
6. Pokazatelji dobiti u analizi inflacije s obzirom na ulogu ukupnih troškova	73
7. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 31. siječnja do 16. travnja 2024.	78
8. Kreditni rizik i uvjeti kreditiranja banaka	85

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja

Pregled

Na sastanku održanom 6. lipnja 2024. Upravno vijeće odlučilo je smanjiti tri ključne kamatne stope ESB-a za 25 baznih bodova. Na temelju nove ocjene inflacijskih izgleda, dinamike temeljne inflacije i jačine transmisije monetarne politike bilo je primjereno, nakon devetomjesečnog razdoblja u kojem nije bilo promjene kamatnih stopa, ublažiti restriktivnost monetarne politike. Od sastanka Upravnog vijeća u rujnu 2023. inflacija se smanjila za više od 2,5 postotnih bodova i inflacijski izgledi znatno su se poboljšali. Smanjila se i temeljna inflacija, što dodatno upućuje na zaključak o slabljenju cjenovnih pritisaka, i smanjila su se inflacijska očekivanja za sva razdoblja. Uvjeti financiranja ostali su restriktivni zbog monetarne politike, što je pridonijelo smanjenju potražnje i održavanju čvrste usidrenosti inflacijskih očekivanja te tako dalo velik doprinos smanjenju inflacije.

Istodobno, unatoč napretku ostvarenom u proteklim tromjesečjima, domaći cjenovni pritisci i dalje su snažni u uvjetima povećanog rasta plaća te će inflacija vjerojatno ostati na razinama višima od ciljne u velikom dijelu sljedeće godine. Najnovije projekcije stručnjaka Eurosustava za ukupnu i temeljnu inflaciju revidirane su naviše za 2024. i 2025. u odnosu na projekcije iz ožujka. Stručnjaci sada predviđaju da će ukupna inflacija prosječno iznositi 2,5 % u 2024., 2,2 % u 2025. i 1,9 % u 2026. U vezi s inflacijom bez energije i hrane stručnjaci predviđaju prosječnu stopu od 2,8 % u 2024., 2,2 % u 2025. i 2,0 % u 2026. Gospodarski rast trebao bi se povećati na 0,9 % u 2024., 1,4 % u 2025. i 1,6 % u 2026.

Upravno vijeće odlučno se zalaže za skori povratak inflacije na njegov srednjoročni cilj od 2 %. Ključne kamatne stope ostat će dovoljno restriktivne onoliko dugo koliko bude potrebno za postizanje tog cilja. Pri određivanju odgovarajuće razine restriktivnosti i trajanja restriktivne monetarne politike na svakom sastanku Upravno vijeće nastavit će primjenjivati pristup koji se zasniva na podacima. Naime, njegove će odluke o kamatnim stopama ovisiti o ocjeni inflacijskih izgleda na temelju novih gospodarskih i financijskih podataka te o dinamici temeljne inflacije i jačini transmisije monetarne politike. Upravno vijeće ne opredjeljuje se unaprijed za određenu dinamiku promjene stopa.

Osim toga, Upravno vijeće potvrdilo je da će smanjivati držanja Eurosustava u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase programme*, PEPP) za prosječno 7,5 mlrd. EUR mjesečno u drugoj polovini godine. Načini smanjenja držanja vrijednosnih papira u sklopu PEPP-a uglavnom će biti u skladu s načinima smanjenja držanja u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (engl. *asset purchase programme*, APP).

Gospodarska aktivnost

Gospodarstvo europodručja, koje je stagniralo tijekom prethodnih pet tromjesečja, u prvom je tromjesečju 2024. raslo po stopi od 0,3 %. Uslužni sektor raste, a u sektoru prerađivačke industrije postoje naznake stabilizacije na niskim razinama.

U prvom tromjesečju ove godine otvoreno je približno 500 000 novih radnih mjesta te se zaposlenost povećala za 0,3 %. Ankete upućuju na nastavak rasta zaposlenosti u kratkoročnom razdoblju. Stopa nezaposlenosti u travnju se blago smanjila, na 6,4 %, što je najniža stopa nezaposlenosti od uvođenja eura. Poduzeća i dalje oglašavaju velik broj slobodnih radnih mjesta, premda malo manje nego prije.

Oporavak gospodarstva europodručja početkom 2024., poduprt neto trgovinom i rastom potrošnje kućanstava, bio je snažniji nego što se očekivalo u projekcijama stručnjaka ESB-a iz ožujka 2024. Najnovije informacije upućuju na zaključak da će gospodarstvo u kratkoročnom razdoblju nastaviti rasti, i to brže nego što se predviđalo. Realni raspoloživi dohodak trebao bi se i dalje povećavati u uvjetima snažnog rasta plaća, postupnog jačanja povjerenja i sve boljih trgovinskih uvjeta, što bi tijekom 2024. trebalo dovesti do oporavka kojem će najviše pridonositi potrošnja. Doprinosi neto trgovine na početku godine djelomično je posljedica kolebljivosti nakon privremenog smanjenja krajem 2023. Međutim, očekuje se daljnje povećanje inozemne potražnje, koje će pridonijeti rastu izvoza europodručja. U srednjoročnom razdoblju predviđa se postupno slabljenje nepovoljnog učinka prethodnog pooštavanja monetarne politike, pri čemu će gospodarskoj aktivnosti pridonositi pretpostavljeno ublažavanje uvjeta financiranja u skladu s tržišnim očekivanjima povezanima s budućim kretanjem kamatnih stopa. Rast će podupirati i otporno tržište rada. Naime, kasnije u projekcijskom razdoblju stopa nezaposlenosti trebala bi se smanjiti na povijesno niske razine. Predviđa se da će se produktivnost tijekom projekcijskog razdoblja povećavati kako određeni ciklički činitelji koji su u posljednje vrijeme djelovali na smanjenje njezina rasta budu slabjeli. Općenito govoreći, očekuje se da će godišnji prosječni rast realnog BDP-a iznositi 0,9 % u 2024. i povećati se na 1,4 % u 2025. te 1,6 % u 2026. Izgledi za rast BDP-a revidirani su naviše za 2024. u odnosu na projekcije iz ožujka 2024. zbog pozitivnog iznenađenja na početku godine i najnovijih povoljnih podataka. Za 2025. revidirani su neznatno naniže, a za 2026. nisu revidirani.

Nacionalne fiskalne i strukturne politike trebale bi biti usmjerene na povećanje produktivnosti i konkurentnosti gospodarstva, što bi pridonijelo povećanju potencijalnog rasta i smanjenju cjenovnih pritisaka u srednjoročnom razdoblju. Učinkovita, brza i cjelovita provedba programa Next Generation EU, napredak u uspostavljanju unije tržišta kapitala i dovršenju bankovne unije te jačanje jedinstvenog tržišta pridonijeli bi poticanju inovacija i povećanju ulaganja u zelenu i digitalnu tranziciju. Provedba revidiranog okvira gospodarskog upravljanja EU-a u cijelosti i bez odgode pomoći će vladama u održivom smanjivanju proračunskog manjka i omjera duga i BDP-a.

Inflacija

Prema brzoj procjeni Eurostata godišnja inflacija povećala se s 2,4 % u travnju na 2,6 % u svibnju. Inflacija cijena hrane smanjila se na 2,6 %. Inflacija cijena energije, za koju su tijekom prethodnoga jednogodišnjeg razdoblja zabilježene negativne godišnje stope, povećala se na 0,3 %. Inflacija cijena dobara u svibnju se nastavila smanjivati i iznosila je 0,8 %. Za razliku od toga, inflacija cijena usluga znatno je porasla, i to s 3,7 % u travnju na 4,1 % u svibnju.

Većina mjera temeljne inflacije nastavila se smanjivati u travnju, posljednjem mjesecu za koji su dostupni podatci, što potvrđuje dojam o postupnom slabljenju cjenovnih pritisaka. Međutim, domaća inflacija i dalje je visoka. Nastavio se i povećani rast plaća, kojim se nadoknađuje prethodni znatni porast inflacije. Zbog postupnosti prilagodbe plaća i važne uloge jednokratnih isplata troškovi rada vjerojatno će se mijenjati u kratkoročnom razdoblju, što je vidljivo iz povećanja dogovorenih plaća u prvom tromjesečju. Pokazatelji budućih kretanja istodobno upućuju na zaključak da će rast plaća tijekom godine postati umjereniji. Dobit apsorbira dio znatnog povećanja jediničnih troškova rada, što smanjuje inflacijske učinke. Mjere dugoročnijih inflacijskih očekivanja i dalje su uglavnom stabilne i većinom su na razini od oko 2 %.

Predviđa se da će se ukupna inflacija tijekom 2025. dodatno smanjivati na razine blizu ciljne razine. To je posljedica slabljenja troškovnih pritisaka, koji su među ostalim povezani s troškovima rada, i postupnog prijenosa odgođenog učinka prethodnog pooštavanja monetarne politike na potrošačke cijene. Očekuje se određena kolebljivost ukupne inflacije mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) do kraja 2024. zbog baznih učinaka i viših cijena energenata. Inflacija cijena energije trebala bi se u srednjoročnom razdoblju ustaliti na niskim pozitivnim stopama, s obzirom na tržišna očekivanja povezana s budućim kretanjem cijena nafte i plina te na planirane fiskalne mjere povezane s klimatskim promjenama. Inflacija cijena hrane u posljednjim se tromjesečjima znatno smanjila jer su u uvjetima nižih cijena energenata i prehrambenih sirovina oslabjeli pritisci proizvođačkih troškova. Očekuje se da će se inflacija cijena hrane u sljedećem razdoblju kretati oko sadašnjih razina te da će se od kraja 2025. dodatno smanjivati. Inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane trebala bi ostati viša od ukupne inflacije u većem dijelu projekcijskog razdoblja, ali njezino smanjivanje trebalo bi se nastaviti, premda sporim tempom, prije svega u 2025. i 2026. Središnji element lipanjske projekcije jest očekivano postupno smanjivanje rasta nominalnih plaća s razina koje će u početku ostati povišene, do kojeg će doći zbog slabljenja pozitivnog utjecaja pritisaka povezanih s naknadom za inflaciju u uvjetima oskudice na tržištu rada. Očekivano jačanje rasta produktivnosti trebalo bi pridonijeti ublažavanju pritisaka troškova rada. Nadalje, predviđa se da će rast dobiti oslabjeti i djelomično ublažiti prijenos troškova rada na cijene, posebno u 2024. Općenito gledajući, očekuje se da će se godišnja prosječna stopa ukupne inflacije mjerene HIPC-om smanjiti s 5,4 % u 2023. na 2,5 % u 2024., 2,2 % u 2025. i 1,9 % u 2026. U odnosu na projekcije iz ožujka 2024. inflacija mjerena HIPC-om u 2024. i 2025. revidirana je naviše za 0,2 postotna boda, prije svega zbog viših cijena energenata i najnovijih podataka o inflaciji mjerenoj HIPC-om bez energije i hrane, čije su vrijednosti malo

veće od očekivanih. Osim toga, očekuje se određeno jačanje pritiska troškova rada zbog većeg rasta plaća te malo opreznije prognoze rasta produktivnosti. Izgledi za ukupnu inflaciju i inflaciju mjerenu HIPC-om bez energije i hrane za 2026. nisu revidirani.

Procjena rizika

Rizici za gospodarski rast uravnoteženi su u kratkoročnom razdoblju, ali su i dalje pretežno negativni u srednjoročnom razdoblju. Slabije svjetsko gospodarstvo ili jačanje trgovinskih napetosti između velikih gospodarstava nepovoljno bi utjecali na rast u europodručju. Neopravdani rat koji Rusija vodi protiv Ukrajine i tragični sukob na Bliskom istoku važni su izvori geopolitičkog rizika. Stoga bi moglo oslabjeti povjerenje poduzeća i kućanstava u budućnost te doći do poremećaja u globalnoj trgovini. Rast bi mogao biti slabiji i budu li učinci monetarne politike snažniji nego što se očekuje. Rast bi mogao biti veći bude li se inflacija smanjivala brže nego što se očekuje i dovedu li jačanje povjerenja i rast realnih dohodaka do potrošnje koja bi bila veća od očekivane te bude li rast svjetskoga gospodarstva snažniji nego što se očekuje.

Inflacija bi mogla nadmašiti očekivanja budu li rast plaća ili rast dobiti veći nego što se očekuje. Pozitivni rizici za inflaciju proizlaze i iz povećane geopolitičke napetosti, koja bi u kratkoročnom razdoblju mogla dovesti do porasta cijena energije i troškova teretnog prijevoza te do poremećaja u globalnoj trgovini. Nadalje, ekstremni vremenski uvjeti i, općenito govoreći, razvoj klimatske krize mogli bi potaknuti rast cijena hrane. Nasuprot tomu, inflacija bi mogla biti iznenađujuće niska ako nepovoljan utjecaj monetarne politike na potražnju bude veći od očekivanoga ili ako se gospodarsko okruženje u ostatku svijeta neočekivano pogorša.

Financijski i monetarni uvjeti

Tržišne kamatne stope povećale su se od sastanka Upravnog vijeća 11. travnja 2024. Troškovi financiranja ustalili su se na restriktivnim razinama jer se utjecaj prethodnih povećanja ključnih kamatnih stopa prenio na financijski sustav. Prosječna kamatna stopa na nove kredite poduzećima nije se promijenila u travnju i iznosila je 5,2 %. Nije se promijenila ni prosječna kamatna stopa na nove hipotekarne kredite, koja je u travnju iznosila 3,8 %.

Kreditna aktivnost i dalje je slaba. Bankovno kreditiranje poduzeća u travnju je raslo po godišnjoj stopi od 0,3 %, što je neznatno smanjenje u odnosu na prethodni mjesec. Krediti kućanstvima nastavili su rasti po godišnjoj stopi od 0,2 %. Godišnja stopa rasta najširega monetarnog agregata (M3), koja je u ožujku iznosila 0,9 %, u travnju se povećala na 1,3 %.

U skladu sa svojom strategijom monetarne politike Upravno vijeće temeljito je procijenilo povezanost monetarne politike i financijske stabilnosti. Banke u europodručju i dalje su otporne. Poboljšanje gospodarskih izgleda pridonijelo je

financijskoj stabilnosti, no zbog povećanih geopolitičkih rizika izgledi su neizvjesniji. Neočekivano pooštavanje globalnih uvjeta financiranja moglo bi prouzročiti ponovno određivanje cijena financijske i nefinancijske imovine, što bi nepovoljno utjecalo na šire gospodarstvo. Makrobonitetna politika i nadalje je prva linija obrane od rasta financijskih ranjivosti. Mjere koje se trenutačno primjenjuju ili koje će se ubrzo početi primjenjivati pridonose održavanju otpornosti financijskog sustava.

Odluke o monetarnoj politici

Kamatna stopa za glavne operacije refinanciranja smanjena je na 4,25 %, kamatna stopa za mogućnost posudbe na kraju dana na 4,50 %, a kamatna stopa na novčani depozit na 3,75 %. Smanjenje je stupilo na snagu 12. lipnja 2024.

Portfelj programa kupnje vrijednosnih papira (APP) smanjuje se umjerenom i predvidljivom dinamikom jer Eurosustav više ne reinvestira glavnice dospjelih vrijednosnih papira.

Upravno vijeće i dalje će u cijelosti reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije (PEPP) do kraja lipnja 2024. U drugoj polovini godine mjesečno će smanjivati portfelj PEPP-a za prosječno 7,5 mlrd. EUR. Upravno vijeće namjerava obustaviti reinvestiranje u sklopu PEPP-a na kraju 2024.

Upravno vijeće i dalje će, radi smanjenja rizika za transmisijski mehanizam monetarne politike povezanih s pandemijom, fleksibilno reinvestirati dospjele iznose u portfelju PEPP-a.

Kako banke budu otplaćivale iznose pozajmljene u sklopu ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja, Upravno vijeće redovito će ocjenjivati doprinos ciljanih operacija kreditiranja i otplate pozajmljenih iznosa stajalištu monetarne politike.

Zaključak

Upravno vijeće odlučilo je na sastanku održanom 6. lipnja 2024. smanjiti tri ključne kamatne stope ESB-a za 25 baznih bodova. Upravno vijeće odlučno se zalaže za skori povratak inflacije na njegov srednjoročni cilj od 2 %. Ključne kamatne stope ostat će dovoljno restriktivne onoliko dugo koliko bude potrebno za postizanje tog cilja. Pri određivanju odgovarajuće razine restriktivnosti i trajanja restriktivne monetarne politike na svakom sastanku Upravno vijeće nastavit će primjenjivati pristup koji se zasniva na podacima. Naime, odluke Upravnog vijeća o kamatnim stopama ovisit će o njegovoj ocjeni inflacijskih izgleda na temelju novih gospodarskih i financijskih podataka te o dinamici temeljne inflacije i jačini transmisije monetarne politike. Upravno vijeće ne opredjeljuje se unaprijed za određenu dinamiku promjene stopa.

U svakom slučaju, Upravno vijeće spremno je prilagoditi sve 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

Globalna gospodarska aktivnost pokazuje znakove poboljšanja, premda i dalje postoje nepovoljni činitelji za rast. Najnoviji podatci o globalnoj aktivnosti (bez europodručja) potvrđuju vrlo postupno poboljšavanje od početka godine, pri čemu činjenični podatci sve više potvrđuju pozitivne pokazatelje iz podataka dobivenih anketama. Izgledi za globalni rast, kao što to potvrđuju makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2024. u glavnim crtama ostaju nepromijenjeni u odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2024., pri čemu se ove godine predviđa blago smanjenje globalnog rasta. Za ovu godinu predviđa se oporavak globalne trgovine te nakon toga njezin daljnji rast više u skladu s globalnom aktivnošću, pri čemu se očekuje da će tijekom projekcijskog razdoblja ostati ispod razine kretanja povijesnog trenda i uvelike nepromijenjena u odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz ožujka 2024. Tijekom projekcijskog razdoblja predviđa se postupno smanjivanje inflacije na globalnoj razini.

Najnoviji podatci potvrđuju pozitivan zamah globalne aktivnosti kako činjenični podatci sve više potvrđuju pokazatelje dobivene na temelju anketa.

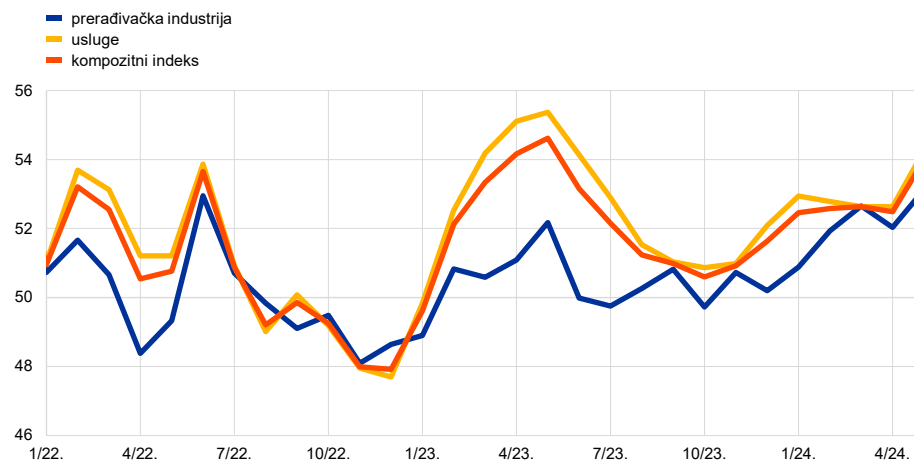
Globalni (isključujući europodručje) kompozitni indeks PMI za proizvodnju porastao je u svibnju 2024. zajedno s porastom proizvodnje u sektoru prerađivačke industrije i uslužnom sektoru (Grafikon 1.).¹ To je u skladu s rezultatima dobivenima putem ESB-ova sustava za praćenje globalne aktivnosti koji upućuju na jači zamah, što podupiru pozitivni pokazatelji i iz podataka dobivenih anketama i iz činjeničnih podataka. Sustav za praćenje upućuje na postupno poboljšavanje globalne aktivnosti od početka ove godine, pri čemu nedavni činjenični podatci sve više potvrđuju pozitivne signale iz podataka dobivenih anketama. Ipak, i dalje postoje nepovoljni činitelji za globalan rast koji uključuju smanjenje viška štednje u razvijenim gospodarstvima i potisnutu domaću potražnju u Kini u uvjetima poteškoća u sektoru stambenih nekretnina. Osim toga, u ključnim razvijenim gospodarstvima postupno se hlade tržišta rada, a rast nominalnih plaća usporava se čime manje povoljno utječe na rast raspoloživog dohotka. Stoga globalna osobna potrošnja, koja je u razdoblju oporavka nakon pandemije pridonosila gospodarskoj aktivnosti, ostaje prigušena. Procjenjuje se da se rast globalnoga realnog BDP-a blago usporio na 0,8 % u prvom tromjesečju 2024. s 0,9 % u četvrtom tromjesečju 2023.

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

Grafikon 1.

Globalna proizvodnja mjerena indeksom PMI

(indeksi rasprostranjenosti)



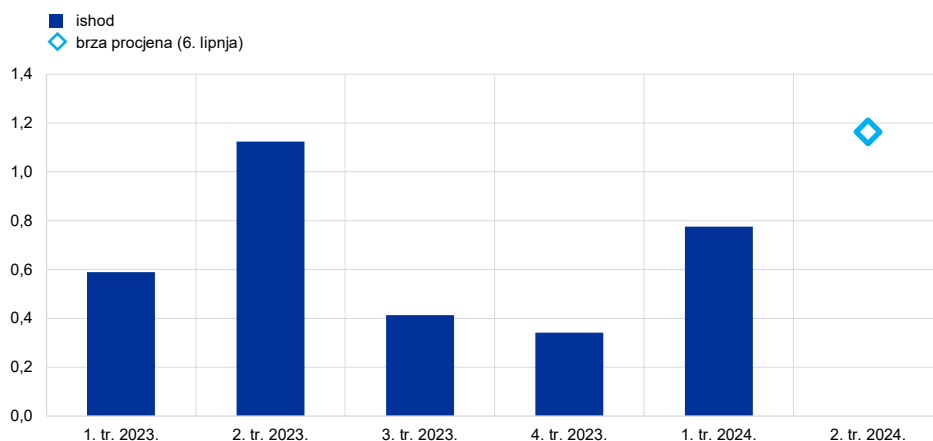
Izvori: S&P Global Market Intelligence i izračun stručnjaka ESB-a
Napomena: Posljednji podatci odnose se na svibanj 2024.

Projekcije izgleda za globalni rast uglavnom su nepromijenjene u odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz ožujka 2024. Malo smanjenje rasta ove godine odražava utjecaj ranije spomenutih nepovoljnih činitelja, nastavka restriktivnih monetarnih politika i povećane neizvjesnosti zbog geopolitičkih napetosti. Sveukupno gledano, procjenjuje se da će rast globalnoga realnog BDP-a ove godine iznositi 3,3 % u odnosu na 3,5 % u 2023. Globalan rast realnog BDP-a procjenjuje se na 3,3 % u 2025. i 3,2 % u 2026., što je neznatno ispod prosjeka u prošlom desetljeću.

Postupan oporavak globalne trgovine očekuje se s normalizacijom obrazaca potražnje u razdoblju nakon pandemije. U prvom tromjesečju 2024. rast svjetske trgovine ubrzao se kako su kompozicijski učinci nakon pandemije počeli nestajati. Dinamična potražnja za uslugama uočena na globalnoj razini tijekom prošle godine preusmjerava se na snažniju potražnju za robom. U nadolazećem razdoblju, očekuje se daljnji rast svjetskog uvoza u skladu s pokazateljima ESB-ova alata za brzu procjenu u koji su ugrađeni činjenični podatci o globalnoj trgovini i podatci dobiveni anketama (Grafikon 2.). Posebice globalne nove izvozne narudžbe mjerene indeksom PMI upućuju na postupni porast zamaha rasta. Štoviše, sektorski anketni podatci upućuju na dinamičniji oporavak u sektorima koji se zasnivaju na trgovini kao što su turizam i tehnološka oprema. Naposljetku, utjecaj poremećaja u prometu na Crvenom moru na globalnu trgovinu i dalje je ograničen i u skladu s projekcijama iz ožujka 2024., iako moguća eskalacija tih poremećaja nastavlja stvarati negativan rizik za globalnu trgovinu u kratkoročnom razdoblju.

Grafikon 2. Globalni uvoz

(tromjesečne promjene u postotcima)



Izvori: nacionalni izvori kroz Haver Analytics, OECD i izračun stručnjaka ESB-a
Napomene: Globalni agregat ne uključuje europodručje. Brza procjena odnosi se na model dinamičkog faktora koji se temelji na 30 mjesečnih varijabla koje obuhvaćaju industrijsku proizvodnju, maloprodaju, trgovinu, tržište rada, ankete i stanovanje. Posljednji podatci za brzu procjenu odnose se na svibanj 2024.

Očekuje se da će se nakon kratkoročnog razdoblja globalna trgovina tijekom projekcijskog razdoblja postupno oporaviti i da će nakon toga rasti više u skladu sa svjetskom gospodarskom aktivnošću. Sveukupno gledano, predviđa se da će se rast globalnog uvoza povećati s 1,0 % u 2023. na 2,6 % ove godine, prije nego što postupno poraste na 3,3 % godišnje tijekom 2025. i 2026., uglavnom u skladu s prethodnim krugom projekcija. Očekuje se da će oporavak uvoza na tržištima u nastajanju i glavnim razvijenim gospodarstvima, osobito u Sjedinjenim Američkim Država, pridonijeti oporavku trgovine ove godine. Međutim, očekuje se da će razina globalne trgovine i nadalje ostati ispod razine trenda zabilježenoga u razdoblju od 2012. do 2019. zbog slabijeg rasta realnog BDP-a i kontinuiranih strukturnih promjena u trgovinskim odnosima uzrokovanih rastućim geopolitičkim napetostima. Očekuje se da će oporavak inozemne potražnje europodručja u ovoj godini biti manje dinamičan i iznositi 2,1 %. To je uglavnom posljedica slabijeg uvoza nekih glavnih trgovinskih partnera europodručja, kao što su Ujedinjena Kraljevina te zemlje Srednje i Istočne Europe, u drugoj polovini 2023. i prvom tromjesečju 2024. Tijekom projekcijskog razdoblja očekuje se da će se inozemna potražnja europodručja povećati za 3,4 % u 2025. i 3,3 % čime će se još i snažnije uskladiti s dinamikom rasta globalnog uvoza.

Tijekom projekcijskog razdoblja predviđa se postupno smanjivanje inflacije u državama članicama Organizacije za gospodarsku suradnju i razvoj. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena (IPC) u državama članicama Organizacije za gospodarsku suradnju i razvoj (OECD) iznosila je 3,4 % u travnju 2024., neznatno ispod razine koja je primjetna od početka ove godine.² Temeljna

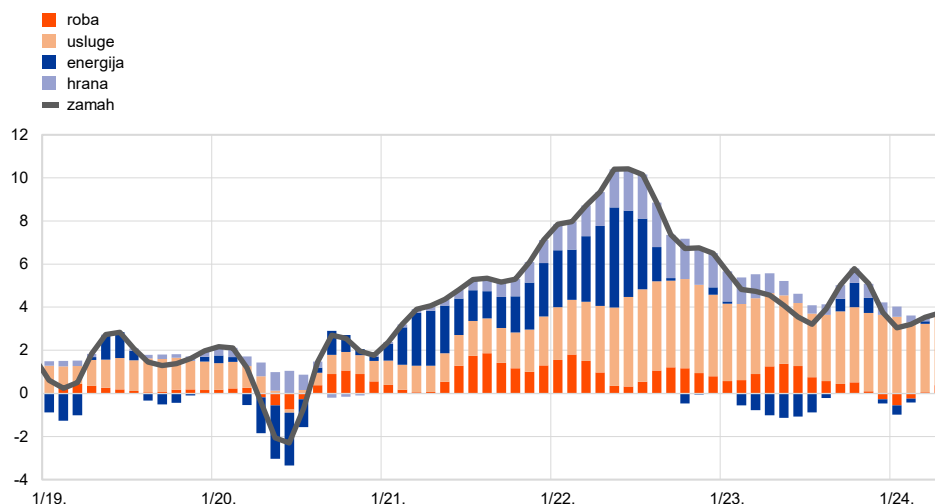
² Turska nije uključena u agregate za područje OECD-a za ukupnu i temeljnu inflaciju s obzirom na to da je njezina razina inflacije ostala na visokoj dvoznamenkastoj razini. Ukupna i temeljna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u državama članicama OECD-a, uključujući Tursku, iznosile bi 5,8 % u ožujku 2024. (5,7 % u veljači) i 6,4 % u ožujku 2024. (6,4 % u veljači).

inflacija (bez hrane i energije) smanjila se na 3,8 % u travnju s 4,0 % u ožujku. Čini se da je usporavanje dezinflacije u državama OECD-a uglavnom posljedica trajne inflacije cijena usluga u okružju u kojemu se tržišta rada velikih gospodarstava u kojima vladaju oštri uvjeti veoma postupno prilagođavaju. Veći zamah ukupne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena, iskazan kao tromjesečna anualizirana postotna promjena, upućuje na to da bi se inflacija među zemljama OECD-a mogla povećati u kratkoročnom razdoblju (Grafikon 3.). To potvrđuju najnoviji pokazatelji dobiveni iz anketnih podataka. Pokazatelji indeksa PMI za cijene inputa u prerađivačkoj industriji upućuju na to da bi se inflacija cijena dobara u kratkoročnom razdoblju mogla oporaviti s trenutačno veoma niskih razina, a pokazatelji indeksa PMI za cijene inputa u uslužnim djelatnostima na to da bi se inflacija cijena usluga, koja čini gotovo dvije trećine temeljne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena, mogla nastaviti postupno smanjivati do povijesnog prosjeka. Što se tiče vanjskih cjenovnih pritisaka, očekuje se da će rast izvoznih cijena konkurenata u europodručju, u nacionalnoj valuti i na godišnjoj razini, ove godine zabilježiti pozitivne vrijednosti i ostati blizu svojega procijenjenog dugoročnog prosjeka tijekom preostalog dijela projekcijskog razdoblja. Takva očekivanja revidirana su blago naniže u odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz ožujka 2024. zbog inflacije izvoznih cijena slabije od očekivane što je nadjačalo učinak pretpostavka o višim cijenama sirovina u sadašnjem krugu projekcija.

Grafikon 3.

Zamah ukupne inflacije potrošačkih cijena na području OECD-a

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



Izvori: OECD i izračun ESB-a

Napomene: Doprinosi pojedinih 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 umanjeno za doprinose energije i hrane. Posljednji podatci odnose se na travanj 2024.

Što se tiče cijena sirovina, cijene plina i hrane u Europi u porastu su od posljednjeg sastanka Upravnog vijeća, a cijene nafte smanjuju se. Iako su cijene plina u porastu i nadalje su niske u usporedbi s razinama zabilježenima nakon invazije Rusije na Ukrajinu. Više cijene plina odražavaju poremećaje u opskrbi povezane s izvozom ukapljenoga prirodnog plina iz Sjedinjenih Američkih Država i Katre, produljenim radovima na održavanju cjevovoda u Norveškoj i ruske napade

na ukrajinska skladišta plina. Cijene sirove nafte smanjile su se s obzirom na to da su napetosti na Bliskom istoku nastavile imati samo kratkotrajan učinak na cijene nafte, i uglavnom ne utječu na globalnu ponudu nafte. Osim toga, globalna potražnja za naftom slabija od očekivane suzbila je utjecaj smanjene ponude nafte i rizika opskrbe na cijene. Međunarodna agencija za energiju predviđa umjereni globalni manjak ponude nafte u 2024. i 2025., ali čini se da su zaštitni slojevi potrebni za apsorpciju daljnjih šokova znatniji nego što su bili prije ruske invazije na Ukrajinu. Rizici za cijene nafte nastavljaju biti pozitivni, posebice ako se napetosti na Bliskom istoku budu povećale. Cijene prehrambenih sirovina znatno su porasle uglavnom kao posljedica kretanja cijena kakaa zbog velikih poremećaja opskrbe u zapadnoj Africi. Cijene kakaa nedavno su se smanjile sa svoje najviše razine zabilježene krajem travnja 2024., ali i nadalje su kolebljive. Cijene žitarica porasle su zbog nepovoljnih kretanja u opskrbi.

U Sjedinjenim Američkim Državama nastavak snažne gospodarske aktivnosti i dugotrajna inflacija naveli su Federalni odbor za otvoreno tržište (engl. *Federal Open Market Committee*) na odgađanje njegova prvog smanjenja kamatne stope. Rast realnog BDP-a usporen je u prvom tromjesečju 2024. na 0,3 % s 0,5 % u četvrtom tromjesečju prošle godine. Međutim, domaća potražnja ostala je dobra, s obzirom na to da je negativan neto trgovinski doprinos bio posljedica velikog rasta uvoza. Rast realnoga raspoloživog dohotka usporen je, a stopa štednje još se smanjila u prvom tromjesečju. Dostupne procjene na temelju visokofrekventnih podataka upućuju na to da bi se rast realnog BDP-a mogao povećati u drugom tromjesečju 2024., ali ne i ostvariti dinamiku zabilježenu u drugom tromjesečju 2023. Premda su uvjeti na tržištu rada SAD-a i dalje veoma oštri, znakovi hlađenja nastavljaju se. Iako je zaposlenost izvan poljoprivrednog sektora porasla je u travnju, bila je znatno ispod prosjeka zabilježenog u prvom tromjesečju 2024., a stopa nezaposlenosti blago je porasla. I stopa slobodnih radnih mjesta u odnosu na stopu nezaposlenosti i porast plaća i nadalje su visoki, ali se, iako polako, smanjuju. Inflacija potrošačkih cijena neznatno se smanjila u travnju, pri čemu je razina ukupne inflacije iznosila 3,4 %, a razina temeljne inflacije 3,6 %.³ Što se tiče sljedećeg razdoblja, očekuje se da će se inflacija nastaviti smanjivati, ali tijekom duljeg razdoblja ostati iznad ciljane razine od 2 % koju je postavio Sustav federalnih rezerva. S obzirom na takve makroekonomske uvjete Federalni odbor za otvoreno tržište je nedavno u svojim objavama naglasio da će kamatna stopa „i nadalje ostati visoka”.

Domaća potražnja u Kini ostala je slaba, iako se rast u prvom tromjesečju 2024. pokazao snažnijim od očekivanoga. U prvom tromjesečju rast realnoga tromjesečnog BDP-a porastao je na 1,6 % s 1,2 % u prethodnom tromjesečju. To upućuje na porast javnih ulaganja od fiskalnog poticaja prenesenoga iz rebalansa proračuna krajem 2023., dok su privatni izvori domaće potražnje, kao što je potrošnja, ostali slabi i smanjili se u travnju 2024. Nasuprot tome, snažan rast industrijske proizvodnje nastavio se, a ulaganja se i nadalje oporavljaju potaknuta poticajima za infrastrukturne projekte. Tržište nekretnina, čini se, iskazuje određene

³ Inflacija potrošačkih cijena u svibnju 2024., objavljena nakon krajnjeg datuma za podatke uključene u ovaj broj Ekonomskog biltena, smanjila se više od očekivanoga. Godišnja ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena smanjila se na 3,3 % s 3,4 % u travnju 2024. Godišnja temeljna inflacija smanjila se na 3,4 % s 3,6 % u travnju 2024.

znakove stabilizacije. Iako tržište stambenih nekretnina općenito i dalje stagnira, prodaja stambenih nekretnina i ulaganja zabilježili su nedavno malo povećanje popraćeno smanjenjem pada razine započete izgradnje. Kad je riječ o državnim politikama, izjave nadležnih tijela iz travnja 2024. upućuju na povećanje državne potpore tržištu stambenih nekretnina izravnim otkupom nedovršenih stambenih nekretnina od građevinskih poduzetnika, što je izazvalo određeni optimizam među sudionicima na tržištu. Godišnja ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena porasla je na 0,3 % u travnju s 0,1 % prethodnog mjeseca. Temeljna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena također je neznatno porasla s 0,6 % na 0,7 % tijekom istog razdoblja. Daljnje slabljenje kretanja proizvođačkih cijena zajedno sa slabom domaćom potražnjom upućuje na to da su inflacijski pritisci u kineskom gospodarstvu i nadalje slabi.

Gospodarski rast u Ujedinjenoj Kraljevini ponovno se oporavio u prvom tromjesečju 2024., a tržište rada bilježi naznake poboljšanja uvjeta. Nakon tehničke recesije u drugom polugodištu 2023. realni BDP porastao je za 0,6 % na tromjesečnoj razini u prvom tromjesečju 2024., znatno iznad službenih i tržišnih očekivanja. Neto trgovinski doprinos bio je pozitivan zbog znatnog pada uvoza, čime je više nego neutraliziran pad izvoza. Iako najnoviji podatci upućuju na dobar početak dugog tromjesečja, očekuje se umjereniji rast gospodarske aktivnosti u preostalom dijelu godine. Osim toga, osobna potrošnja ostala je relativno slaba u skladu s potisnutim realnim plaćama, visokim kamatnim stopama i restriktivnom monetarnom i fiskalnom politikom. Ukupna inflacija dodatno se smanjila, ali pritisci na cijene usluga i nadalje su prisutni. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena nastavila se smanjivati u travnju 2024. i spustila se na 2,3 % s 3,2 % u ožujku. Međutim, inflacija cijena usluga pozitivno je iznenadila i ostvarila razinu od 5,9 % u travnju, što je neznatno smanjenje sa 6,0 % u prethodnom mjesecu kao posljedica pojačanog rasta plaća i dugotrajnog manjka radne snage. Pooštravanje uvjeta na tržištu rada i nadalje je snažnije od prosjeka prije izbijanja pandemije. Nominalan rast plaća, kao ključan uzročnik ustrajne inflacije cijena usluga, nastavio se smanjivati u prvom tromjesečju ove godine, ali i nadalje je na veoma visokim razinama. Središnja banka Bank of England predviđa da će se pritisci na plaće nastaviti smanjivati u sljedećim mjesecima.

2. Gospodarska aktivnost

Realni BDP europodručja povećao se po tromjesečnoj stopi od 0,3 % u prvom tromjesečju 2024. Ubrzani rast, koji je uslijedio nakon pet tromjesečja obilježenih uglavnom stagnacijom aktivnosti, odražava pozitivan doprinos neto trgovine i domaće potražnje i negativan doprinos promjene zaliha. Anketni pokazatelji upućuju na daljnji rast u drugom tromjesečju. Iako je industrijska proizvodnja i nadalje pod utjecajem slabe potražnje, posebice u energetski intenzivnim sektorima, sektor usluga pokazuje jasnije znakove sveobuhvatnog poboljšanja. Na strani ponude oporavak je u prvom tromjesečju bio u potpunosti potaknut zaposlenošću, a proizvodnost je stagnirala. Očekuje se da će se gospodarstvo europodručja nastaviti oporavljati u nastavku godine zahvaljujući rastu realnih dohodaka zbog smanjene inflacije, povećanja plaća i poboljšanih trgovinskih uvjeta kao i postupnom slabljenju utjecaja pooštrevanja monetarne politike. Osim toga, u sljedećim se tromjesečjima očekuje daljnji rast izvoza u skladu s globalnom potražnjom, iako su izazovi povezani s vanjskom konkurentnosti i nadalje negativan rizik.

Takve izgledе uglavnom odražavaju makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2024., koji predviđaju godišnji rast realnog BDP-a od 0,9 % u 2024., koji bi se potom trebao povećati na 1,4 % i 1,6 % u 2025. i 2026.⁴

Proizvodnja europodručja ubrzala se početkom 2024. nakon više od godinu dana stagnacije. Prema brznoj procjeni Eurostata realni se BDP tromjesečno povećao za 0,3 % u prvom tromjesečju 2024., što je njegovo najveće tromjesečno povećanje od trećeg tromjesečja 2022. (Grafikon 4.).⁵ Kratkoročni pokazatelji i dostupni podatci za pojedinačne države upućuju na pozitivne doprinose domaće potražnje i neto trgovine kao i na negativni doprinos promjena zaliha.⁶ Čini se da je poboljšanje agregatne potražnje uglavnom potaknuo uslužni sektor. Naime, to potvrđuju dostupni podatci o dodanoj vrijednosti za pojedinačne države kao i mjesečni podatci o proizvodnji.

⁴ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, lipanj 2024.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 6. lipnja 2024.

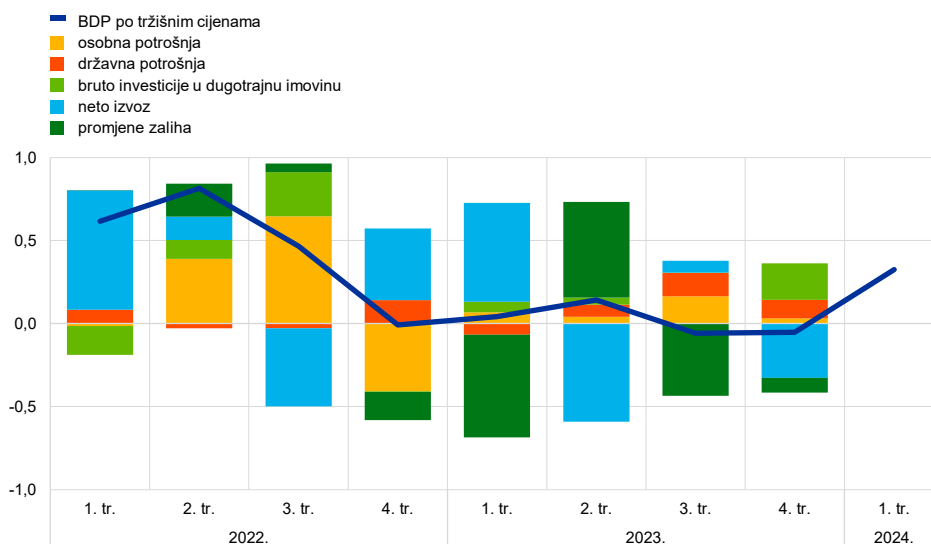
⁵ Vidi okvir pod naslovom „Oporavak nakon pandemije – zašto je rast u europodručju sporiji nego u Sjedinjenim Američkim Državama?“ u ovom broju Ekonomskog biltena.

⁶ Raščlamba rashoda BDP-a za prvo tromjesečje 2024. objavljena je 7. lipnja, nakon krajnjeg datuma (5. lipnja) za podatke uključene u ovaj broj Ekonomskog biltena.

Grafikon 4.

Realni BDP europodručja i njegove komponente

(tromjesečne promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2024. za BDP i na četvrto tromjesečje 2023. za ostale stavke.

Anketni podatci upućuju na nastavak ekspanzije u drugom tromjesečju 2024. potaknut uslužnim sektorom.

Kompozitni indeks PMI za proizvodnju iznosio je u prosjeku 51,9 u travnju i svibnju, što je porast u odnosu na 49,2 zabilježena u prvom tromjesečju 2024. Pozitivnim rastom tog indeksa nastavlja se njegov uzlazni trend koji je započeo u listopadu 2023. Po sektorima, indeks PMI za proizvodnju u prerađivačkoj industriji u svibnju je zadržao trend kontrakcije nakon što se postojano povećavao od ljeta 2023. (Grafikon 5., panel a)). Indeks novih narudžba, koji je više okrenut budućnosti, pokazuje slično, doduše nešto snažnije, poboljšanje. Općenito, spomenuti pokazatelji upućuju na to da se pad aktivnosti u sektoru prerađivačke industrije zaustavlja. Oporavak aktivnosti u sektoru usluga bio je izraženiji i upućuje na zaključak da će ishod u drugom tromjesečju također biti obilježen ekspanzijom potaknutom uslugama (Grafikon 5., panel b)). Procjenu za drugo tromjesečje potvrđuju dokazi navedeni u [Okviru 2.](#), koji pokazuju da se, na temelju poziva o zaradi poduzeća, raspoloženje na strani ponude i potražnje normaliziralo u razdoblju od 2022. nadalje. Istodobno je raspoloženje prema riziku donekle oslabjelo, iako je, prema povijesnim standardima, i nadalje povišeno.

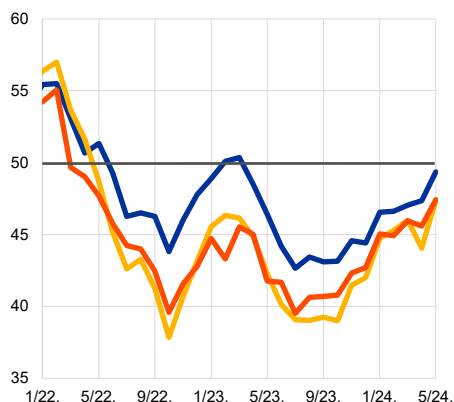
Grafikon 5.

Pokazatelji mjereni indeksom PMI po sektorima gospodarstva

a) prerađivačka industrija

(indeksi rasprostranjenosti)

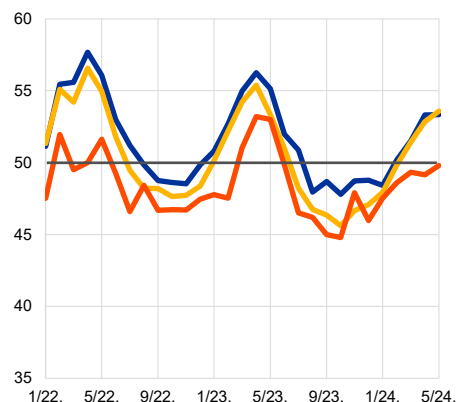
- proizvodnja
- nove narudžbe
- nove izvozne narudžbe



b) usluge

(indeksi rasprostranjenosti)

- poslovna aktivnost
- novi poslovi
- nove izvozne narudžbe



Izvor: S&P Global Market Intelligence

Napomena: Posljednji podatci odnose se na svibanj 2024.

Rast zaposlenosti bio je u skladu s gospodarskom aktivnosti u prvom tromjesečju 2024.

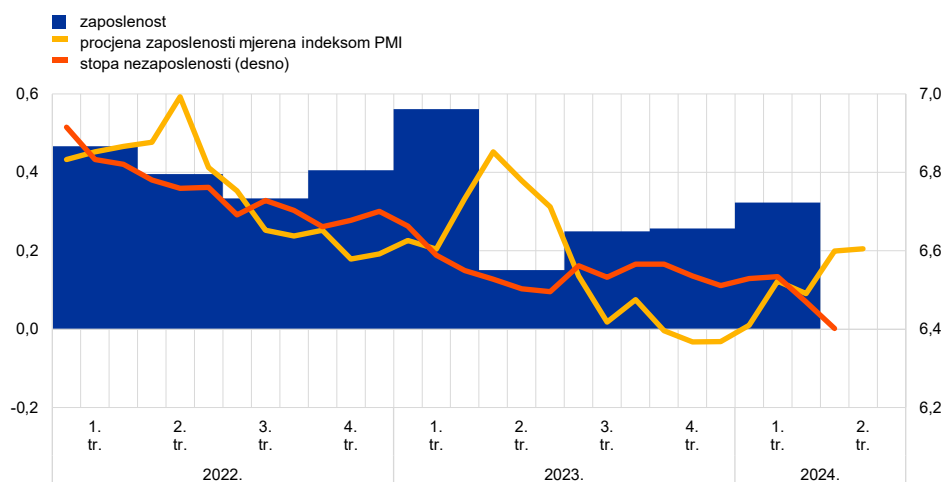
Zaposlenost je porasla za 0,3 % u prvom tromjesečju ove godine (Grafikon 6., panel a)), potaknuta, prije svega, daljnjim rastom radne snage. Implicitna radna snaga, izvedena iz stope nezaposlenosti i broja nezaposlenih, također se povećala za 0,3 %. Proizvodnost po zaposlenom ostala je nepromijenjena u prvom tromjesečju ove godine, s obzirom na sličan rast BDP-a i zaposlenosti. Što se tiče intenzivne marže, preliminarni podatci upućuju na povećanje odrađenih sati u prvom tromjesečju 2024. Stopa nezaposlenosti neznatno se smanjila na 6,4 % u travnju sa 6,5 % u ožujku i zabilježila svoju najnižu razinu od uvođenja eura. Potražnja za radnom snagom i nadalje je na visokim razinama iako se stopa slobodnih radnih mjesta smanjila na 2,8 % u prvom tromjesečju 2024., što je za 0,1 postotni bod manje nego u prethodnom tromjesečju.

Grafikon 6.

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

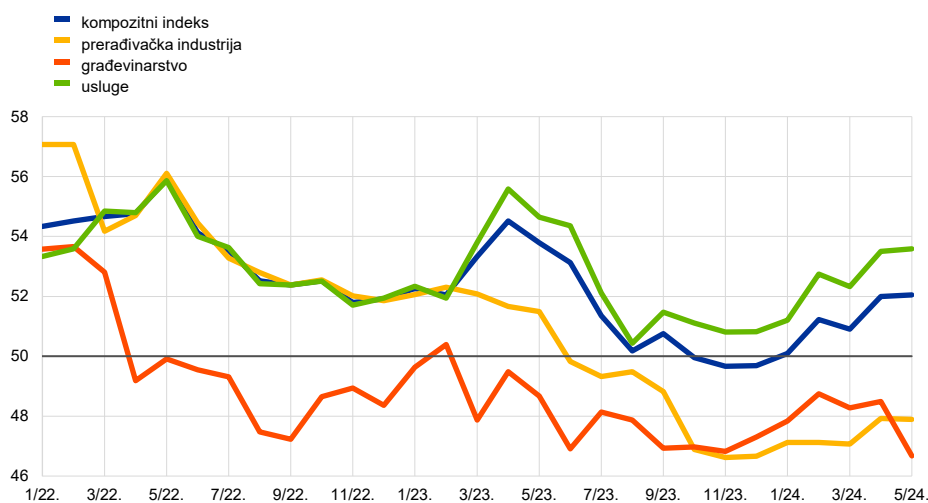
a) zaposlenost, procjena zaposlenosti mjerena indeksom PMI i stopa nezaposlenosti

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



b) indeksi PMI za zaposlenost po sektorima

(indeksi rasprostranjenosti)



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

Napomene: Na panelu a) dvije linije označuju mjesečna kretanja, a stupci prikazuju tromjesečne podatke. Indeks PMI izražen je kao odstupanje od vrijednosti 50 podijeljeno s 10 radi izračuna tromjesečnog rasta zaposlenosti. Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2024. za zaposlenost, na svibanj 2024. za procjenu zaposlenosti mjerenu indeksom PMI i na travanj 2024. za stopu nezaposlenosti. Na panelu b) posljednji podatci odnose se na svibanj 2024. za sve stavke.

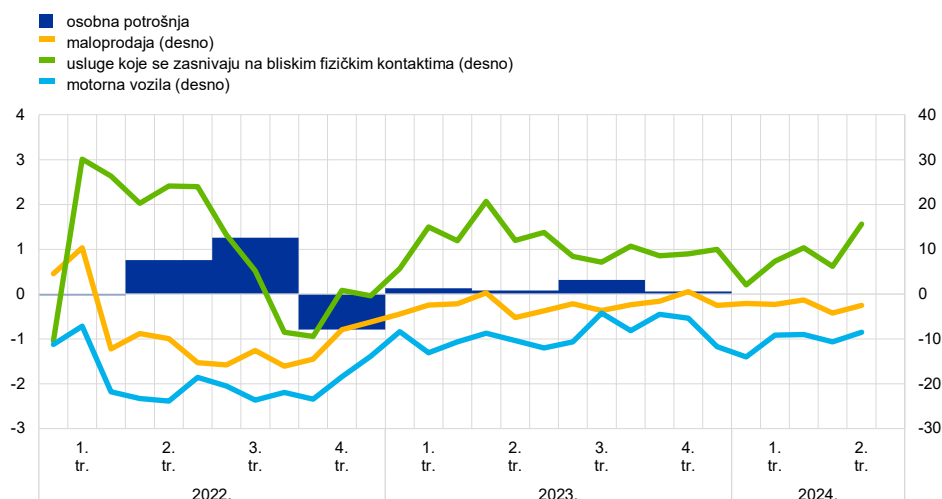
Kratkoročni pokazatelji tržišta rada i nadalje upućuju na rast zaposlenosti u drugom tromjesečju 2024. Mjesečni pokazatelj zaposlenosti mjereno kompozitnim indeksom PMI povećao se s 52,0 u travnju na 52,1 u svibnju i upućuje na povećanje zaposlenosti. Taj se pokazatelj znatno smanjio sa svoje najviše razine u travnju 2023, ali ponovno se blago povećao u posljednjih nekoliko mjeseci zahvaljujući uslužnom sektoru (Grafikon 6., panel b)). Indeks PMI za uslužni sektor povećao se s 53,5 u travnju na 53,6 u svibnju. Nasuprot tome, indeks PMI za proizvodnju u prerađivačkoj industriji zadržao je trend kontrakcije.

Procjenjuje se da se osobna potrošnja povećala u prvom tromjesečju 2024. i očekuje se da će nastaviti jačati u kratkoročnom razdoblju. Agregirani podatci za pojedinačne države dostupni u vrijeme održavanja lipanjskog sastanka Upravnog vijeća upućuju na blagi porast u prvom tromjesečju ove godine, pri čemu je potrošnja robe vjerojatno i nadalje bila prigušena, a potrošnja usluga dinamična.⁷ Prigušena potrošnja na proizvode odražava se u kontinuiranoj slabosti obujma potrošnje na malo, koja je u prvom tromjesečju 2024. bila tek za 0,1 % iznad razine zabilježene u četvrtom tromjesečju 2023. Kada je riječ o potrošnji na usluge, proizvodnja usluga u siječnju i veljači u prosjeku je bila za 1,6 % viša od razine zabilježene u četvrtom tromjesečju 2023. Iako novi anketni podatci upućuju na to da bi potrošnja na proizvode mogla kratkoročno ostati slaba, postoje znakovi postupnog oporavka. Pokazatelj pouzdanja potrošača Europske komisije nastavio se povećavati u svibnju. Istodobno su se pokazatelji Europske komisije o očekivanjima glede maloprodaje i prodaje motornih vozila poboljšali, no i nadalje se nalaze ispod njihova dugoročnog prosjeka. Očekivanja glede usluga koje zahtijevaju blizak fizički kontakt nastavila su rasti, pri čemu su se u svibnju snažno povećala (Grafikon 7.). Općenito, trenutačno odstupanje potrošnje robe i potrošnje usluga podupire i najnovija ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača koje upućuje na otpornu očekivanu potražnju za rezervacijama putovanja i tek postupno poboljšanje sklonosti potrošnje na važne artikle.

Grafikon 7.

Osobna potrošnja i očekivanja glede maloprodaje, usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima i motornih vozila

(tromjesečne promjene u postocima, neto stanje u postocima)



Izvori: Eurostat, Europska komisija i izračun ESB-a

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

Procjenjuje se da se poslovno ulaganje ubrzalo početkom 2024. nakon snažnog pada krajem 2023., pri čemu se očekuje da će se u budućnosti oporavak nastaviti. Prema agregiranim dostupnim podacima iz nacionalnih računa,

⁷ Pokrivenost država glede dostupnih podataka za izračun raščlambe rashoda BDP-a iznosi oko 85 %.

očekuje se da su ulaganja izvan građevinarstva (osim irske nematerijalne imovine) ponovno porasla u prvom tromjesečju 2024., pri čemu su samo djelomično preokrenula trend snažnog pada zabilježen krajem prethodne godine. Ubrzanje u prvom tromjesečju uglavnom je u skladu s anketnim podacima koji pokazuju poboljšanje nakon što je na početku četvrtog tromjesečja 2023. zaustavljen pad aktivnosti. Međutim, poboljšanje indeksa PMI za sektor kapitalnih dobara zaustavilo se u prvom tromjesečju ove godine. Podatci o indeksu PMI upućuju na nastavak prigušenog rasta poslovnog ulaganja u kratkoročnom razdoblju s obzirom na slabo pouzdanje u travnju i svibnju popraćeno ponovnim padom proizvodnje i negativnim razinama novih narudžba (Grafikon 8, panel a)). Ankete Europske komisije također upućuju na daljnja povećanja broja proizvođača kapitalnih dobara koji navode nisku potražnju kao ograničenje za proizvodnju u sektoru. Anketa o ulaganjima iz ožujka i travnja koju Glavna uprava za ekonomska i financijska pitanja Europske komisije provodi dvaput godišnje upućuje na usporavanje godišnje stope rasta poslovnog ulaganja u 2024., koja je pala na razinu u skladu sa stabilizacijom na godišnjoj razini, iako su pozitivnije namjere zabilježene u državama koje su najviše profitirale od nedavno dodijeljenih sredstava u sklopu instrumenta Next Generation EU.⁸ Preliminarni podatci iz poziva o zaradi upućuju na poboljšanje dobiti i raspoložjenja prema ulaganjima u drugoj polovini 2024. i nagovještavaju oporavak ulaganja u budućnosti. Slično tome, pokazatelj pouzdanja ulagača europodručja Sentix za sljedećih šest mjeseci u travnju je počeo rasti prvi put nakon veljače 2022. i u svibnju dodatno ojačao, što također upućuje na povećanje sklonosti ulaganju u drugoj polovini godine.

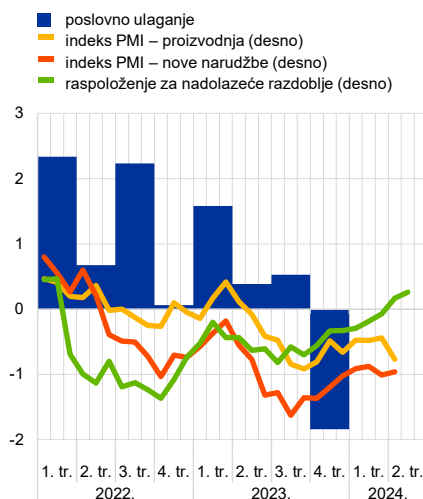
⁸ Vidi također [proljećnu europsku gospodarsku prognozu 2024.](#) Europske komisije, *Institutional Paper*, br. 286, svibanj 2024., str. 31. – 32.

Grafikon 8.

Dinamika realnih ulaganja i anketni podatci

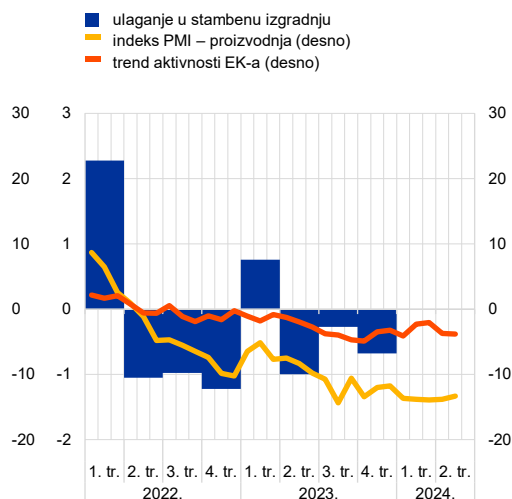
a) poslovna ulaganja

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



b) ulaganja u stambene nekretnine

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



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

Napomene: Linije označuju mjesečna kretanja, a stupci se odnose na tromjesečne podatke. Indeksi PMI izraženi su kao odstupanje od vrijednosti 50. Na panelu a) poslovno ulaganje mjeri se ulaganjima izvan građevinarstva isključujući nematerijalnu imovinu u Irskoj. Linije indeksa PMI odnose se na odgovore iz sektora kapitalnih dobara. „Raspoloženje u nadolazećem razdoblju” odnosi se na podindeks indeksa raspoloženja ulagača Sentix za europodručje za sljedećih šest mjeseci (preračunat čimbenikom tri). Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2023. za poslovna ulaganja, na svibanj 2024. za indeks Sentix i travanj 2024. za sve ostale stavke. Na panelu b) linija pokazatelja Europske komisije o trendu aktivnosti odnosi se na ponderirani prosjek procjene sektora gradnje zgrada i sektora specijaliziranih građevinskih djelatnosti glede trenda aktivnosti u odnosu na prethodna tri mjeseca, preračunat kako bi imao istu standardnu devijaciju kao indeks PMI. Linija proizvodnje mjerene indeksom PMI odnosi se na aktivnost stambene izgradnje. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2023. za ulaganje u stambene nekretnine i svibanj 2024. za proizvodnju mjerenu indeksom PMI i trend aktivnosti Europske komisije.

Ulaganje u stambene nekretnine poraslo je u prvom tromjesečju 2024. unatoč slabom temeljnom zamahu, a takav trend trebao bi se nastaviti u kratkoročnom razdoblju. Prema agregiranim dostupnim podatcima iz nacionalnih računa ulaganje u stambene nekretnine u europodručju znatno je poraslo u prvom tromjesečju 2024. u odnosu na prethodno tromjesečje. Takav je ishod uglavnom potaknut iznimno blagim vremenskim uvjetima u Njemačkoj i snažnim učincima prethodnih fiskalnih poticaja u Italiji koji se, doduše, smanjuju. Takva su kretanja uglavnom u skladu s proizvodnjom u sektorima gradnje zgrada i specijaliziranih građevinskih djelatnosti u europodručju koja se povećala za 0,8 % u prvom tromjesečju 2024. u odnosu na prethodno tromjesečje. Međutim, nedavni pokazatelji koji se zasnivaju na anketama upućuju na pad ulaganja u stambene nekretnine u drugom tromjesečju, pri čemu su se proizvodnja mjerena indeksom PMI za aktivnost stambene izgradnje i pokazatelj aktivnosti gradnje zgrada i specijaliziranih građevinskih aktivnosti Europske komisije nastavili smanjivati u prvim mjesecima drugog tromjesečja (Grafikon 8., panel b)). Općenito, trend smanjivanja ulaganja u stambene nekretnine odražava znatan porast kamatnih stopa na hipotekarne kredite i usporavanje rasta cijena stambenih nekretnina zbog prethodnog pooštavanja monetarne politike koje je imalo negativan utjecaj na cjenovnu pristupačnost i profitabilnost stambenih nekretnina. Dugotrajno povišene razine kamatnih stopa vjerojatno će uzrokovati nastavak niske cjenovne pristupačnosti i profitabilnosti stambenih nekretnina te i nadalje nepovoljno utjecati na zamah ulaganja u stambene nekretnine.

Rast izvoza europodručja počeo se normalizirati u prvom tromjesečju 2024. nakon što je gotovo godinu dana zaostajao za rastom globalnog uvoza.

Izvoz robe izvan europodručja blago se oporavio u prvom tromjesečju, pri čemu se povećao za 0,1 % uz prigušenu globalnu potražnju koja je i nadalje ograničavala izvoz. Izvoz usluga vjerojatno je nadmašio izvoz robe, u čemu se u određenoj mjeri odražava nepovoljan utjecaj na konkurentnost povezan s europskom plinskom krizom. Čini se da su visoke cijene energije imale važnu ulogu u slaboj uspješnosti izvoza europodručja posljednjih godina s obzirom na to da su promjene u udjelima na izvoznom tržištu među sektorima od 2019. u negativnoj korelaciji s energetsom intenzivnosti sektora. Korelacija je snažnija za Kinu, gdje je došlo do znatnih gubitaka udjela europodručja na izvoznom tržištu. U nadolazećem razdoblju uspješnost izvoza trebala bi i nadalje biti usklađena s inozemnom potražnjom. Međutim, anketni pokazatelji upućuju na kontinuiranu slabost izvoza u kratkoročnom razdoblju. Nove izvozne narudžbe za proizvedena dobra i usluge poboljšale su se u svibnju 2024., no i nadalje se nalaze ispod praga ekspanzije (Grafikon 5). Unatoč snažnoj domaćoj potrošnji u europodručju, oporavak uvoza bio je slab, a uvoz dobara i nadalje se smanjivao, pri čemu je pao za 1,7 % u prvom tromjesečju 2024. U prvom tromjesečju ove godine neto izvoz dao je pozitivan doprinos BDP-u kao posljedica veće uspješnosti izvoza od uvoza. Kombinirani učinak smanjenja uvoznih cijena i povećanja izvoznih cijena vjerojatno će rezultirati ponovnim poboljšanjem trgovinskih uvjeta.

Očekuje se da će se gospodarstvo europodručja oporaviti tijekom 2024., uglavnom zahvaljujući osobnoj potrošnji.

Oporavak će olakšati rast realnih dohodaka zbog niže inflacije, većih plaća i poboljšanja trgovinskih uvjeta. Jačanje neto trgovine početkom 2024. uglavnom je posljedica kolebljivosti nakon privremenog pada krajem 2023., a očekuje se da će se inozemna potražnja nastaviti povećavati i tako podupirati rast izvoza europodručja. Očekuje se da će oporavak u srednjoročnom razdoblju podupirati i postupno slabljenje negativnog učinka prijašnjeg pooštavanja monetarne politike i pretpostavljeno ublažavanje financijskih uvjeta u skladu s tržišnim očekivanjima povezanim s budućim kretanjima kamatnih stopa. Usto, rast će podupirati i otporno tržište rada u kojem će se nezaposlenost nastaviti smanjivati u kasnijem dijelu projekcijskog razdoblja i dosegnuti povijesno niske razine.

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2024. realni BDP povećavat će se po godišnjoj stopi od 0,9 % u 2024., 1,4 % u 2025. i 1,6 % u 2026. U usporedbi s projekcijama iz ožujka 2024., izgledi za rast BDP-a za 2024. revidirani su naviše zbog pozitivnog iznenađenja na početku godine i poboljšanih novih informacija. Izgledi za rast BDP-a za 2025. neznatno su revidirani naniže za 2025., a za 2026. ostaju nepromijenjeni.

3. Cijene i troškovi

Ukupna inflacija u europodručju blago se povećala na 2,6 % u svibnju 2024., s 2,4 % u ožujku i travnju. Većina mjera temeljne inflacije nastavila se smanjivati u travnju. Domaći cjenovni pritisci smanjili su se u prvom tromjesečju 2024., odražavajući smanjivanje dobiti. Mjerila dugoročnijih inflacijskih očekivanja ostala su uglavnom stabilna i većinom su bila na razini od oko 2 %. U makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2024. predviđa se da će se ukupna inflacija postupno smanjivati, s 2,5 % u 2024. na 2,2 % u 2025. i 1,9 % u 2026.

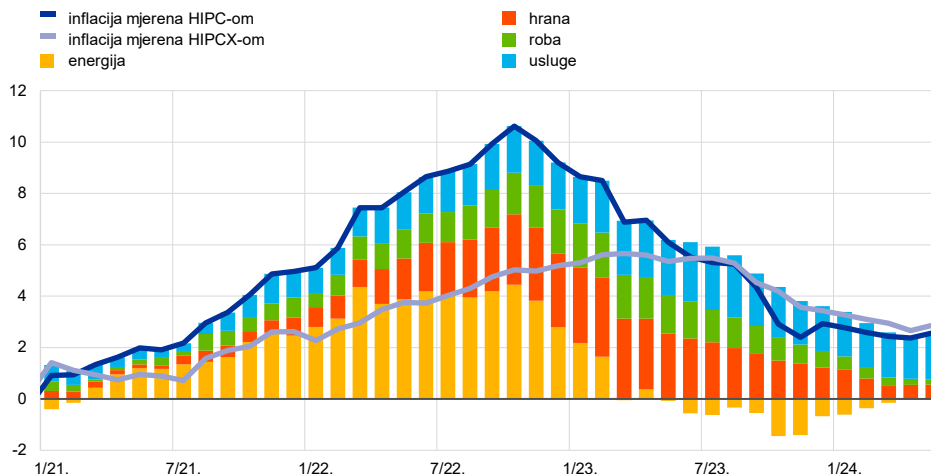
Ukupna inflacija u europodručju povećala se s 2,4 %, koliko je iznosila u travnju, na 2,6 % u svibnju (prema brzjoj procjeni Eurostata) (Grafikon 9).⁹ To je povećanje rezultat viših stopa inflacije cijena energije i usluga, a inflacija cijena hrane i inflacija cijena industrijskih proizvoda bez energije (IPE) smanjile su se. Godišnja stopa promjene inflacije cijena energije, za koju su u proteklih 12 mjeseci zabilježene negativne stope, u svibnju se povećala na 0,3 %. To je povećanje rezultat pozitivnog baznog učinka zbog znatnog smanjenja u svibnju 2023. Inflacija cijena hrane nastavila se smanjivati, s 2,8 % u travnju na 2,6 % u svibnju. To smanjenje odražava nižu godišnju stopu promjene kada je riječ o cijenama prerađenih prehrambenih proizvoda, uz povećanje godišnje stope u odnosu na cijene neprerađenih prehrambenih proizvoda. Inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane (HIPCX) povećala se s 2,7 % u travnju na 2,9 % u svibnju zbog povećanja inflacije cijena usluga (povećanje s 3,7 % u travnju na 4,1 % u svibnju). Smanjenje stopa rasta za prerađene prehrambene proizvode i IPE odražava daljnje popuštanje pritiska proizvođačkih troškova na cijene, a postojanija inflacija cijena usluga povezana je sa snažnijim utjecajem troškova rada u nekim njezinim stavkama, među ostalim činiteljima.

⁹ Ukupna inflacija mjeri se harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC).

Grafikon 9.

Ukupna inflacija i njezine glavne komponente

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



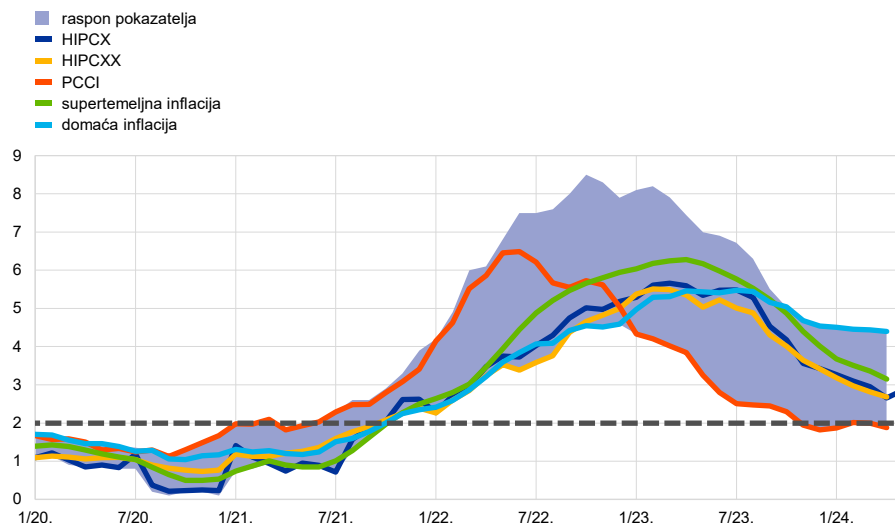
Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Roba se odnosi na industrijske proizvode bez energije (IPE). Posljednji podatci odnose se na svibanj 2024. (brza procjena).

Većina pokazatelja temeljne inflacije nastavila se smanjivati zbog slabljenja učinaka prethodnih velikih šokova kao i slabije potražnje u uvjetima pooštrene monetarne politike (Grafikon 10.). Vrijednosti pokazatelja u travnju su se kretale u rasponu od 1,9 % do 4,4 %, pri čemu se perzistentna i zajednička komponenta inflacije (engl. *Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) nalazila na najnižoj razini raspona, a pokazatelj domaće inflacije (isključujući stavke HIPC-a s velikim udjelom uvoza) na najvišoj razini raspona. Inflacija mjerena HIPCXX-om (odnosno inflacija mjerena HIPCX-om bez stavka povezanih s putovanjima, odjeće i obuće) smanjila se s 2,8 %, koliko je iznosila u ožujku, na 2,7 % u travnju. Pokazatelj supertemeljne (engl. *Supercore*) komponente inflacije, koji se sastoji od stavka HIPC-a osjetljivih na poslovni ciklus, smanjio se s 3,4 % u ožujku na 3,1 % u travnju, a mjera perzistentne i zajedničke komponente inflacije zasnovane na modelu u istom se razdoblju blago smanjila, s 2,0 % na 1,9 %. Pokazatelj domaće inflacije bio je na najvišoj razini i najdulje se zadržao na toj razini i iznosio je 4,4 % u ožujku i travnju 2024., što odražava veliku važnost stavka usluga kao što su osiguranje ili zdravstvene usluge u njegovu izračunu. Cijene tih stavka obično se rjeđe prilagođavaju i zabilježena je njihova zakašnjela reakcija na prethodna snažna povećanja troškova.

Grafikon 10. Pokazatelji temeljne inflacije

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

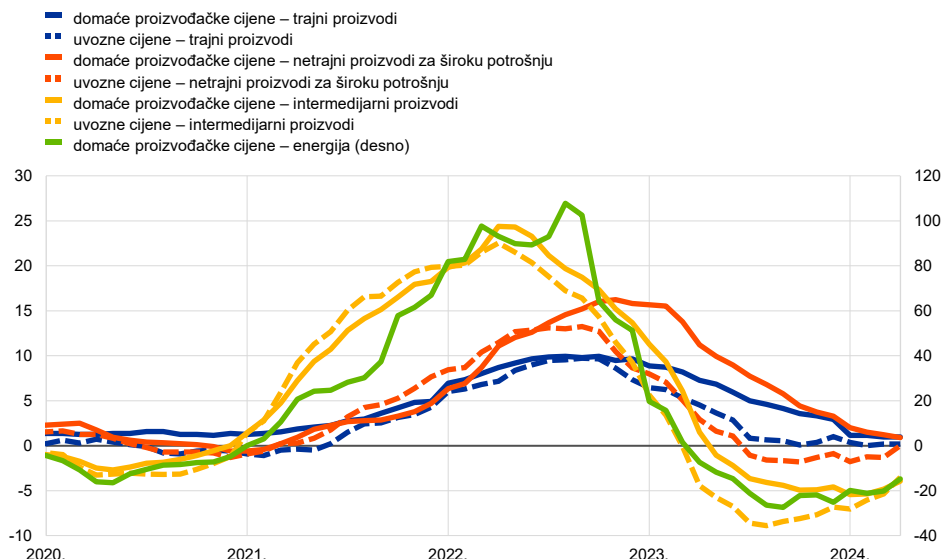
Napomene: Raspon pokazatelja temeljne inflacije uključuje HIPC bez energije, HIPC bez energije i neprerađenih prehrambenih proizvoda, HIPCX, HIPCXX, domaću inflaciju, aritmetičku sredinu modificiranu za 10 % odnosno 30 %, PCCI, pokazatelj supertemeljne (engl. *Supercore*) komponente inflacije i ponderirani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

Većina pokazatelja pritisaka proizvođačkih troškova nastavila je popuštati s daljnjim nestajanjem kumulativnih učinaka prošlih šokova (Grafikon 11.). U ranim fazama cjenovnog lanca inflacija proizvođačkih cijena energije, koja je negativna od ožujka 2023., blago se povećala na $-14,7\%$ u travnju, s $-20,3\%$ u ožujku. Godišnja stopa rasta proizvođačkih cijena za domaću prodaju intermedijarnih proizvoda također je ostala negativna i iznosila je $-3,9\%$ u travnju, što je povećanje u odnosu na $-4,8\%$, koliko je iznosila u ožujku. Isto vrijedi i za inflaciju uvoznih cijena intermedijarnih proizvoda ($-3,5\%$ u travnju, u odnosu na $-5,4\%$ u ožujku). U kasnijim fazama cjenovnog lanca inflacija domaćih proizvođačkih cijena trajnih proizvoda za široku potrošnju stabilizirala se na $1,0\%$ u ožujku i travnju nakon što je u veljači iznosila $1,1\%$. Godišnja stopa rasta uvoznih cijena iznosila je $0,2\%$ u travnju i ožujku, nakon što je u veljači zabilježena nulta stopa rasta. Daljnje popuštanje akumuliranih pritisaka proizvođačkih troškova zabilježeno je i kada je riječ o inflaciji proizvođačkih cijena netrajnih proizvoda za široku potrošnju, koja se u travnju dodatno smanjila na $0,9\%$. Godišnja stopa rasta uvoznih cijena netrajnih proizvoda za široku potrošnju iznosila je nula u travnju, u odnosu na $-1,3\%$, koliko je iznosila u ožujku. Netrajni proizvodi za široku potrošnju uključuju prehrambene proizvode, čije su se godišnje stope promjene proizvođačkih cijena u početku smanjivale brže nego kada je riječ o neprehrambenim proizvodima. Međutim, nedavno su se s obzirom na brzinu smanjivanja cijene prehrambenih proizvoda približile cijenama neprehrambenih proizvoda.

Grafikon 11.

Pokazatelji pritisaka proizvođačkih troškova

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na travanj 2024.

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

Godišnja stopa rasta deflatora BDP-a smanjila se na 5,1 % u četvrtom tromjesečju 2023. sa 6,0 % u prethodnom tromjesečju zbog manjeg doprinosa jedinične dobiti i troškova rada (Grafikon 12.). Slabiji učinak jediničnih troškova rada rezultat je malo manje negativnog rasta produktivnosti rada i smanjenja rasta plaća, mjenenog naknadom po zaposlenom, koji se smanjio s 5,3 % u trećem tromjesečju na 4,9 % u posljednjem tromjesečju 2023.¹⁰ Isto tako, rast plaća mjenen naknadom po satu smanjio se s 5,1 % u trećem tromjesečju na 4,7 % u četvrtom tromjesečju. Ti pritisci na smanjenje koji proizlaze iz jedinične dobiti i troškova rada djelomično su neutralizirani većim doprinosom jediničnih neto poreza zbog povećanja jediničnih poreza i negativnije stope rasta jediničnih subvencija. Rast dogovorenih plaća povećao se na 4,7 % u prvom tromjesečju 2024. nakon što se u četvrtom tromjesečju 2023. blago smanjio na 4,5 %. To je povećanje rezultat postupne prilagodbe plaća na prošle inflacijske šokove i pooštavanja uvjeta na tržištu rada. Unatoč tome, podatci o najnovijim sporazumima o plaćama upućuju na kontinuirano postupno slabljenje pritisaka na plaće, iako će oni i nadalje vjerojatno ostati na relativno visokim razinama u preostalom dijelu 2024.¹¹ Procjenjuje se da će godišnji rast naknade po zaposlenom u 2024. iznositi prosječno 4,8 %. Međutim, očekuje se da će se potom nastaviti smanjivati tijekom projekcijskog razdoblja, premda će i

¹⁰ Krajnji datum za podatke uključene u ovaj broj Ekonomskog biltena bio je 5. lipnja 2024. Podatci iz nacionalnih računa objavljeni 7. lipnja 2024. upućuju na snažniji godišnji rast naknade po zaposlenom u prvom tromjesečju 2024. (5,0 %, što je povećanje u odnosu na 4,9 % u četvrtom tromjesečju) i slabiji godišnji rast jediničnih troškova rada (5,7 %, što je smanjenje u odnosu na 6,0 % u četvrtom tromjesečju). Godišnja stopa rasta deflatora BDP-a dodatno se smanjila na 3,6 % u prvom tromjesečju 2024., sa 5,1 % u četvrtom tromjesečju 2023.

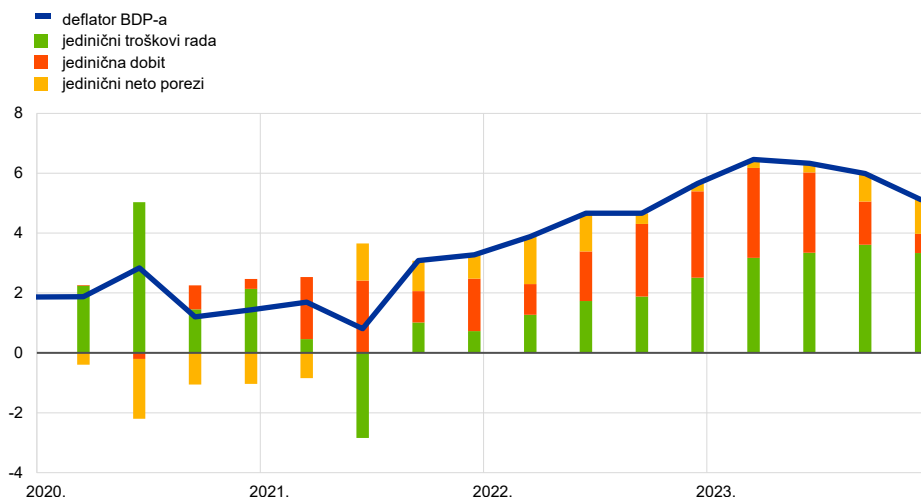
¹¹ Vidi Górnicka i Koester (urednici), „A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area”, *Occasional Paper Series*, br. 338, ESB, veljača 2024.

nadalje biti povišen u odnosu na povijesne razine, i to zbog daljnje oskudice radne snage na tržištima rada, naknade za inflaciju i povećanja minimalnih plaća.

Grafikon 12.

Raščlamba deflatora BDP-a

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

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

Pokazatelji dugoročnijih inflacijskih očekivanja koji se zasnivaju na anketama i mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima uglavnom su ostali nepromijenjeni i većinom su bili na razini od oko 2 % (Grafikon 13.).

Prosječna dugoročnija inflacijska očekivanja (za 2028.) iznosila su 2,0 % u ESB-ovoj Anketi o prognozama stručnjaka (engl. *Survey of Professional Forecasters*) za drugo tromjesečje 2024. i u ESB-ovoj Anketi monetarnih analitičara (engl. *Survey of Monetary Analysts*) iz lipnja 2024. Mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima (na temelju HIPC-a bez duhanskih proizvoda) na duljem kraju krivulje prinosa ostala su uglavnom nepromijenjena, pri čemu je petogodišnja kamatna stopa na petogodišnje termenske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije iznosila oko 2,3 %, što je znatno smanjenje u odnosu na višegodišnju najvišu razinu koju je dosegla početkom kolovoza 2023. Međutim, valja napomenuti da ta mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima nisu izravno mjerilo stvarnih inflacijskih očekivanja sudionika na tržištu s obzirom na to da ta mjerila uključuju premiju za inflacijski rizik. Procjene stvarnih inflacijskih očekivanja zasnovane na modelu, isključujući premiju za inflacijski rizik, upućuju na to da i sudionici na tržištu očekuju da će inflacija iznositi oko 2 % u dugoročnijem razdoblju. Ishodi mjera inflacije u europodručju u kratkoročnom razdoblju zasnovanih na tržišnim pokazateljima upućuju na to da ulagači očekuju da će se inflacija nastaviti smanjivati u 2024. i iznositi prosječno 2,1 % u drugoj polovini godine. Jednogodišnja kamatna stopa na jednogodišnje termenske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije uglavnom je ostala nepromijenjena u promatranom razdoblju i iznosila je 2,2 %. Kada je riječ o potrošačima, inflacijska očekivanja općenito su se blago smanjila. Prema ESB-ovoj anketi o očekivanjima potrošača iz travnja 2024. medijan očekivanja glede ukupne inflacije za sljedećih godinu dana iznosi 2,9 % (u odnosu

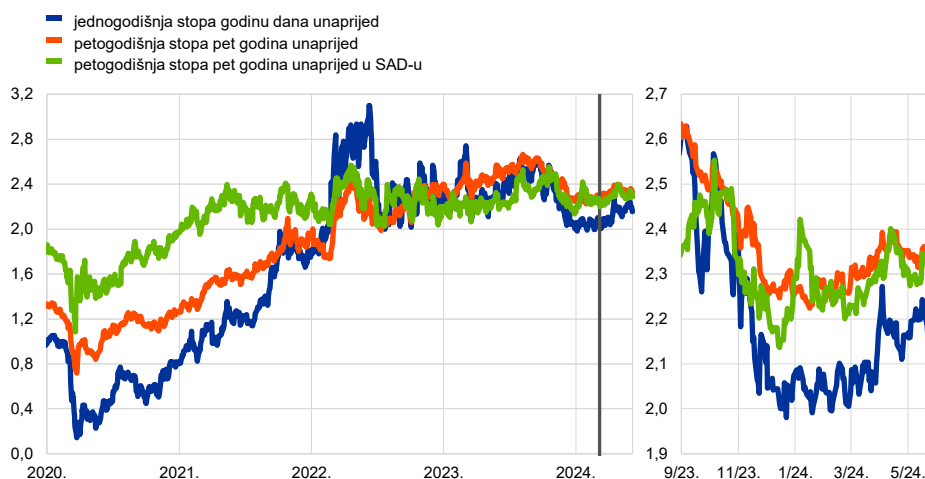
na 3,0 % u ožujku), a inflacijska očekivanja za sljedeće tri godine smanjila su se s 2,5 % u ožujku na 2,4 %.

Grafikon 13.

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

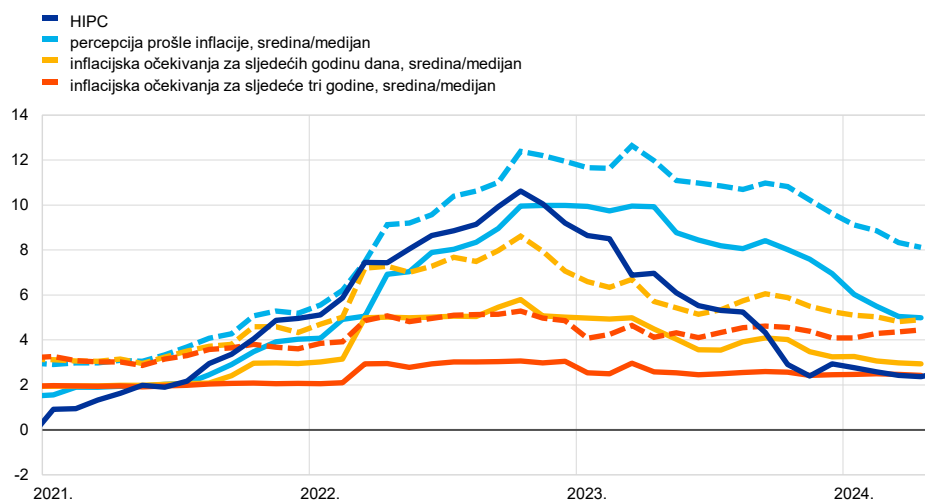
a) mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima

(godišnje promjene u postotcima)



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

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Refinitiv, Bloomberg, Eurostat, anketa o očekivanjima potrošača i izračun ESB-a
 Napomene: Panel a) prikazuje kamatne stope na terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije za različita razdoblja za europodručje i petogodišnju izvedenu stopu inflacije pet godina unaprijed za Sjedinjene Američke Države. Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 7. ožujka 2024. Na panelu b) isprekidane linije označuju sredinu, a pune linije označuju medijan. Posljednji podatci odnose se na 5. lipnja 2024. za terminske stope, na svibanj 2024. (brza procjena) za HIPC i na travanj 2024. za ostale stavke.

U makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2024. predviđa se da će se ukupna inflacija nastaviti smanjivati, s 2,5 % u 2024. na 2,2 % u 2025. i 1,9 % u 2026. (Grafikon 14.).¹² To smanjivanje proizlazi iz kontinuiranog slabljenja pritiska proizvođačkih troškova i učinka pooštavanja

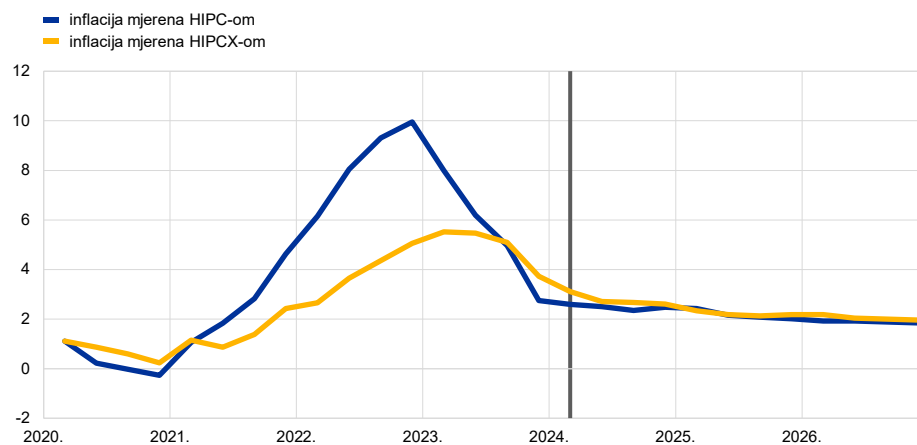
¹² Za više informacija vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, lipanj 2024.“.

monetarne politike. Tome u prilog ide i slabiji rast troškova rada te slabljenje učinaka energetske krize. U odnosu na projekcije iz ožujka 2024. projekcija ukupne inflacije revidirana je naviše za 0,2 postotna boda i za 2024. i za 2025., uglavnom zbog baznih učinaka koji proizlaze iz inflacije cijena energije i ukidanja fiskalnih mjera povezanih s energijom. Predviđa se da će se inflacija mjerena HIPCX-om nastaviti smanjivati u sljedećim godinama i prosječno iznositi 2,8 % u 2024., 2,2 % u 2025. i 2,0 % u 2026. U odnosu na projekcije iz ožujka 2024. inflacija mjerena HIPCX-om revidirana je naviše za 0,2 postotna boda za 2024. i za 0,1 postotni bod za 2025.

Grafikon 14.

Inflacija mjerena HIPC-om i HIPCX-om za europsko područje

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i [makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2024.](#)

Napomene: Siva vertikalna linija označuje posljednje tromjesečje prije početka projekcijskog razdoblja. Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2024. za podatke i četvrto tromjesečje 2026. za projekcije. Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europsko područje iz lipnja 2024. dovršene su 22. svibnja 2024., a krajnji datum za tehničke pretpostavke bio je 15. svibnja 2024. Povijesni i aktualni podatci za inflaciju mjerenu HIPC-om i HIPCX-om na tromjesečnoj su osnovi.

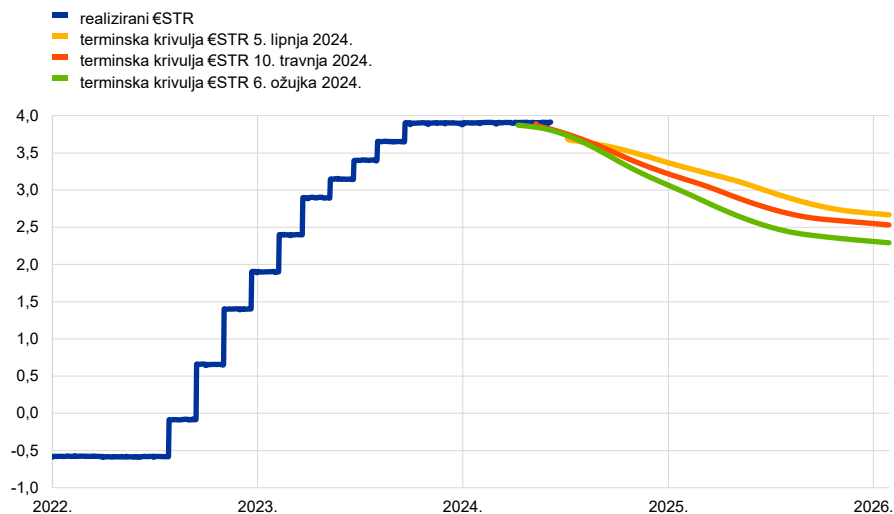
4. Kretanja na financijskim tržištima

U promatranom razdoblju od 7. ožujka 2024. do 5. lipnja 2024. pozornost na financijskim tržištima u europodručju bila je i nadalje usmjerena na dinamiku dezinflacije i njezine implikacije na vrijeme i opseg mogućih smanjenja kamatnih stopa monetarne politike. Kratkoročne nerizične kamatne stope porasle su za sva dospijeca osim najkraćih jer su sudionici na tržištu internalizirali makroekonomska iznenađenja s obiju strana Atlantika, što je dovelo do smanjenja njihovih očekivanja glede ublažavanja monetarne politike. Kratki kraj terminske krivulje eurske kratkoročne kamatne stope (€STR) neznatno se promijenio i gotovo je u potpunosti uključivao početno smanjenje kamatne stope od 25 baznih bodova na sastanku Upravnog vijeća u lipnju. Nasuprot tome, tržišno određivanje cijena smanjenja kamatnih stopa u preostalom dijelu godine smanjeno je na kumulativno smanjenje od 65 baznih bodova. Terminska krivulja upućuje na to da će se do kraja 2026. ciklus ublažavanja stabilizirati između 2 % i 2,5 %. Dugoročnije nerizične kamatne stope također su blago porasle, dok su se prinosi na državne obveznice kretali uglavnom u skladu s nerizičnim kamatnim stopama. Promjene razlike prinosa na državne obveznice u odnosu na kamatnu stopu na prekonoćne kamatne ugovore o razmjeni (OIS) bile neznatne jer su ulagači i nadalje dobro apsorbirali velik obujam izdanja obveznica. Cijene dionica u europodručju dodatno su porasle, pod pozitivnim utjecajem poboljšanih očekivanih zarada i snažne sklonosti preuzimanju rizika, unatoč i nadalje povišenim geopolitičkim napetostima. Na deviznim tržištima tečaj eura ponderiran obujmom trgovine neznatno je ojačao, ali je u odnosu na američki dolar bio uglavnom stabilan.

Terminska krivulja OIS pomaknula se naviše od sastanka Upravnog vijeća u ožujku u kontekstu smanjenja očekivanja sudionika na tržištu glede smanjenja kamatnih stopa u 2024. (Grafikon 15.). Referentna eurska kratkoročna kamatna stopa (€STR) u promatranom je razdoblju ostala stabilna i iznosila je 3,9 % zbog nepromijenjene kamatne stope na novčani depozit koju je Upravno vijeće zadržalo na 4 % od sastanka o monetarnoj politici održanoga u rujnu 2023. Višak likvidnosti smanjio se za oko 302 mlrd. EUR od 7. ožujka do 4. lipnja i iznosio je 3.198 mlrd. EUR, ponajprije zbog otplata treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (operacije TLTRO III) u ožujku i, u manjoj mjeri, smanjenja portfelja programa kupnje vrijednosnih papira (APP) jer Eurosustav više ne reinvestira glavnice dospjelih vrijednosnih papira u tom portfelju. Kratki kraj terminske krivulje OIS koja se zasniva na €STR-u gotovo je u potpunosti uključivao početno smanjenje stope od 25 baznih bodova na sastanku u lipnju. Nasuprot tome, terminske stope koje su povezane sa sljedećim sastancima Upravnog vijeća povećale su se nakon sastanka u ožujku. To upućuje na zaključak da sudionici na tržištu očekuju da će sljedeća smanjenja kamatnih stopa monetarne politike u preostalom dijelu godine biti rjeđa i nastupiti kasnije nego što se ranije očekivalo. Sveukupno gledano, umjesto kumulativnog smanjenja od oko 100 baznih bodova tijekom 2024., koliko se očekivalo u ožujku, terminska krivulja sada uključuje kumulativno smanjenje od oko 65 baznih bodova.

Grafikon 15. Terminske stope €STR

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: Bloomberg i izračun ESB-a

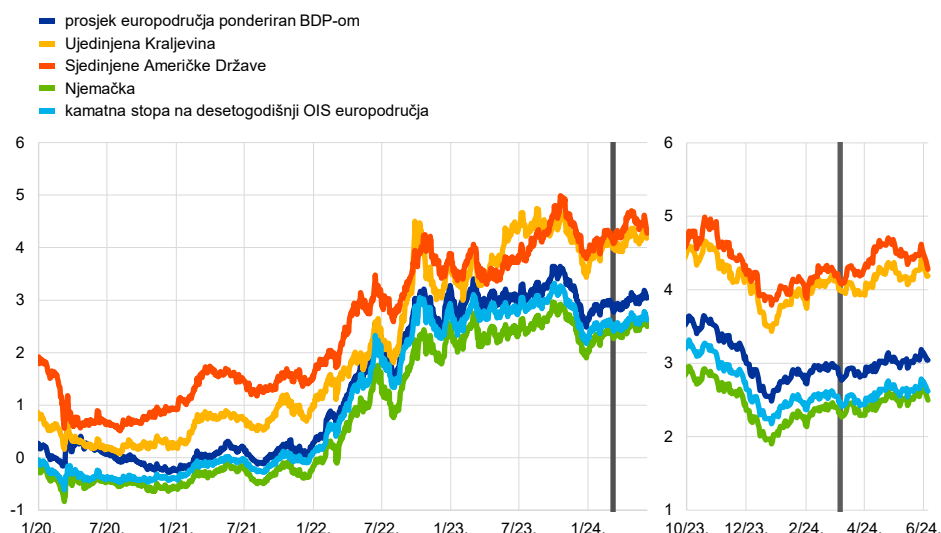
Napomena: Terminalska krivulja procjenjuje se pomoću promptnih kamatnih stopa na prekonoćne kamatne ugovore o razmjeni (OIS) (€STR).

Dugoročne nerizične kamatne stope u europodručju povećale su se, ali manje nego istovjetne stope u SAD-u (Grafikon 16.). Dugoročne nerizične kamatne stope znatno su porasle u prvoj polovini promatranog razdoblja, uglavnom potaknute ponovnom procjenom izgleda za kamatne stope u SAD-u, a potom su se umjereno smanjile. Kamatna stopa na desetogodišnji OIS povećala se za 30 baznih bodova do kraja travnja, pa je na kraju promatranog razdoblja iznosila oko 2,6 %, odnosno 16 baznih bodova iznad razine zabilježene u vrijeme sastanka u ožujku. Dugoročne nerizične kamatne stope u Sjedinjenim Američkim Državama općenito su znatnije fluktuirale i više su porasle tijekom promatranog razdoblja, posebice na dane objavljivanja podataka o indeksu potrošačkih cijena. Prinos na desetogodišnje američke državne vrijednosne papire povećao se za 19 baznih bodova, na 4,3 %, pa je razlika između dugoročnih nerizičnih kamatnih stopa u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama ostala uglavnom nepromijenjena. Prinos na britanske državne obveznice porastao je za 19 baznih bodova i dosegao je 4,2 %.

Grafikon 16.

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

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: LSEG i izračun ESB-a

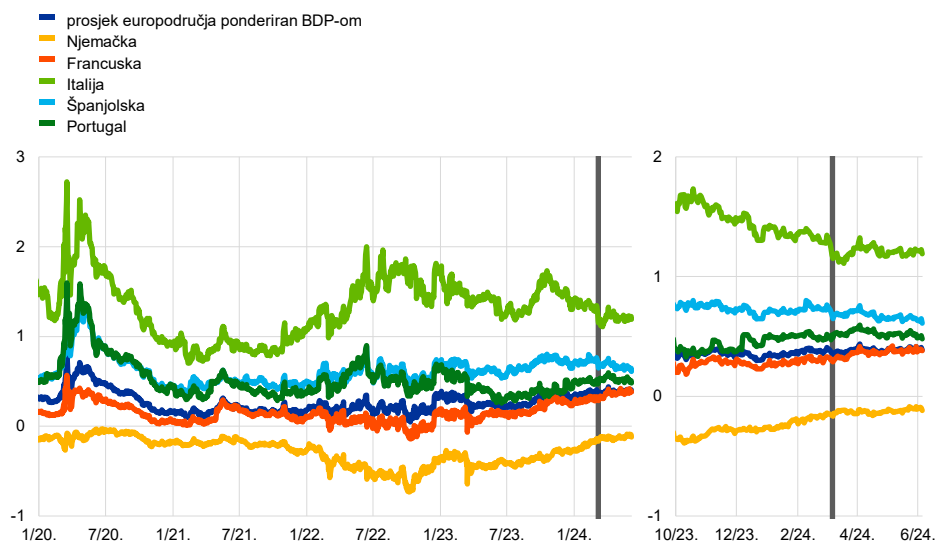
Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 7. ožujka 2024. Posljednji podatci odnose se na 5. lipnja 2024.

Prinosi na državne obveznice europa područja kretali su se uglavnom u skladu s nerizičnim kamatnim stopama, pri čemu se razlike prinosa na državne obveznice nisu znatno promijenile (Grafikon 17.). Na kraju promatranog razdoblja prinos na desetogodišnje državne obveznice europa područja ponderiran BDP-om povećao se za oko 24 bazna boda i iznosio je oko 3,04 %, pri čemu se njegova razlika prinosa u odnosu na kamatnu stopu na OIS zasnovanu na €STR-u samo blago povećala, za 5 baznih bodova. Razlike prinosa na državne obveznice, uključujući obveznice država europa područja s nižim rejtingom, neznatno su se promijenile tijekom promatranog razdoblja. Tržište državnih obveznica bilo je otporno u promatranom razdoblju, a iznimno velik obujam izdanja bio je dobro apsorbiran dinamičnom potražnjom ulagača koji su nastojali zadržati prinose u očekivanju mogućeg ciklusa smanjivanja kamatnih stopa monetarne politike.

Grafikon 17.

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

(postotni bodovi)



Izvori: LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 7. ožujka 2024. Posljednji podatci odnose se na 5. lipnja 2024.

Razlike prinosa na korporativne obveznice s visokim prinosom malo su se smanjile u uvjetima snažne ukupne sklonosti preuzimanju rizika.

Razlike prinosa na korporativne obveznice s visokim prinosom smanjile su se u promatranom razdoblju za 14 baznih bodova, pri čemu su se razlike kod financijskih društava smanjile za 23 bazna boda, a razlike kod nefinancijskih društava pale su za 12 baznih bodova. Razlike prinosa na korporativne obveznice s investicijskim rejtingom umjereno su fluktuirale i bile su niže za 8 baznih bodova na kraju promatranog razdoblja. Razlike prinosa na bolje rangirani dio segmenta visokog prinosa (B-BB) i nadalje su znatno niže od svoje povijesne srednje vrijednosti, unatoč tome što je posljednjih mjeseci došlo do porasta očekivane učestalosti nastanka statusa neispunjavanja obveza u tom tržišnom segmentu. Zbog otpornosti sektora poduzeća u europskom području bilo je moguće obuzdati troškove financiranja obveznica.

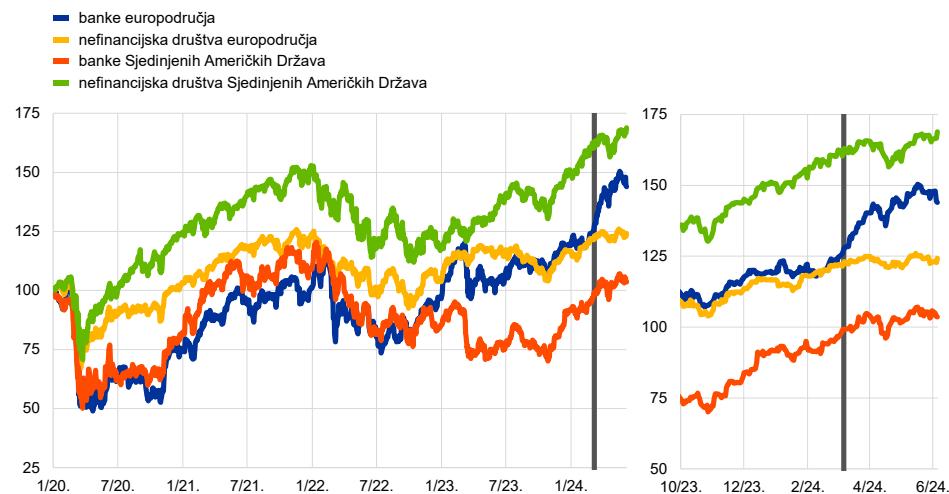
Cijene dionica u europskom području još su malo porasle unatoč velikoj makroekonomskoj neizvjesnosti i višim diskontnim stopama (Grafikon 18.).

Široki indeksi tržišta dionica u europskom području i Sjedinjenim Američkim Državama dodatno su porasli u promatranom razdoblju iako su geopolitičke napetosti ostale povišene. Indeksi u europskom području i SAD-u porasli su za oko 2,5 % odnosno 3,8 %. Na cijene dionica u europskom području pozitivno su djelovale niže premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira i poboljšana kratkoročna i dugoročna očekivanja glede zarada, čime je više nego neutraliziran učinak viših diskontnih stopa. Cijene dionica nefinancijskih društava u europskom području i Sjedinjenim Američkim Državama porasle su za 0,9 % odnosno 3,6 % tijekom promatranog razdoblja. Cijene dionica banaka u europskom području, koje su porasle za 12,4 %, i nadalje nadmašuju istovjetne cijene u SAD-u, koje su porasle za 4,5 %.

Grafikon 18.

Indeksi cijena dionica u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama

(indeks: 1. siječnja 2020. = 100)



Izvori: LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 7. ožujka 2024. Posljednji podatci odnose se na 5. lipnja 2024.

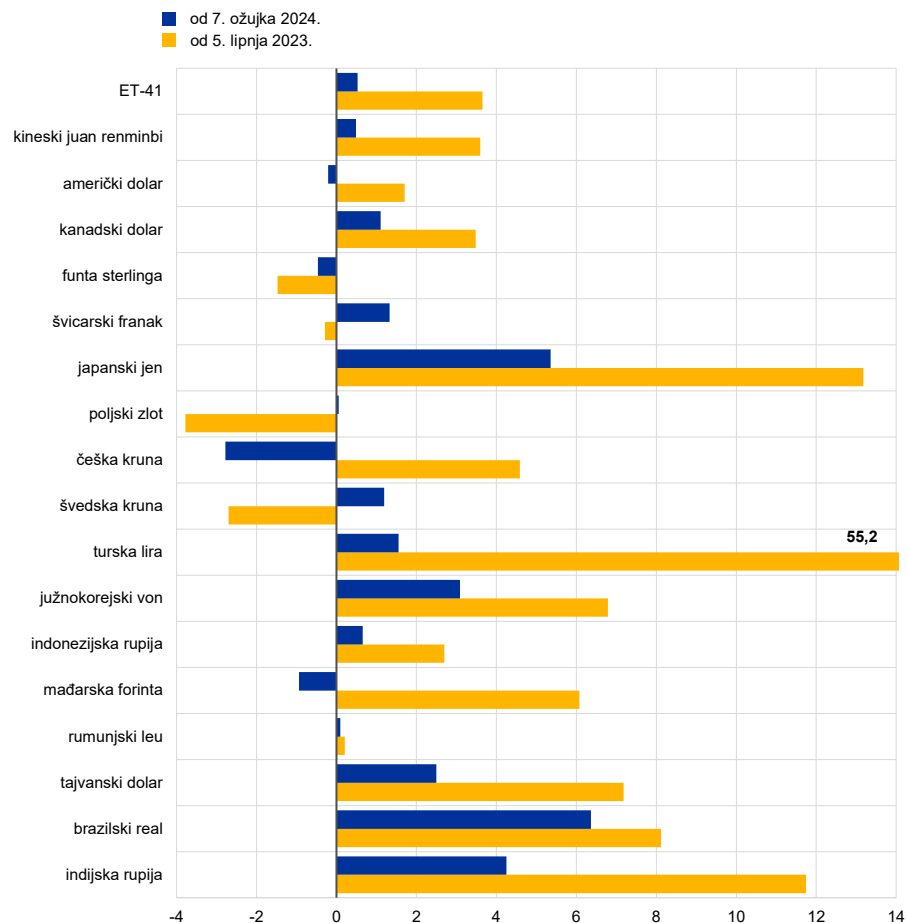
Na deviznim tržištima tečaj eura ponderiran obujmom trgovine neznatno je ojačao, ali je bio uglavnom stabilan u odnosu na američki dolar (Grafikon 19.).

Nominalni efektivni tečaj eura mjereno u odnosu na valute 41 najvažnijega trgovinskog partnera europodručja ojačao je za 0,5 % u promatranom razdoblju. Blaga aprecijacija eura uglavnom je bila potaknuta jačanjem u odnosu na valute nekoliko razvijenih gospodarstava. Euro je ojačao za 5,2 % u odnosu na japanski jen, 1,3 % u odnosu na švicarski franak, 1,2 % u odnosu na švedsku krunu i 1,1 % u odnosu na kanadski dolar. Ova kretanja uglavnom su odražavala različita kretanja monetarne politike. Primjerice, središnja banka Swiss National Bank smanjila je stope za 25 baznih bodova, na 1,5 % u ožujku, središnja banka Sveriges Riksbank snizila je svoju ključnu kamatnu stopu s 4,00 % na 3,75 % na svojem sastanku u svibnju, a središnja banka Bank of Canada smanjila je svoju kamatnu stopu za 25 baznih bodova, na 4,75 %, 5. lipnja. Euro je oslabio za 0,4 % u odnosu na funtu sterlinga jer su sudionici na tržištu odgodili svoja očekivanja glede vremena mogućeg smanjenja kamatnih stopa monetarne politike središnje banke Bank of England. Euro je ostao relativno stabilan u odnosu na američki dolar (–0,2 %) unatoč nekim fluktuacijama tijekom razdoblja.

Grafikon 19.

Promjene tečaja eura u odnosu na odabrane valute

(promjene u postotcima)



Izvor: ESB

Napomene: ET-41 jest nominalni efektivni tečaj eura u odnosu na valute 41 najvažnijega trgovinskog partnera europodručja. Pozitivna (negativna) promjena odgovara aprecijaciji (deprecijaciji) eura. Sve promjene izračunate su primjenom deviznih tečajeva koji su vrijedili 5. lipnja 2024.

5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja

U travnju 2024. složeni troškovi financiranja banaka i kamatne stope banaka na kredite u europodručju zadržali su se na visokim razinama. Trošak tržišnog duga za nefinancijska društva i financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima povećao se tijekom razdoblja od 7. ožujka do 5. lipnja 2024. Bankovno kreditiranje poduzeća i kućanstava stabiliziralo se na niskim razinama u travnju u uvjetima visokih kamatnih stopa na kredite, slaboga gospodarskog rasta i strogih standarda odobravanja kredita. Nastavljen je postupan oporavak godišnje stope rasta najširega monetarnog agregata potaknut znatnim neto inozemnim priljevima.

Troškovi financiranja banaka u europodručju zadržali su se na visokoj razini u odnosu na prijašnje vrijednosti. Kako je sastav financiranja nastavio prelaziti na skuplje izvore, troškovi financiranja banaka ostali su povišeni. U travnju 2024. složeni trošak financiranja duga za banke europodručja ostao je nepromijenjen od ožujka i iznosio je 2,07 % (Grafikon 20., panel a)). Prinosi na bankovne obveznice neznatno su se povećali u travnju, a ukupne kamatne stope na depozite, koje imaju najveći udio u troškovima financiranja banaka, ostale su nepromijenjene (Grafikon 20., panel b)). Ovo kretanje prikriva znatne razlike među državama i razlike među instrumentima i sektorima. Kamatne stope na prenoćne depozite ostale su stabilne u travnju, dok su kamatne stope na oročene depozite do dvije godine pale, što je dovelo do neznatnog smanjenja velike razlike između dvaju depozita. No kamatne stope na depozite s otkaznim rokom do tri mjeseca blago su se povećale.

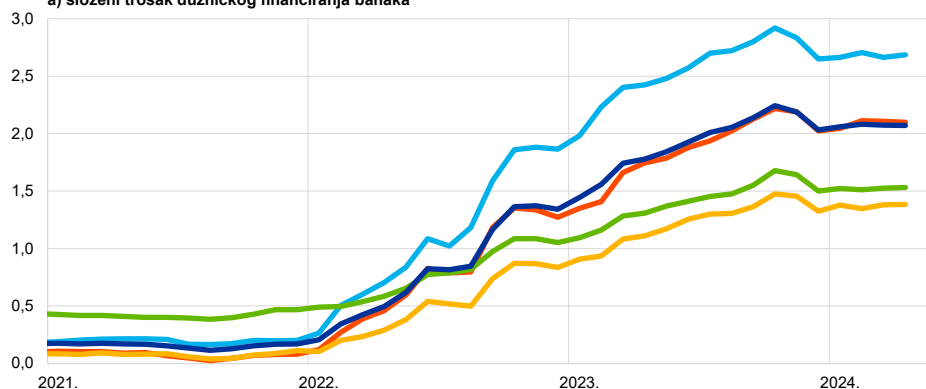
Grafikon 20.

Složeni troškovi financiranja banaka u odabranim državama europodručja

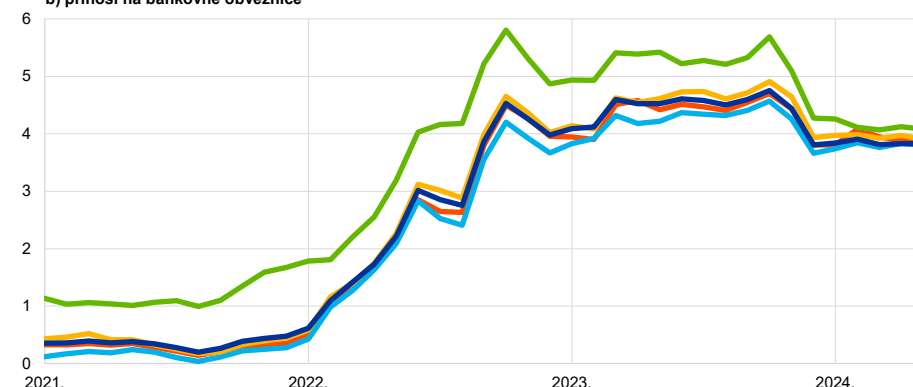
(postotci na godišnjoj razini)

- europodručje
- Njemačka
- Francuska
- Italija
- Španjolska

a) složeni trošak dužničkog financiranja banaka



b) prinosi na bankovne obveznice



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

Napomene: Složeni troškovi financiranja banaka jesu ponderirani prosjeci složenog troška depozita i financiranja neosiguranim tržišnim dugom. Složeni trošak depozita izračunava se kao prosjek kamatnih stopa na nove prekonoćne depozite, depozite s ugovorenim rokom dospijanja 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 travanj 2024. za složeni trošak dužničkog financiranja banaka i na 5. lipnja 2024. za prinose na bankovne obveznice.

U travnju 2024. kamatne stope na kredite poduzećima i za stambene kredite ostale su stabilne na visokim razinama.

U travnju nije došlo do promjene kamatnih stopa za poduzeća i iznosile su 5,18 % te su bile samo neznatno niže od najviše razine od 5,27 % dosegnute u listopadu 2023. (Grafikon 21.) uz razlike među državama europodručja i dospijecima. Zbog obrnute krivulje prinosa, stope na kredite s dužim razdobljima fiksiranja kamatnih stopa i nadalje su bile niže od onih s kratkim razdobljima fiksiranja kamatne stope. Razlika između kamatnih stopa na male i velike kredite poduzećima u europodručju dodatno se smanjila u travnju na 0,23 postotna boda, najnižu razinu od pandemije, što je odražavalo niže stope na male kredite i nepromijenjene stope na velike kredite. Nakon četiri uzastopna pada kamatne stope na nove kredite kućanstvima za kupnju kuće ostale su nepromijenjene i iznosile su 3,80 % u travnju i ispod visokih 4,02 % u studenome 2023. (Grafikon 21.). Ova je stabilizacija obuhvatila sve segmente dospijanja.

Kamatne stope banaka na nove potrošačke kredite kućanstvima neznatno su se povećale u travnju u odnosu na razinu u ožujku i u uvjetima kolebljivosti, dok je za kredite trgovcima pojedincima došlo do malog smanjenja.

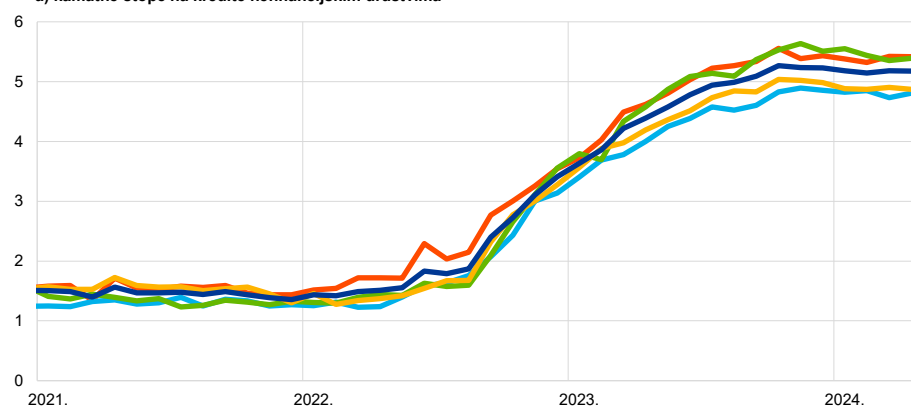
Grafikon 21.

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

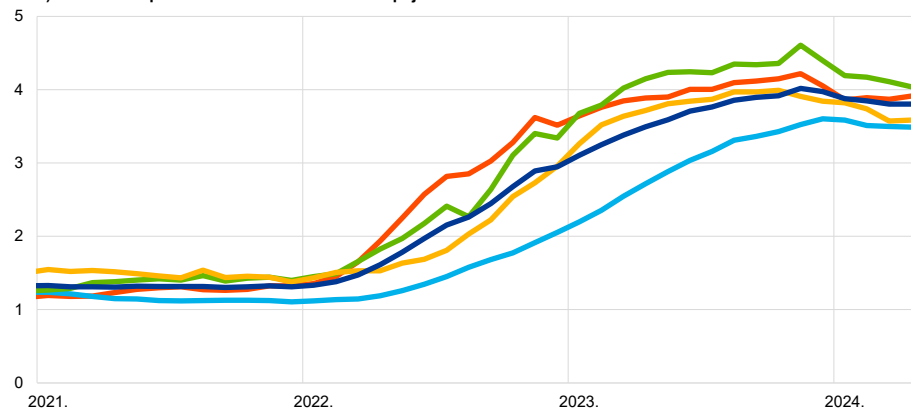
(postotci na godišnjoj razini)

- europodručje
- Njemačka
- Francuska
- Italija
- Španjolska

a) kamatne stope na kredite nefinancijskim društvima



b) kamatne stope na kredite kućanstvima za kupnju kuće



Izvori: ESB i izračun ESB-a

Napomene: Složene kamatne stope banaka na kredite izračunavaju se agregiranjem kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa primjenom 24mesečnoga pomičnog prosjeka iznosa novih poslova. Posljednji podatci odnose se na travanj 2024.

Tijekom razdoblja od 7. ožujka do 5. lipnja 2024. trošak tržišnog duga i financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima nefinancijskih društava povećao se.

Na osnovi dostupnih mjesečnih podataka ukupni trošak financiranja za nefinancijska društva, odnosno složeni trošak zaduživanja kod banaka, trošak tržišnog duga i trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira, iznosio je 6,2 % u travnju, što je za 20 baznih bodova više od razine u ožujku, ali je i nadalje niže od višegodišnje visoke razine koju je dosegnuo u listopadu 2023. (Grafikon 22.).¹³ Sve

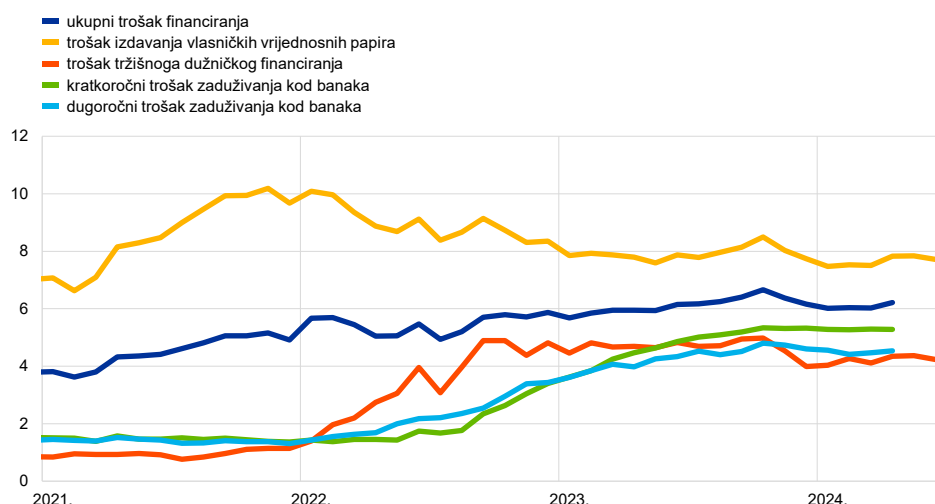
¹³ S obzirom na dostupnost podataka o troškovima zaduživanja kod banaka s odmakom, podatci o ukupnom trošku financiranja za nefinancijska društva dostupni su samo za razdoblje do travnja 2024.

su komponente pridonijele povećanju ukupnog indeksa troškova, osim troška kratkoročnih kredita koji je ostao uglavnom nepromijenjen. Dnevni podatci o trošku tržišnog duga i financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima povećao se u oba pokazatelja tijekom razdoblja od 7. ožujka do 5. lipnja 2024. Trošak tržišnog duga povećao se s obzirom na to da povećanje nerizične kamatne stope, kako je aproksimirano kamatnom stopom na desetogodišnje prekončne ugovore o razmjeni, nije bilo poništeno smanjenjem prinosa na obveznice koje su izdala nefinancijska društva i u segmentu investicijskog rejtinga i u segmentu visokih prinosa. Isto tako, trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima povećao se tijekom istog razdoblja, odražavajući višu nerizičnu kamatnu stopu koja je neutralizirala neznatno nižu premiju za rizik vlasničkih vrijednosnih papira (Odjeljak 4.).

Grafikon 22.

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

(postotci na godišnjoj razini)



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

Napomene: Ukupni trošak financiranja za nefinancijska društva zasniva se na mjesečnim podatcima i izračunava se kao ponderirani prosjek troška zaduživanja kod banaka (mjesečni prosječni podatci), tržišnog duga i izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (podatci na kraju mjeseca) na osnovi njihovih odgovarajućih nepodmirenih iznosa. Posljednji podatci odnose se na 5. lipnja 2024. za trošak tržišnoga dužničkoga financiranja i za trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (dnevni podatci) i travanj 2024. za ukupni trošak financiranja i dugoročni i kratkoročni trošak zaduživanja kod banaka (mjesečni podatci).

U travnju 2024. godišnja stopa rasta bankovnog kreditiranja poduzeća i kućanstava zadržala se gotovo na nuli u uvjetima visokih kamatnih stopa na kredite, slaboga gospodarskog rasta i strogih standarda odobravanja kredita.

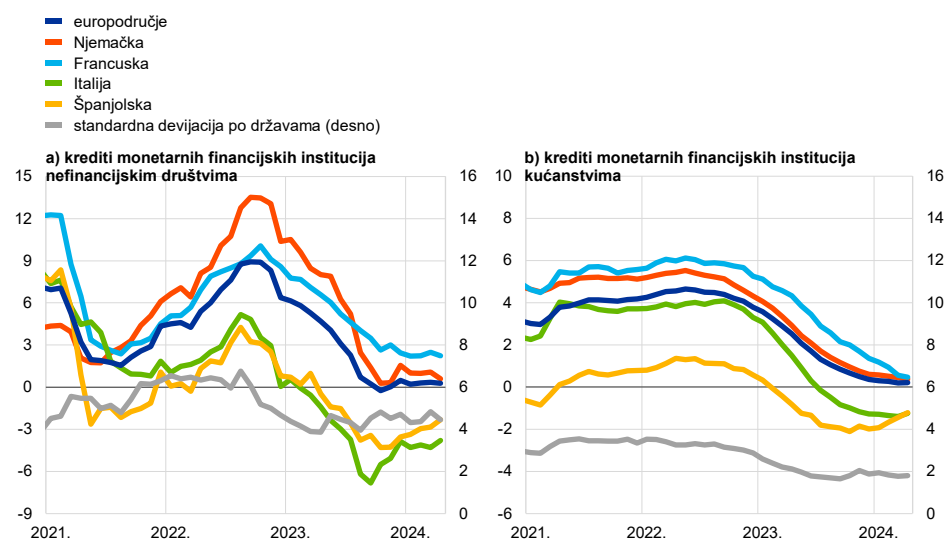
Godišnji rast kredita nefinancijskim društvima neznatno se smanjio na 0,3 % u travnju, što je pad u odnosu na 0,4 % u ožujku (Grafikon 23., panel a)). Godišnja stopa rasta kredita kućanstvima ostala je nepromijenjena na 0,2 % u travnju (Grafikon 23., panel b)). Dok su potrošački krediti ostali otporni, stambeni su krediti zabilježili neznatno pozitivan rast, a krediti trgovcima pojedincima i nadalje su imali negativne stope rasta. ESB-ova [anketa o očekivanjima potrošača](#) u travnju 2024. pokazala je da je i nadalje velik, ali sve manji, neto postotak ispitanika imao dojam da je dostupnost kredita otežana tijekom prethodnih dvanaest mjeseci i očekivali su da će postati još teža tijekom idućih dvanaest mjeseci. Kontinuirano slab rast kredita

odražava stagnirajuću dinamiku kreditiranja, koja je primjetna od početka 2023. zbog slabe agregatne potražnje, strogih standarda odobravanja kredita i učinka restriktivne monetarne politike o kamatnim stopama na kredite.

Grafikon 23.

Kreditni monetarnih financijskih institucija u odabranim državama europskog područja

(godišnje promjene u postotcima, standardna devijacija)



Izvori: ESB i izračun ESB-a

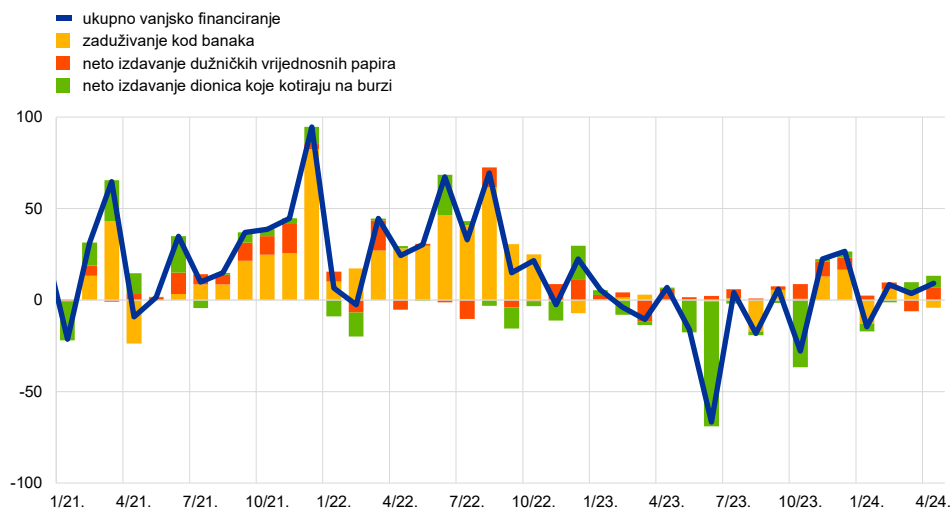
Napomene: Krediti monetarnih financijskih institucija prilagođeni su za prodaje kredita i sekuritizaciju, a u slučaju nefinancijskih društava krediti su prilagođeni i za obračunsko objedinjavanje sredstava. Standardna devijacija po državama izračunava se primjenom nepromjenjivog uzorka od 12 država europskog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

Neto vanjsko financiranje poduzeća u europskom području bilo je prigušeno u prvom tromjesečju 2024. i u travnju. Tokovi neto vanjskog financiranja i nadalje su bili mali u usporedbi s povijesnim prosjecima (Grafikon 24.). Ovo se kretanje objašnjava niskim razinama izdavanja dužničkih vrijednosnih papira poduzeća i zaduživanja kod banaka s obzirom na to da je gospodarska aktivnost ostala slaba, a kamatne su stope monetarne politike restriktivne. Snažan pad obujma kratkoročnih kredita bio je u skladu s manjim potrebama za obrtnim kapitalom i s povećanjem zalihe gotovih proizvoda zabilježenim sredinom 2023., dok su kreditni tokovi za dugoročnija dospjeća isto tako ostali slabi u uvjetima prigušene potražnje za ulaganjima. Istodobno, izdavanje dionica koje kotiraju na burzi blago se povećalo u ožujku i travnju, no, sveukupno gledano, i nadalje je bilo slabo.

Grafikon 24.

Neto tokovi vanjskog financiranja nefinancijskih društava u europodručju

(mjesečni tokovi, mlrd. EUR)



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

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

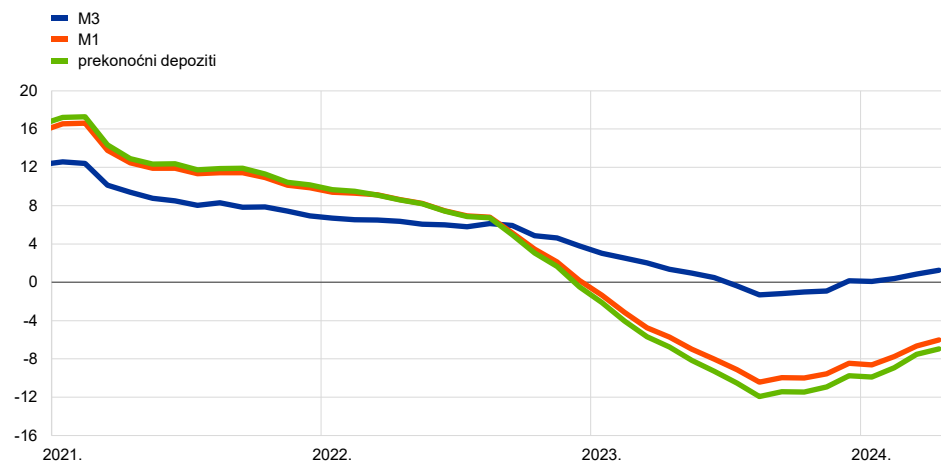
Poduzeća i kućanstva zabilježila su dodatno povećanje oročenih depozita uz znakove usporavanja nastavka preraspodjele u oročene depozite u travnju 2024. Godišnja stopa rasta prekonocnih depozita smanjila se usporenim tempom od $-7,0\%$ u travnju nakon pada na $-7,5\%$ u ožujku (Grafikon 25.). Kontinuirana sklonost poduzeća i kućanstava držanju oročenih depozita i utrživih instrumenata još uvijek se objašnjava time što je remuneracija viša od prekonocnih depozita.¹⁴ Iako su tokovi depozita još uvijek znatno usmjereniji prema oročenim depozitima nego u prošlosti, ova se preraspodjela usporava, pri čemu se razlika između povrata na oba instrumenta stabilizira. Raspodjela depozita poduzeća približava se razini koja je više u skladu s povijesnim obrascima, a prekonocni depoziti kućanstava zabilježili su prvi pozitivan mjesečni priljev od rujna 2022. Visoke kratkoročne kamatne stope nastavile su podupirati snažan rast novčanih fondova.

¹⁴ Kao i u prethodnim ciklusima pooštavanja, kamatne stope na prekonocne depozite sporije se prilagođavaju promjenama kamatne stope monetarne politike od stopa na oročene depozite. Vidi i okvir pod naslovom „Monetarna dinamika tijekom ciklusa pooštavanja“, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB, 2023.

Grafikon 25.

M3, M1 i prekonoćni depoziti

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



Izvori: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na travanj 2024.

Nastavljen je postupan oporavak godišnje stope rasta najširega monetarnog agregata (M3) u travnju 2024. potaknut još jednim znatnim neto inozemnim priljevom. Rast se novčane mase postupno povećavao tijekom posljednjih mjeseci iako su krediti kućanstvima i poduzećima ostali slabi. Rast M3 u europodručju povećao se na 1,3 % u travnju, što je povećanje u odnosu na 0,9 % u ožujku (Grafikon 20.). Godišnji rast najužega monetarnog agregata (M1), koji uključuje najlikvidniju imovinu M3, ostao je negativan, ali dodatno se povećao na –6,0 % u travnju u odnosu na –6,6 % u ožujku. U travnju je kreiranje novca potaknuto velikim inozemnim priljevom u uvjetima stalnog viška na tekućem računu zbog slabog uvoza, a pridonijelo mu je i veliko neto izdanje državnih obveznica europodručja. Ti su priljevi djelomično nadomješteni nastavkom smanjenja bilance Eurosustava, dok je doprinos kreditiranja poduzeća i kućanstava i nadalje bio slab.

6. Fiskalna kretanja

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2024., manjak opće države u europodručju, koji je 2023. iznosio 3,6 % BDP-a, trebao bi se smanjiti na 3,1 % BDP-a u 2024. i zatim postupno pasti na 2,8 % u 2025. i 2,6 % u 2026. Predviđa se da će se fiskalna politika u europodručju znatno pooštriti u 2024. i još nešto više u sljedeće dvije godine. U 2024. pooštavanje ponajviše odražava očekivanja da će vlade uglavnom postupno ukinuti mjere potpore povezane s energijom i inflacijom. To će također malo pridonijeti pooštavanju fiskalne politike u 2025., a nešto sporiji rast rashoda i dodatne konsolidacijske mjere na strani prihoda u nekim zemljama povećat će predviđeno manje dodatno pooštavanje u razdoblju od 2025. do 2026. Procjenjuje se da će se omjer duga i BDP-a europodručja uglavnom stabilizirati na povišenoj razini od oko 89 % zbog nastavka primarnih manjkova i pozitivnih usklađivanja manjka i duga neutraliziranih smanjenim, ali i nadalje negativnim razlikama između kamatnih stopa i stopa rasta. Sada će vladama biti važno da u cijelosti i bez odgode provedu revidirani okvir gospodarskog upravljanja EU-a kako bi na održivoj osnovi smanjile proračunske manjkove te omjere duga i BDP-a. Učinkovita i brza provedba programa Next Generation EU (NGEU) presudna je za poticanje inovacija i povećanje ulaganja u zelenu i digitalnu tranziciju.

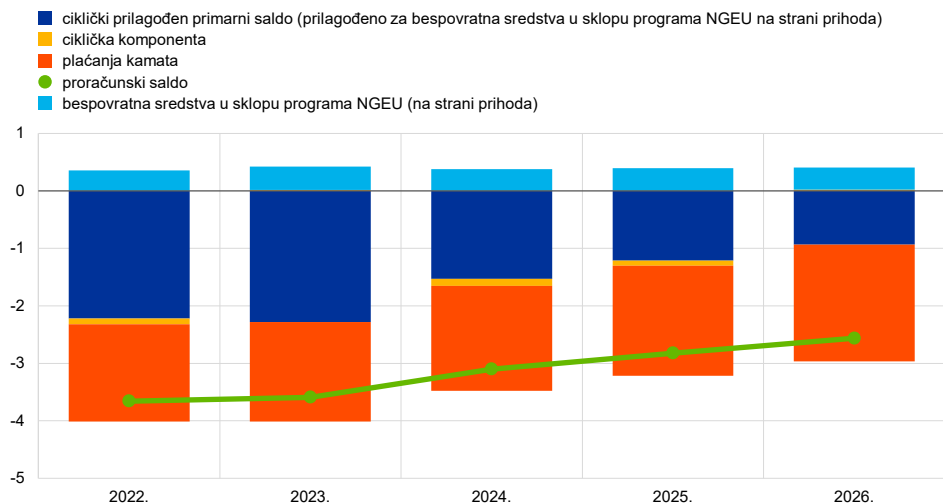
Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2024. saldo proračuna opće države u europodručju umjereno će se poboljšati u projekcijskom razdoblju (Grafikon 26.).¹⁵ Kad je riječ o proteklom razdoblju, proračunski manjak u europodručju smanjio se vrlo malo, s 3,7 % u 2022. na 3,6 % BDP-a u 2023. U idućem bi se razdoblju manjak trebao znatnije smanjiti, na 3,1 % BDP-a u 2024. te dodatno na 2,8 % BDP-a u 2025. i 2,6 % BDP-a u 2026. Predviđeno kretanje uglavnom odražava ciklički prilagođen primarni saldo koji se u razdoblju na koje se odnosi prognoza postupno smanjuje, ali ostaje negativan, s najvećim smanjenjem u 2024. Međutim, taj će utjecaj djelomično neutralizirati kamatni rashodi koji postupno rastu u cijelom tom razdoblju kao posljedica sporog prijenosa prijašnjih povećanja kamatnih stopa zbog dugoga preostalog dospjeća državnog duga. Na znatno smanjenje ciklički prilagođenoga primarnog manjka u 2024. ponajviše utječe osjetno reduciranje državnih mjera fiskalne potpore zbog smanjenja šoka cijena energije i visoke ukupne inflacije potrošačkih cijena.

¹⁵ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, lipanj 2024.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 6. lipnja 2024.

Grafikon 26.

Proračunski saldo i njegove komponente

(postotci BDP-a)



Izvori: izračun ESB-a i makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2024.

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

U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz ožujka 2024.

proračunski manjak u 2023. bio je za 0,4 postotna boda veći. Taj je iznenađujući ishod na razini europodručja ponajviše bio uzrokovan rastom primarnih rashoda koji je premašio očekivanja. Osim toga, procjenjuje se da će se nepovoljniji ishod prenijeti i na 2024., pa će se tako proračunski saldo revidirati i smanjiti za 0,2 postotna boda zbog nižega primarnog salda. Nasuprot zanemarivim revizijama proračunskog salda i njegovih komponenata za 2025. zbog poboljšanja primarnog salda za 2026. predviđa se revizija naviše od 0,2 postotna boda.

Predviđa se da će se fiskalna politika europodručja znatno pooštriti u 2024. i još nešto više u iduće dvije godine.¹⁶

Godišnja promjena ciklički prilagođenoga primarnog salda, prilagođena za bespovratna sredstva koja su odobrena državama u sklopu programa NGEU, upućuje na znatno pooštavanje fiskalnih politika u europodručju u 2024. (od 0,7 postotnih bodova BDP-a). To ponajviše odražava očekivanja da će vlade uglavnom postupno ukinuti svoje mjere potpore povezane s energijom i inflacijom. Taj će učinak također malo pridonijeti pooštavanju politike u 2025. povezanom s povećanjem poreza i doprinosa za socijalno osiguranje te sporijim rastom fiskalnih transfera. Predviđa se da će slab rast državnih ulaganja samo djelomično neutralizirati to pooštavanje. Nastavak pooštavanja fiskalne politike u 2026. pretežno je uzrokovan smanjenjem subvencija i drugih fiskalnih transfera. Ukupno pooštavanje fiskalne politike u razdoblju od 2024. do 2026. iznosi 1,3 postotna boda BDP-a.

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.

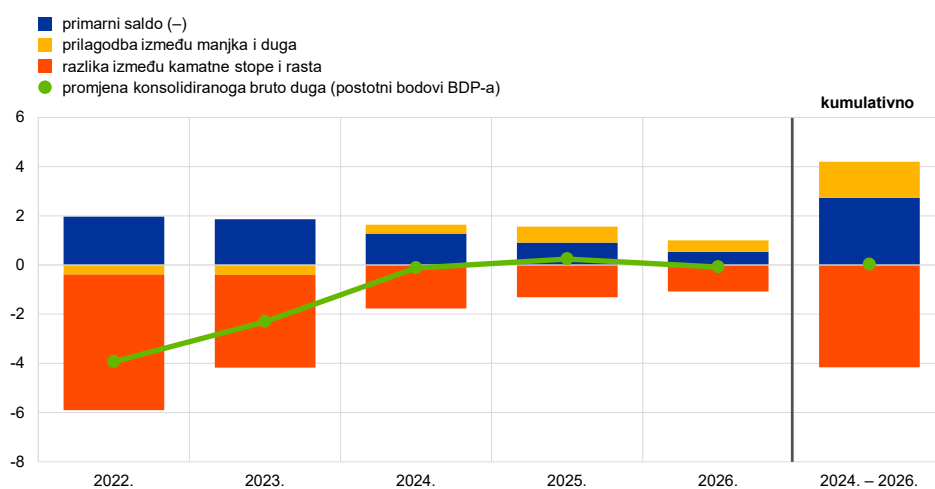
Predviđa se da će omjer duga i BDP-a europodručja ostati povišen i stabilan na razini od približno 88,5 % u cijelom projekcijskom razdoblju (Grafikon 27.).

Udio duga znatno se povećao u pandemiji i dosegnuo oko 97 % u 2020., ali otada se postupno smanjuje. Međutim, čini se da se taj trend poboljšanja zaustavio. Umjesto toga očekuje se da će udio duga ostati prilično stabilan u razdoblju na koje se prognoza odnosi, s neznatnim povećanjem u 2025. potaknutim primarnim manjkovima i očekivanim pozitivnim usklađivanjima manjka i duga, neutraliziranim smanjenim, ali i nadalje negativnim razlikama između kamatnih stopa i stopa rasta.

Grafikon 27.

Pokretači promjene državnog duga u europodručju

(postotci BDP-a, ako nije navedeno drugačije)



Izvori: izračun ESB-a i makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2024.
Napomena: Podatci se odnose na ukupni sektor opće države svih 20 država europodručja (uključujući Hrvatsku).

Cjelovita i neodgodiva provedba revidiranog okvira gospodarskog upravljanja EU-a najviše će pomoći vladama u održivom smanjivanju proračunskih manjkova te omjera duga i BDP-a.

Takva konsolidacija javnih financija koja pogoduje rastu bit će u godinama koje dolaze nužna s obzirom na razdoblje kad je fiskalna politika morala suzbijati opetovane gospodarske šokove. Učinkovita i brza provedba programa Next Generation EU (NGEU) presudna je za poticanje inovacija i povećanje ulaganja u zelenu i digitalnu tranziciju. Razlog je tome, kako je naglasila Komisija u [srednjoročnoj procjeni instrumenta za oporavak i otpornost](#), što je do sada bilo kašnjenja s isplatom i ulaganjima u sklopu programa, pa je pozitivan utjecaj na rast bio mnogo manji nego što se na početku očekivalo.

Okviri

1. Oporavak nakon pandemije – zašto je rast u europodručju sporiji nego u Sjedinjenim Američkim Državama

Priredili: Malin Andersson, Cristina Checherita-Westphal, António Dias da Silva i Michel Soudan

Rast realnog BDP-a od početka pandemije zamjetljivo je slabiji u europodručju nego u Sjedinjenim Američkim Državama.¹ Između četvrtog tromjesečja 2019. i četvrtog tromjesečja 2023. gospodarstvo europodručja poraslo je za oko 3 % kumulativno, a BDP Sjedinjenih Američkih Država porastao je za više od 8 % (Grafikon A), što jer rezultiralo kumulativnom razlikom rasta od oko 5 postotnih bodova.² Taj se jaz može ponajprije pripisati slabijoj osobnoj potrošnji u europodručju nego u SAD-u, gdje su izravna potpora dohotku i relativno znatnije smanjenje viškova štednje ostvarili posebno snažan doprinos. Zamjetan šok trgovinskih uvjeta negativno se odrazio na europodručje nakon što je invazija na Ukrajinu potaknula energetska krizu. Iako dokazi o relativnoj snazi učinaka monetarne politike u tima dvama područjima nisu jednoznačni, čini se da je potpora fiskalne politike u odnosu na intenzitet različitih šokova bila snažnija u Sjedinjenim Američkim Državama, premda različite konvencije izvještavanja otežavaju usporedbu. U ovom se okviru razmatraju ti i ostali činitelji koji su tome pridonijeli; u njemu se ne procjenjuju divergentni temeljni strukturni trendovi rasta prije pandemije.³

Raščlamba prema sastavnicama rashoda pokazuje da se veći dio razlike u rastu može objasniti izdašnom osobnom potrošnjom u Sjedinjenim Američkim Državama (Grafikon A). Od izbijanja pandemije do četvrtog tromjesečja 2023. osobna potrošnja pridonijela je razlici u rastu između europodručja i Sjedinjenih Američkih Država s oko 7 postotnih bodova. Posebice kolebljiva ulaganja i trgovina irskom nematerijalnom imovinom znatno su utjecali na europodručje, nepovoljno djelovali na ulaganja i povećavali neto izvoz u europodručju u tom razdoblju. Istodobno, privatna ulaganja bila su znatnija u Sjedinjenim Američkim Državama nego u europodručju, čak i nakon usklađivanja za irsku nematerijalnu imovinu te unatoč padu ulaganja u stambene nekretnine u SAD-u. Nasuprot tome, nakon

¹ Vidi također de Soyres, F., Garcia-Cabo Herrero, J., Goernemann, N., Jeon, S., Lofstrom, G., i Moore, D., „Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?“, *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 17. svibnja 2024.

² Isključujući podatke o kolebljivoj irskoj nematerijalnoj imovini – 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. – razlika u rastu u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama tijekom istog razdoblja iznosila je 5,7 postotnih bodova.

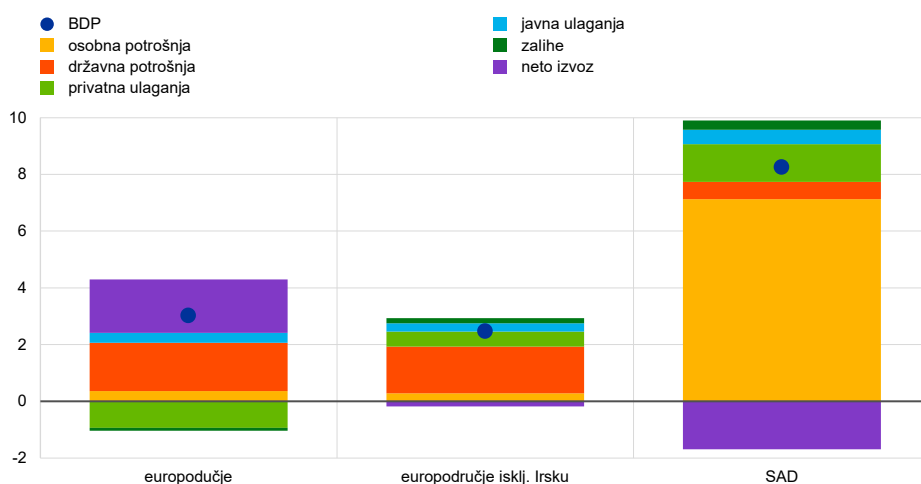
³ Analiza strukturnih činitelja koji su utjecali na razliku između rasta u europodručju i rasta u Sjedinjenim Američkim Državama tijekom proteklih desetljeća – kao što su manje povoljne ekonomske strukture za europodručje (tj. strukture proizvodnje i potrošnje te politike koje određuju mjere kojima se ekonomski akteri potiču na ulaganja, potrošnju i trgovinu unutar i izvan granica), niža potrošnja za istraživanje i razvoj, manje inovacija i slabije uvođenje digitalnih tehnologija, niži potencijal rasta, viši troškovi financiranja države i teži pristup kreditima – nije obuhvaćena ovim okvirom.

usklađivanja za irsku trgovinsku razmjenu kojom dominira nematerijalna imovina doprinosi neto trgovinske razmjene rastu i nadalje je bio negativniji u Sjedinjenim Američkim Državama nego u europodručju zbog snažnog uvoza u Sjedinjenim Američkim Državama potaknutog potražnjom. Javna ulaganja neznatno su slabije rasla u europodručju, iako je razina javnih ulaganja bila znatno viša nego prethodnih godina zahvaljujući potpori iz programa Next Generation EU. Istodobno, državna potrošnja znatnije je pridonijela rastu BDP-a u europodručju nego u Sjedinjenim Američkim Državama.

Grafikon A

Rast realnog BDP-a u europodručju i SAD-u

(kumulativne promjene i doprinosi u postotcima, 4. tr. 2019. – 4. tr. 2023.)



Izvori: Eurostat, Bureau of Economic Analysis i izračun ESB-a

Napomene: Javna ulaganja u europodručju aproksimiraju se kao ulaganja umanjena za zbroj pomoćnih prosjeka nominalnih ulaganja nefinancijskih društava i kućanstava za četvrto tromjesečje koja nisu sezonski prilagođena iz skupova podataka tromjesečnih sektorskih računa ESB-a i Eurostata, deflaciranih deflatorom ukupnih ulaganja. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2023.

Čini se da je šok uzrokovan pandemijom proteklih godina imao veći učinak na realan rast u europodručju nego u Sjedinjenim Američkim Državama.⁴ Od početka pandemije, osobna potrošnja pokazala se snažnijom u SAD-u nego u europodručju. To je, među ostalim, rezultat odgovora fiskalne politike na pandemiju u 2020. i snažnog tržišta rada nakon toga, koji su snažnije pridonijeli rastu raspoloživog dohotka u Sjedinjenim Američkim Državama (Grafikon B). Višak štednje, u usporedbi s pretpandemijskim trendovima, povećao se u oba područja. Dok je u europodručju i nadalje bio povišen, brže smanjenje viška štednje u Sjedinjenim Američkim Državama znatno je pridonijelo osobnoj potrošnji u SAD-u tijekom 2022. i 2023. Sastav imovine u višku štednje obeshrabrio je potrošnju u europodručju jer, za razliku od američkih potrošača, kućanstva europodručja akumulirala su relativno male udjele likvidne imovine.⁵ Da su ta kućanstva u razdoblju poslije pandemije smanjila svoju stopu štednje za isti iznos kao i ista skupina u Sjedinjenim Američkim Državama, pod uvjetom da se ništa drugo ne

⁴ Vidi okvir pod naslovom „Economic developments in the euro area and the United States in 2020“, *Ekonomski bilten*, broj 2, ESB, 2021.

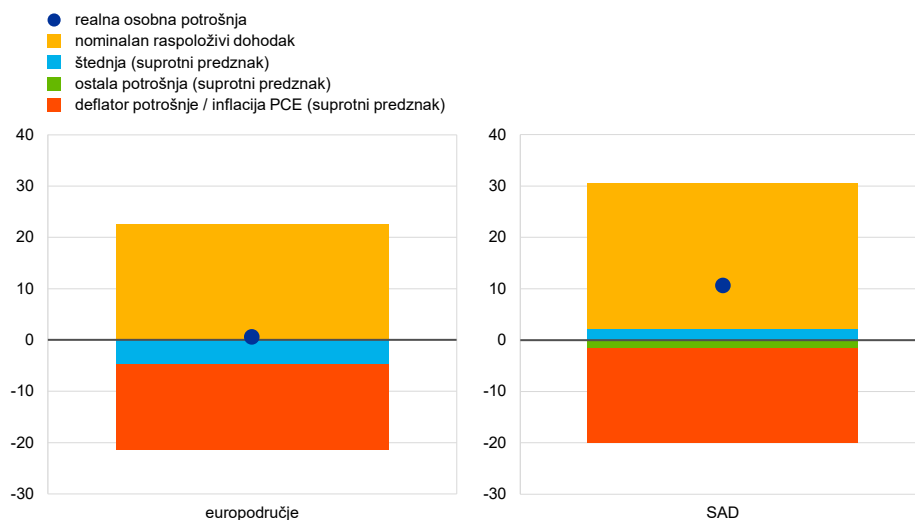
⁵ Vidi okvir pod naslovom „Impuls potrošnje štednje akumulirane tijekom pandemije – je li struktura važna?“, *Economic Bulletin*, broj 4, ESB, 2023.

mijenja, razlika u kumulativnom rastu potrošnje bila bi oko 3 postotna boda umjesto 10 postotnih bodova zaista zabilježenih od četvrtog tromjesečja 2019.

Grafikon B

Osobna potrošnja, dohodak i štednja u europodručju i SAD-u

(kumulativne promjene i doprinosi u postotcima, 4. tr. 2019. – 4. tr. 2023.)



Izvori: Eurostat, Bureau of Economic Analysis i izračun ESB-a

Napomene: Ostali rashodi odnose se na kamatna plaćanja i prijenose. PCE označuje indeks PCE cijena (engl. *personal consumption expenditures*, PCE).

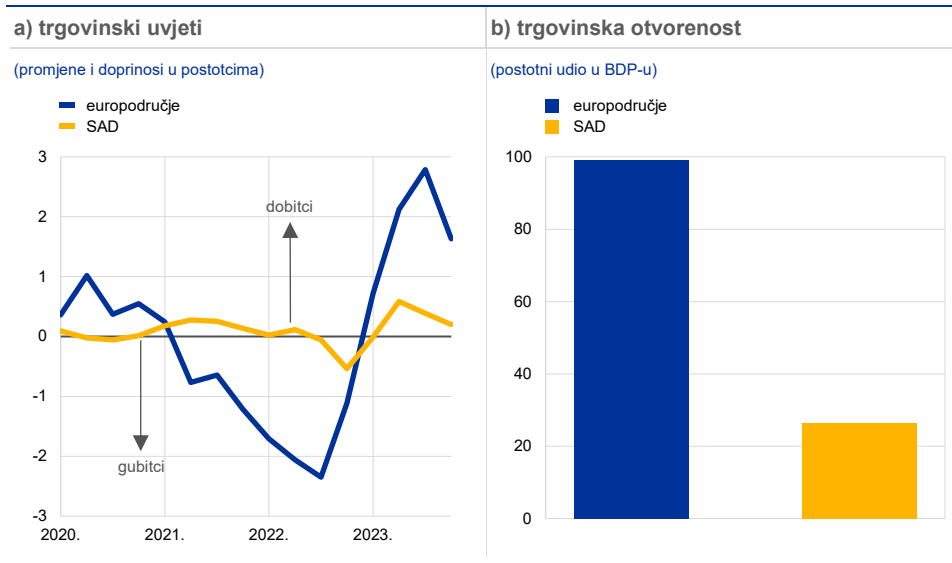
Također, gospodarstvo europodručja bilo je više pogođeno poteškoćama zbog rata koji Rusija vodi protiv Ukrajine.

Gospodarski učinci ruske invazije na Ukrajinu početkom 2022., kao i energetska kriza koja je uslijedila te skokovi inflacije cijena hrane, imali su posebno velik utjecaj na gospodarstvo europodručja. To se može pripisati geopolitičkoj udaljenosti, razini ovisnosti o uvozu energenata i hrane iz tog područja te nepovoljnom utjecaju na pouzdanje potrošača u europodručju. Znatni gubitci proizašli iz promjena trgovinskih uvjeta intenzivirali su se s deprecijacijom eura i u odnosu na američki dolar i efektivno, tj. u odnosu na košaricu valuta (Grafikon C, panel a)).⁶ Nasuprot tome, trgovinski uvjeti u Sjedinjenim Američkim Državama bili su znatno stabilniji uglavnom zbog više razine njihove energetske neovisnosti. U europodručju zamjetan šok trgovinskih uvjeta rezultirao je nižim realnim dohodcima i slabijom konkurentnošću u uvjetima smanjenja pouzdanja i porasta neizvjesnosti. To je smanjilo osobnu potrošnju, pogotovo potrošnju robe. Iako je su učinci ponovnog otvaranja potaknuli aktivnost u uslužnom sektoru u oba područja, porast proizvodnje usluga bio je snažniji u SAD-u. Štoviše, zbog veće trgovinske otvorenosti europodručja njegov sektor prerađivačke industrije bio je osobito izložen uskim grlima u opskrbnim lancima i globalnom usporavanju (Grafikon C, panel b)).

⁶ Vidi okvir pod naslovom „Implications of the terms-of-trade deterioration for real income and the current account”, Ekonomski bilten, broj 3, ESB, 2022.

Grafikon C

Trgovinski uvjeti i trgovinska otvorenost u europodručju i SAD-u



Izvori: Eurostat i Bureau of Economic Analysis

Napomene: Na panelu b) prikazuje se zbroj realnog izvoza i uvoza u države izvan europodručja kao udio realne proizvodnje u 2023., što odražava snažnije sudjelovanje europodručja u globalnom trgovinskom sustavu te stoga veću osjetljivost aktivnosti na trgovinu u europodručju nego u SAD-u. Posljednji podatci u panelu a) odnose se na četvrto tromjesečje 2023., a podatci u panelu b) na 2023.

Sjedinjene Američke Države od pandemije bilježe znatno jači rast produktivnosti rada od europodručja.

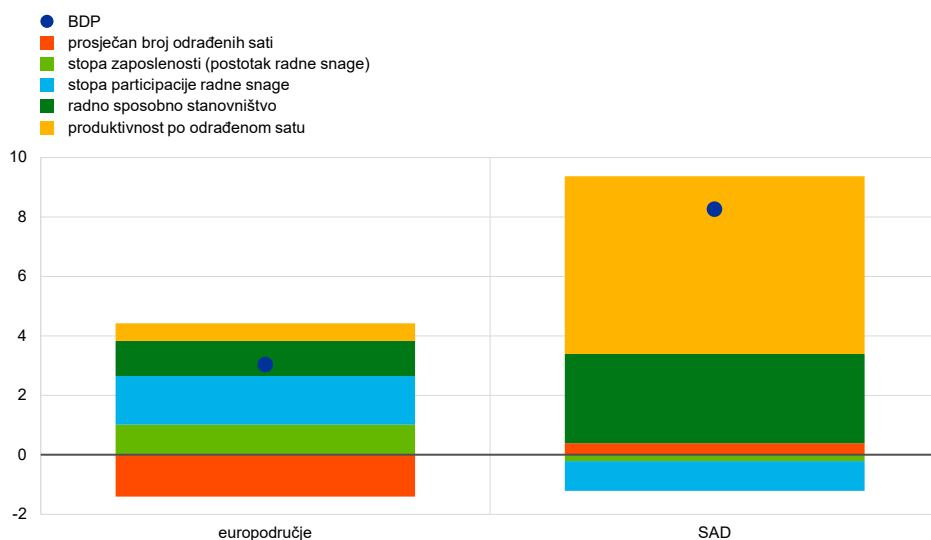
Dekompozicija rasta BDP-a na produktivnost rada, ishode tržišta rada i demografske trendove prikazuje osobito veliku razliku u produktivnosti rada (Grafikon D). U razdoblju od samog početka pandemije produktivnost rada po odrađenom satu u europodručju povećala se za samo 0,6 % u odnosu na 6,0 % u Sjedinjenim Američkim Državama. To odstupanje u rastu produktivnosti započelo je u drugom tromjesečju 2020, kad je došlo do znatnijeg prilagođavanja ukupnog inputa rada kao udjela u BDP-u u Sjedinjenim Američkim Državama nego u europodručju. Tome je djelomično pridonijela provedba programa za očuvanje radnih mjesta u europodručju u odnosu na naglu nezaposlenost u SAD-u. Nakon kratkog smanjivanja taj se jaz u porastu produktivnosti počeo opet povećavati nakon sredine 2022. s obzirom na to da je rast produktivnosti u europodručju bio potisnut šokom cijena energije. Sektorska kretanja imala su važnu ulogu u rastu produktivnosti u europodručju, pri čemu je posebno negativan bio doprinos sektora građevinarstva rastu produktivnosti po satu. Istodobno, IKT i stručne usluge znatno su pridonijeli rastu produktivnosti u SAD-u. Usto, produktivnost rada obično je znatno više ciklična u europodručju nego u SAD-u. To dovodi do nižeg rasta produktivnosti u okolnostima slabijeg rasta proizvodnje (kao što je trenutačno slučaj u europodručju) i višeg rasta produktivnosti kad se gospodarstvo ponovno oporavi.⁷ Snažan porast stanovništva u Sjedinjenim Američkim Državama koji poglavito odražava rastuću imigraciju djelomično je neutraliziran smanjenjem u ukupnoj stopi participacije. Kad je riječ o doprinosu rastu BDP-a u europodručju tijekom tog razdoblja, porast radne snage, potaknut većim povećanjem stopa participacije i priljevom radnika migranata, djelomično je

⁷ Vidi Arce, O. i Sondermann, D., „Low for long? Reasons for the recent decline in productivity”, ESB-ov blog, 6. svibnja 2024.

neutraliziran smanjenjem prosječnog broja odrađenih sati. U europodručju povećanje radne snage popraćeno je višom stopom zaposlenosti koja je također pridonijela rastu BDP-a.

Grafikon D Rast realnog BDP-a i tržište rada

(kumulativne promjene i doprinosi u postotcima, 4. tr. 2019. – 4. tr. 2023.)



Izvori: Eurostat i Bureau of Economic Analysis

U usporedbi sa scenarijem bez potpore fiskalne politike, procjenjuje se da je diskrecijska fiskalna politika pozitivno pridonijela ukupnom rastu u oba područja, iako je teško provesti točne usporedbe.⁸ Na vrhuncu pandemije 2022. odgovor diskrecijske politike pomogao je ublažiti učinke šoka uzrokovanoga pandemijom. Poticaj (aproksimiran promjenom u ciklički prilagođenom primarnom saldu 2020. u odnosu na 2019.) bio je snažan u oba područja, premda jači u Sjedinjenim Američkim Državama s više od 5 % BDP-a u odnosu na 4 % BDP-a u europodručju (Grafikon E). S obzirom na njihov sastav, sveobuhvatne i relativno opsežne mjere potpore dohotku kućanstava u SAD-u poduprle su osobnu potrošnju, dok su fiskalni poticaji u europodručju bili više usmjereni na poticanje zapošljavanja, uključujući i putem programa za očuvanje radnih mjesta.⁹ Fiskalna se politika pooštrila u oba područja u 2021. i 2022. iako više u SAD-u nego u europodručju.¹⁰ Zahuktavanjem energetske krize u europodručju 2022. države europodručja donijele su važne mjere za smanjenje cijena energenata i potpore dohotku, u ukupnom iznosu od gotovo 2 % BDP-a. Istodobno, fiskalna pozicija znatno je snažnije

⁸ Usporedive procjene opsega i sastava diskrecijskih mjera (osim djelovanja fiskalne politike) kao i njihov učinak na rast nisu na raspolaganju. Za europodručje vidi okvir pod naslovom „The impact of discretionary fiscal policy measures on real GDP growth from 2020 to 2022” u članku „The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2023. Procjenjuje se da će učinak mjera diskrecijske fiskalne politike u 2023. biti umjereno negativan.

⁹ Vidi okvir pod naslovom „Economic developments in the euro area and in the United States in 2020”, *Ekonomski bilten*, broj 2, ESB, 2021. Za analizu europodručja vidi okvir pod naslovom „Short-time work schemes and their effects on wages and disposable income”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2020.

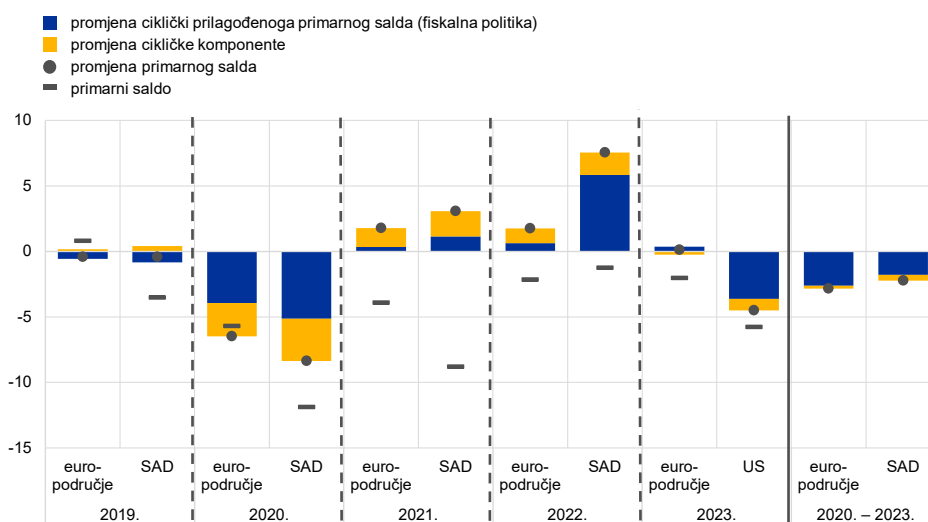
¹⁰ Diskrecijske poticajne mjere nastavljene su u europodručju u 2021., osobito za državnu potrošnju (uključujući potrošnju na zdravstvenu zaštitu) i subvencije (programe za očuvanje radnih mjesta i druge potpore poduzećima). Znatni nediskrecijski činitelji, poglavito izvanrednih prihodi, pridonijeli su pooštavanju karaktera fiskalne politike koje je prikazano u Grafikonu E.

konsolidirana u SAD-u održavajući, među ostalim činiteljima, ukidanje mjera potpore povezanih s pandemijom. U Sjedinjenim Američkim Državama fiskalna pozicija ponovno je ublažena 2023., što je bilo potaknuto manjcima kapitalnih dobitaka od poreznih prihoda, kao i diskrecijskim mjerama, uključujući one koje u skladu sa zakonom o smanjenju inflacije podupiru ulaganja u prerađivačku industriju. Općenito gledano, iako je kumulativni fiskalni poticaj od 2020. do 2023. bio je sličan u oba područja, radilo se o odgovoru na šokove koji su bili izraženiji u europodručju. Štoviše, zbog znatno većega primarnog deficita u Sjedinjenim Američkim Državama prije pandemije (i inercije pri potrošnji), SAD je akumulirao značajno veći primarni manjak (i dug) od europodručja tijekom tog razdoblja, osobito od 2020. do 2021. i tijekom 2023.¹¹

Grafikon E

Fiskalni poticaj – doprinosi fiskalne politike i cikličkih uvjeta – i ukupna primarna salda

(postotni bodovi BDP-a, postotci BDP-a)



Izvor: IMF World Economic Outlook, za travanj 2024.

Napomene: Fiskalna politika predstavlja zamjensku vrijednost za odgovor diskrecijske fiskalne politike. Fiskalni poticaj (promjena primarnog salda) dodatno uključuje automatske stabilizatore (promjena cikličke komponente). Negativne (pozitivne) promjene pokazuju ublažavanje (pooštavanje). Posljednji panel prikazuje kumulativna smanjenja tijekom razdoblja od 2020. do 2023. Primarni saldo izražen je kao postotak BDP-a. Rezultat za 2023. preliminarni je i podložan reviziji.

Kad je riječ o monetarnoj politici, dokazi o njezinu relativnom učinku u

navedena dva područja nisu jednoznačni. Pooštavanje monetarne politike i

snažna transmisija na kamatne stope na kredite u privatnom sektoru bili su

uglavnom slični u obje regije. Međutim, učinak po komponentama rashoda bio je

mješovit.¹² Transmisija promjena monetarne politike obilježena je visokim razinama

nesigurnosti¹³ i uvelike ovisi o postojećim financijskim strukturama s, primjerice,

manjim udjelom hipotekarnih kredita s nepromjenjivim kamatnim stopama i dugom

¹¹ Prema MMF-ovoj prognozi IMF World Economic Outlook za travanj 2024. kumulativan primarni manjak od 2020. do 2023. iznosio je 28 % BDP-a u Sjedinjenim Američkim Državama u odnosu na 14 % BDP-a u europodručju. Tijekom istog razdoblja omjer državnog duga i BDP-a u SAD-u porastao je za 14 postotnih bodova (na 122,1 % u 2023.) u odnosu na porast od 5 postotnih bodova u europodručju (na 88,6 % u 2023.). Podaci za 2023. još su privremeni i podložni reviziji.

¹² Vidi „[The analytics of the monetary policy tightening cycle](#)”, predavanje gosta predavača Philipa R. Lanea, člana izvršnog odbora ESB-a, Stanford, 2. svibnja 2024.

¹³ Vidi „[The transmission of monetary policy](#)”, govor Philipa R. Lanea, člana izvršnog odbora ESB-a, New York, 11. listopada 2024.

poduzeća, manje bitnim učincima na bogatstvo¹⁴ kao i značajnijim oslanjanjem na bankovni sustav u europodručju u odnosu na Sjedinjene Američke Države. Primjerice, postoje dokazi da je prijenos bio snažniji na poslovna ulaganja u europodručju, dok je utjecaj na ulaganja u stambene nekretnine bio jači u SAD-u.¹⁵ K tome, američki šokovi monetarne politike obično imaju snažan negativan učinak na financijske uvijete i realne aktivnosti u europodručju, dok šokovi monetarne politike u europodručju nemaju isti utjecaj na Sjedinjene Američke Države.¹⁶

Što se tiče nadolazećeg razdoblja, posljednje makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava upućuju na manju razliku u rastu između europodručja i Sjedinjenih Američkih Država u iduće dvije godine. Za razliku od SAD-a, očekuje se da će se rast realnog BDP-a u europodručju ubrzati zbog relativno snažnije potražnje.¹⁷ Također, predviđa se da će se jaz u rastu produktivnosti donekle smanjiti sa snažnijim oporavkom produktivnosti rada u europodručju zbog djelomičnoga cikličkog ukidanja zadržavanja radne snage.

¹⁴ Podaci iz sektorskih računa pokazuju viši udio financijskoga bogatstva i višu sklonost potrošnji tog bogatstva u Sjedinjenim Američkim Državama nego u europodručju. Vidi okvir pod naslovom „[Impuls potrošnje štednje akumulirane tijekom pandemije – je li struktura važna?](#)”, *Economic Bulletin*, broj 4, ESB, 2023.

¹⁵ Vidi okvir pod naslovom „[Monetary policy and housing investment in the euro area and the United States](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 3, ESB, 2023.

¹⁶ Vidi Ca' Zorzi, M. et al., „[Making Waves: Monetary Policy and Its Asymmetric Transmission in a Globalized World](#)”, *International Journal of Central Banking*, lipanj 2023.

¹⁷ Vidi „[Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, lipanj 2024.](#)”, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 6. lipnja 2024.

2. Uvidi koji se temelje na pozivima o zaradi – što možemo naučiti od percepcije rizika poduzeća i raspoloženja poduzeća prema riziku

Priredili: Malin Andersson, Juliette Guillotin i Pedro Neves

U ovom okviru procjenjuju se percipirani rizici i raspoloženje uporabom dokaza iz poziva o zaradi poduzeća.¹ Na osnovi tekstualne analize poziva o zaradi velikih poduzeća iz europodručja, u ovom se okviru izvode pravodobna mjerenja percepcije poduzeća glede specifičnih rizika kao i indeksi raspoloženja na strani potražnje i ponude. Takve su analize veoma informativne kad je riječ o tome kako poduzeća doživljavaju posljedice snažnih globalnih šokova.

U tekstualnim pretragama traže se podudarnosti za riječi iz skupine sinonima u transkriptima poziva o zaradi, čime se omogućuje izrada indeksa rizika i indeksa raspoloženja na tromjesečnoj osnovi.² Preciznije rečeno, odabrani rizici povezani su s pandemijom bolesti COVID-19, geopolitičkim kretanjima, inflacijom, monetarnom politikom, financijskim uvjetima i ograničenjima na strani ponude. Dobiveni agregatni indeks rizika za europodručje dobro korelira s pokazateljem ekonomske nesigurnosti Europske komisije (engl. *economic uncertainty indicator*) u mjesečnim anketama poduzeća i potrošača Europske komisije, dok indeksi raspoloženja na strani ponude i potražnje slijede kretanja potražnje i opreme kao činitelja koji ograničavaju proizvodnju (u tromjesečnim anketama poduzeća i potrošača Europske komisije).³

Prema pozivima o zaradi percepcija rizika poduzeća i nadalje se nalazi na višoj razini u europodručju nego u drugim državama. Europodručje bilo je osobito izloženo velikim šokovima koji su pogodili globalno gospodarstvo posljednjih godina i osjetilo je snažne ekonomske posljedice. Agregirana percepcija rizika među velikim poduzećima, koja je zabilježena u indeksima rizika dobivenima iz poziva o zaradi, istodobno je naglo porasla u europodručju i u drugim razvijenim gospodarstvima i u

¹ Poziv o zaradi jest konferencijski poziv (obično jednom tromjesečno) na kojemu sudjeluju uprava uvrštenog poduzeća, ulagači, analitičari i mediji s ciljem raspravljanja o financijskim rezultatima poduzeća. Rezultati analize za prvo tromjesečje 2024. obuhvaćaju ukupno 6072 poduzeća, od čega 563 sa sjedištem u europodručju. Dodatne informacije dostupne su na mrežnim stranicama [NL Analytics](#). Vidi okvir pod naslovom „Pozivi o zaradi: novi dokazi o dobiti poduzeća, ulaganjima i uvjetima financiranja”, *Ekonomski bilten*, broj 4, 2023. i Hassan, T. A., Schreger, J., Schwedeler, M. i Tahoun A., „Sources and Transmission of Country Risk”, *NBER Working Paper*, br. 29526, studeni 2021.

² Indeks rizika pokazuje broj rečenica u kojima se pojavljuje riječ iz određene skupine riječi, zajedno s ključnim riječima kao što su riječ „rizik” ili slični pojmovi, izraženo u postotku ukupnog broja rečenica povezanih s rizikom. Indeks raspoloženja odražava neto broj rečenica u kojima odabrana tema upućuje na pozitivne nasuprot negativnim vijestima, kao udio svih rečenica te ga se izvodi i za uvjete potražnje i za uvjete ponude.

³ Unatoč tom usuglašenom kretanju „nesigurnost” se razlikuje od „rizika” utoliko što do nesigurnosti dolazi kad su podaci potrebni za predviđanje ili prognoziranje kretanja nedostadni ili nedostupni. Nasuprot tomu, rizik se povezuje s ekonomskom vjerojatnošću da će doći do pojave određenoga gospodarskog fenomena. Rizik se može smatrati rezultatom nesigurnosti, tj. rizik sadržava nesigurnost dok se sve nesigurne situacije ne mogu okarakterizirati kao rizične situacije. Vidi Park, K. F. i Shapira, Z., „Risk and Uncertainty”, u Augier, M. i Teece, D. J. (urednici), „*The Palgrave Encyclopaedia of Strategic Management*”, 2017. i okvir pod naslovom „The impact of the recent spike in uncertainty on economic activity in the euro area”, *Economic Bulletin*, broj 6, ESB, 2020.

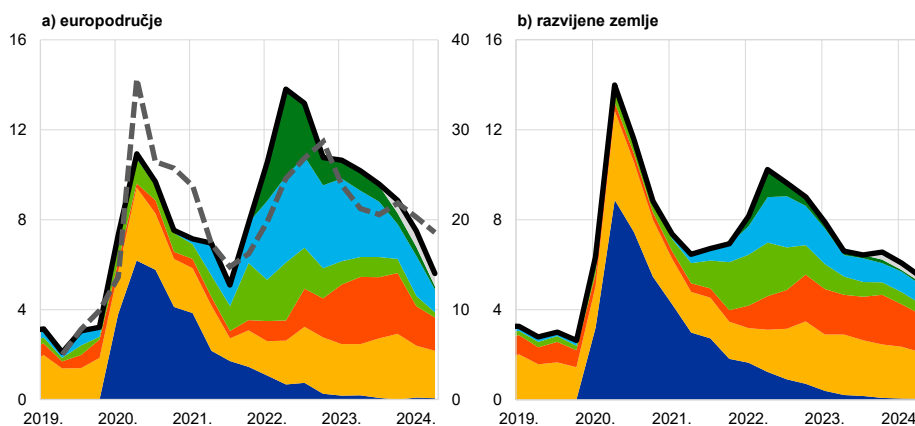
vrijeme prvog vala pandemije i u trenutku neopravdane invazije Rusije na Ukrajinu. Međutim, osim na vrhuncu pandemije, rizici su smatrani većima u europodručju nego drugdje (Grafikon A). Primjerice, pandemija je dovela do dotad nezabilježenih uskih grla u opskrbnim lancima za prerađivačku industriju europodručja te je ruska invazija na Ukrajinu potaknula inflaciju cijena sirovina i ukupnu inflaciju. Za rizike koji su povezani s pooštavanjem monetarne politike tijekom 2022. također se smatralo da su veći u europodručju. U prvoj polovini 2024. rizik je bio znatno iznad razine zabilježene 2019. iako još uvijek niži od prethodno zabilježenih najviših vrijednosti (Grafikon A). Rizici s kojima se trenutačno susreću poduzeća u europodručju povezani s inflacijom i monetarnom politikom povišeni su, ali smanjuju se. Percepcija rizika povezana s ponudom i ratom koji Rusija vodi protiv Ukrajine oslabjela je iako je još uvijek prisutna. Percipirani rizici koji proizlaze iz napetosti na Bliskom istoku zasad su neznatni. Čini se da su uvjeti financiranja (različiti od monetarne politike) trajno prisutan rizik za poduzeća, što je bilo vidljivo i prije pandemije, ali trenutačno je nešto izraženije.

Grafikon A

Indeksi rizika – percepcija poduzeća o velikim makroekonomskim rizicima

(postotak svih rečenica povezanih s rizikom, neto stanje u postotcima)

- pandemija bolesti COVID-19
- uvjeti financiranja
- monetarna politika
- opskrbni lanci
- inflacija
- geopolitičke napetosti u Ukrajini
- geopolitičke napetosti na Bliskom istoku
- indeks rizika
- gospodarska neizvjesnost (desno)



Izvori: NL Analytics, ESB i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Rizik odražava učestalost pojavljivanja riječi kao što je riječ „rizik“ u pozivima o zaradi poduzeća, kao i sinonima za pandemiju bolesti COVID-19 (koronavirus, COVID-19, rizik virusa COVID-19, COVID kriza); uvjeti financiranja (financijski i (kriza i nestabilnost ili kolebljivost), neispunjenje obveza, u stečaju*, državni dug, likvidnost, kredit, kreditirani*, trošak financiranja*, kapacitet kreditiranja, dostupnost kredita, uvjeti financiranja, posuditi*); monetarna politika (kamatna stopa*, monetarno, Federal Reserve, Fed, Europska središnja banka, ESB, FOMC, Narodna banka Kine, središnja banka, monetarna tijela); opskrbni lanac (opskrbni lanac, usko grlo u opskrbnom lancu, usko grlo, poremećaj opskrbe, manjak opskrbe, usko grlo u opskrbi, ograničavanje opskrbe, pooštavanje uvjeta opskrbe, rizik opskrbnog lanca); inflacija (inflacija); geopolitičke napetosti u Ukrajini ((Ukrajina* ili Rusija*) i (rat ili invazija ili sukob ili geopolitički* ili nasilje ili kriza ili vojni ili napetost*), Rusija* i plin); geopolitičke napetosti na Bliskom istoku (Gaza, Izrael, Hamas, Palestina, Palestinci, Izraelci, Libanon*, Huti*, Iran, Jemen, Bliski istok i (sukob ili rat ili nasilje ili napetost* ili kriza ili invazija ili vojni ili geopolitički*), Crveno more, Sueski kanal). Poduzeća u europodručju čine oko 8 % cijelog uzorka. Od ostalih razvijenih gospodarstava, poduzeća iz SAD-a čine 61 % uzorka, poduzeća iz Ujedinjene Kraljevine 3 % i poduzeća iz ostalih razvijenih gospodarstava 15 % (uključujući Kanadu, Australiju, Novi Zeland, Japan, Južnu Koreju, Norvešku, Švicarsku i države članice izvan europodručja). Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2024. (za pozive održane do 31. svibnja) i svibanj za indeks neizvjesnosti.

Transkripti poziva o zaradi mogu se također iskoristiti za izradu indeksa raspoloženja među poduzećima. Takvi indeksi pružaju kombiniranu brzu procjenu i

kratkoročni pregled poslovnog ciklusa u europodručju s obzirom na to da izvršni direktori često izražavaju ne samo svoje mišljenje o izgledima poduzeća već i svoje procjene poslovnog ciklusa i njegovih izgleda i na sektorskoj i na makrorazini. Indeksi raspoloženja na strani ponude i potražnje stoga pomažu pravodobno utvrditi promjene u poslovnom ciklusu u europodručju. Ovom se metodom pruža dopunski pristup, kao i dosljedna poruka, drugim načinima utvrđivanja šokova na strani ponude i potražnje koji utječu na BDP, kao što su oni koji se temelje na modelima strukturne vektorske autoregresije.⁴

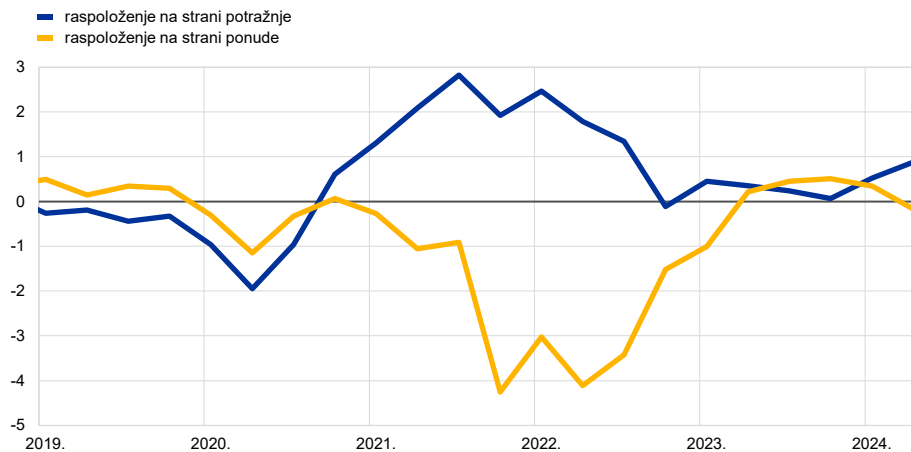
Raspoloženje na strani potražnje i ponude uglavnom se normaliziralo (Grafikon B). Uvjeti na strani potražnje u europodručju, što potvrđuje indeks raspoloženja na strani potražnje na temelju poziva o zaradi, oporavili su se u 2023. na svoje povijesne prosjeke. Raspoloženje na strani ponude bilo je osobito visoko 2021. i 2022. kad se gospodarstvo ponovno otvorilo nakon pandemije. U drugoj polovini 2022. počelo je opadati i nastavilo se pogoršavati tijekom 2023. u skladu s rastom realnog BDP-a koji je bio gotovo jednak nuli. Dosad se u prvom polugodištu 2024. raspoloženje na strani potražnje ponovno oporavilo, što je u skladu s s porastom gospodarske aktivnosti u prvom tromjesečju 2024. Što se tiče opskrbe, indeks raspoloženja znatno se smanjio u 2021. i 2022. zbog pojave problema uskih grla na strani ponude i poremećaja u opskrbnim lancima u kontekstu povećanja potražnje zbog ponovnog otvaranja gospodarstva. Početkom 2023. ponovno je znatno porastao, premašivši svoj povijesni prosjek krajem godine kad je došlo do rješavanja problema uskih grla u opskrbi. U prvoj polovini 2024. neznatno se smanjio, ali ostao je blizu svojega povijesnog prosjeka, što upućuje na zaključak da napetosti na Bliskom istoku nisu imale previše snažan utjecaj na percipirane uvijete ponude poduzeća. To je u skladu s rezultatima ankete poduzeća i potrošača Europske komisije za drugo tromjesečje 2024. koji pokazuju da se percepcija glede opreme kao činitelja koji ograničava proizvodnju neznatno povećala te da se čini da potražnja podržava proizvodnju, općenito gledano.

⁴ Vidi okvir 3. u članku pod naslovom „[The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 4, 2023. i Ruch, F. U. i Taskin, T., „[Global Demand and Supply Sentiment: Evidence From Earnings Calls](#)”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, sv. 86, br. 2, travanj 2024.

Grafikon B

Indeksi raspoloženja na strani ponude i potražnje u europodručju

(z-ocjena)



Izvori: NL Analytics i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Neto raspoloženje odražava učestalost pojave riječi za *potražnju* (potražnja) i *ponudu* (opkrbni lanac, usko grlo u opkrbnom lancu, usko grlo, poremećaj opskrbe, manjak opskrbe, usko grlo u opskrbi, šok u opskrbi, ograničavanje opskrbe, pooštavanje uvjeta opskrbe, rizik opkrbnog lanca) u pozivima o zaradi poduzeća. Z-ocjena izračunava se oduzimanjem povijesnog prosjeka od svake točke podataka i dijeljenjem te umanjene serije sa standardnom devijacijom. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2024. (za pozive održane do 31. svibnja).

3. Povećanje profitnih marža pomoglo je poduzećima u zadržavanju radne snage

Priradio: Vasco Botelho

ESB-ov pokazatelj zadržavanja radne snage mjeri udio poduzeća koja nisu smanjila broj radnika unatoč pogoršavanju izgleda tih poduzeća. Taj je

pokazatelj prvi put konstruiran upotrebom podataka iz ankete ESB-a i Europske komisije o pristupu financiranju poduzeća u europodručju (SAFE). Pokazatelj zadržavanja radne snage sastoji se od dvije marže, odnosno „marže aktivnosti“ koja pokazuje udio poduzeća koja su se suočila s pogoršavanjem svojih izgleda i „marže zaposlenosti“ koja pokazuje udio poduzeća koja nisu smanjila broj radnika bez obzira na to što su prijavila pogoršavanje svojih izgleda. Marža aktivnosti pokazuje mjeru u kojoj negativni šokovi utječu na izgled poduzeća u europodručju, a marža zaposlenosti odražava sposobnost poduzeća da zadrže svoju radnu snagu unatoč negativnom šoku.¹

Udio poduzeća koja su zadržala radnu snagu ostao je iznad razina zabilježenih prije pandemije u prvom tromjesečju 2024. (Grafikon A).² Pokazatelj

zadržavanja radne snage iznosio je 22,2 % u prvom tromjesečju 2024. i bio na relativno visokim razinama u usporedbi s pretpandemijskom prosječnom razinom od 12,7 % (u razdoblju od trećeg tromjesečja 2014. do trećeg tromjesečja 2019.). Taj pokazatelj upućuje na to da se u proteklih šest mjeseci znatan udio poduzeća (30,2 %) suočavao s pogoršavanjem svojih gospodarskih izgleda, pri čemu 73,5 % tih poduzeća nije smanjilo broj radnika u tom razdoblju. Sposobnost poduzeća da zadrže radnike blago se smanjila u prvom tromjesečju 2024., sa 76,1 % u trećem tromjesečju 2023., iako se zadržala na prosječnoj razini zabilježenoj prije pandemije. Marža aktivnosti znatno se povećala u odnosu na pretpandemijsko razdoblje, a marža zaposlenosti ostala je uglavnom nepromijenjena.

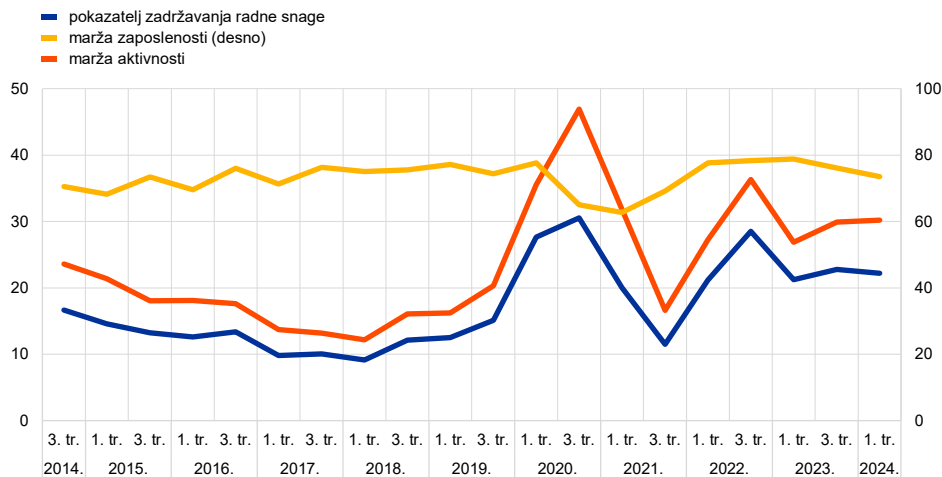
¹ Izgledi za pojedinačna poduzeća procjenjuju se na temelju odgovora na pitanje: „S obzirom na svaki od sljedećih činitelja, smatrate li da su se oni [prema iskustvu i mišljenju vašeg poduzeća] poboljšali, ostali nepromijenjeni ili se pogoršali u proteklih šest mjeseci?“ i na temelju činitelja „Izgledi vašeg poduzeća glede prodaje i profitabilnosti ili poslovnog plana“. Pitanje je kvalitativno. To može značiti da su izgledi poduzeća ostali povoljni.

² Uz sve češće zadržavanje radne snage, smanjenje realnih plaća također je podržalo kretanja u zaposlenosti. Taj se činitelj iscrpnije razmatra u okviru pod naslovom „[Pokretači rasta zaposlenosti u europodručju nakon pandemije – gledište zasnovano na modelu](#)“ u ovom broju Ekonomskog biltena.

Grafikon A

Pokazatelj zadržavanja radne snage

(udio poduzeća, postotci)



Izvor: anketa ESB-a i Europske komisije o pristupu financiranju poduzeća u europodručju (SAFE)

Napomene: Pokazatelj zadržavanja radne snage jest udio poduzeća koja nisu smanjila broj radnika unatoč pogoršavanju izgleda tih poduzeća. Marža zaposlenosti pokazuje udio poduzeća koja su se u proteklih šest mjeseci suočila s pogoršavanjem svojih izgleda, a marža aktivnosti pokazuje udio poduzeća koja su se u proteklih šest mjeseci suočila s pogoršavanjem svojih izgleda u istom razdoblju. Krugovi u prvom tromjesečju obuhvaćaju razdoblje od listopada do ožujka, a krugovi u trećem tromjesečju obuhvaćaju razdoblje od travnja do rujna.

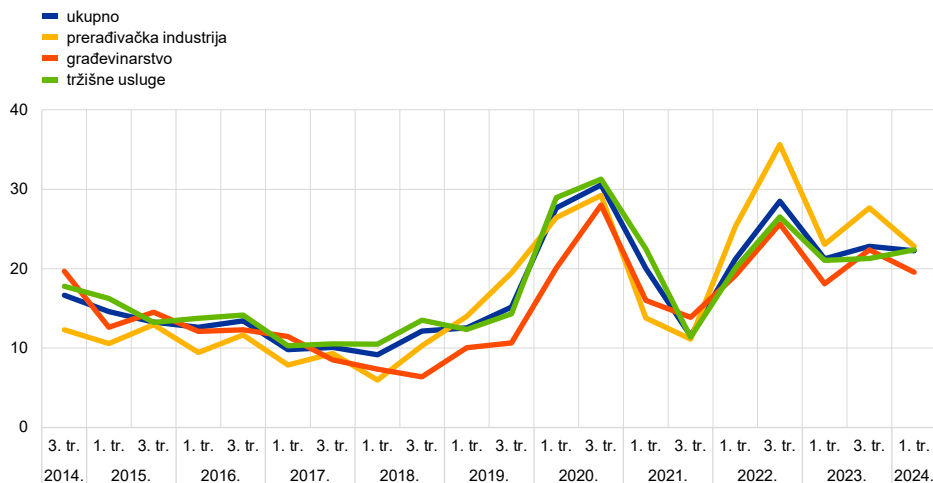
Pokazatelj zadržavanja radne snage općenito se povećao u odnosu na razine zabilježene prije početka pandemije, najviše u prerađivačkoj industriji (Grafikon B).

U prvom tromjesečju 2024. pokazatelj zadržavanja radne snage iznosio je 22,8 % u prerađivačkoj industriji, 19,6 % u građevinarstvu i 22,4 % u sektoru tržišnih usluga. Razina zadržavanja radne snage ostala je znatno visoka u svim sektorima u odnosu na razdoblje prije pandemije, kada su u tim trima sektorima zabilježene prosječne razine od 11,2 %, 11,4 % odnosno 13,3 %. Nakon naglog povećanja cijena energije, u posljednje je vrijeme povećanje zadržavanja radne snage bilo najizraženije u sektoru prerađivačke industrije. U tom je sektoru zadržavanje radne snage doseglo vrhunac od 35,6 % u trećem tromjesečju 2022. Poduzeća u drugim sektorima također su zadržavala radnu snagu kao odgovor na pogoršanje poslovnih uvjeta, pri čemu je 25,6 % poduzeća u građevinarstvu i 26,5 % poduzeća koja se bave tržišnim uslugama prijavilo da nisu smanjila broj radnika nakon pogoršanja svojih gospodarskih izgleda.

Grafikon B

Pokazatelj zadržavanja radne snage po sektorima

(udio poduzeća, postotci)



Izvor: anketa ESB-a i Europske komisije o pristupu financiranju poduzeća u europodručju (SAFE)

Napomene: Pokazatelj zadržavanja radne snage po sektorima pokazuje udio poduzeća koja nisu smanjila broj radnika unatoč pogoršavanju svojih izgleda u broju svih poduzeća u određenom sektoru gospodarske aktivnosti.

Profitne marže poduzeća znatno su se povećale s oporavkom gospodarstva nakon pandemije i u 2022. dosegule najveće razine u deset godina

(Grafikon C)³. Profitne marže poduzeća (prije oporezivanja) povećale su se s prosječnih 4,3 % prihoda od poslovanja u razdoblju od 2014. do 2019. na oko 5,8 % u 2022. Na razini poduzeća zabilježeno je slično povećanje za prosječna i medijalna poduzeća. U prosječnom poduzeću profitne marže povećale su se s 3,8 % u razdoblju od 2014. do 2019. na 5,3 % u 2022., a u medijalnom poduzeću zabilježen je porast s 2,8 % u razdoblju od 2014. do 2019. na 3,9 % u 2022.

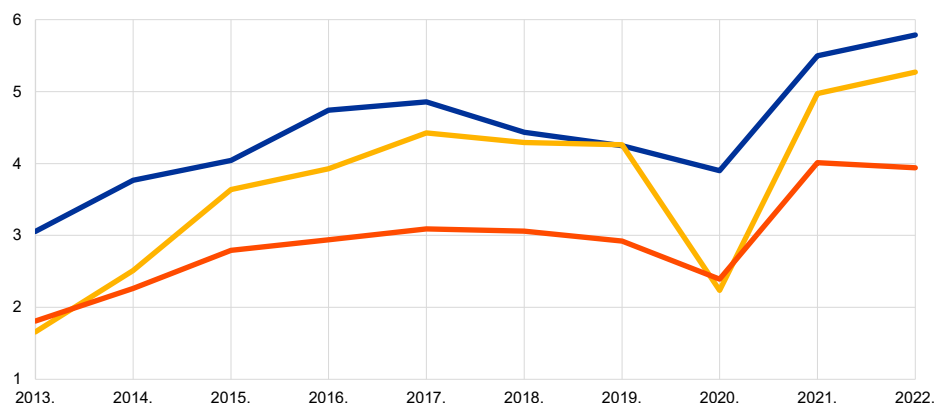
³ Podatci dobiveni iz SAFE-a dopunjeni su podacima iz bilanca poduzeća za prethodnu godinu koji su preuzeti iz ORBIS-a. Profitne marže definirane su kao omjer dobiti poduzeća prije oporezivanja u odnosu na njihove prihode od poslovanja. Rast profitnih marža za razdoblje od 2021. do 2022. u skupu podataka iz SAFE-a i ORBIS-a dosljedan je, iako nije izravno usporediv s povećanjem jedinične dobiti zabilježenim na makrorazini. Postoji vremenski odmak u odnosu na razdoblje prije nego što su podatci iz bilanca postali dostupni u ORBIS-u, pri čemu je u našoj analizi 2022. bila posljednja dostupna godina za profitne marže u skupu podataka iz SAFE-a i ORBIS-a.

Grafikon C

Profitne marže poduzeća tijekom vremena

(postotci)

- agregirani podatci iz SAFE-a i ORBIS-a
- prosječno poduzeće
- medijalno poduzeće



Izvori: anketa ESB-a i Europske komisije o pristupu financiranju poduzeća u europodručju (SAFE) i ORBIS pružatelja Moody's
Napomene: Profitna marža na agregatnoj razini zasnovana na skupu podataka iz SAFE-a i ORBIS-a izračunava se zbrajanjem dobiti prije oporezivanja i prihoda svih poduzeća iz svake bilance iz ORBIS-a za svaku godinu prije izračunavanja omjera profitne marže. Postoji vremenski odmak u odnosu na razdoblje prije nego što su podatci iz bilanca postali dostupni u ORBIS-u, pri čemu je u našoj analizi 2022. bila posljednja dostupna godina za profitne marže.

Procjenjuje se da je povećanje profitnih marža poboljšalo sposobnost poduzeća da zadrže radnike u slučaju šokova koji nepovoljno utječu na njihove gospodarske izgleda (Grafikon D).

Provedene su regresije na razini poduzeća kako bi se procijenio odnos između profitnih marža i zadržavanja radne snage.⁴ Procjenjuje se da se za svako povećanje profitne marže poduzeća od 1 postotnog boda povećava udio poduzeća koja zadržavaju radnu snagu kao odgovor na pogoršavanje izgleda za oko 0,2 postotna boda. Povećanje zadržavanja radne snage potaknuto je maržom zaposlenosti, za koju se procjenjuje da se povećala za otprilike 0,4 postotna boda. Procjenjuje se da povećanje profitnih marža uglavnom nije utjecalo na maržu aktivnosti.⁵ To znači da zbog povećanja profitnih marža poduzeća nisu smanjivala broj radnika nakon što su bila izložena šokovima koji su pogoršali njihove gospodarske izgleda nakon pandemije.

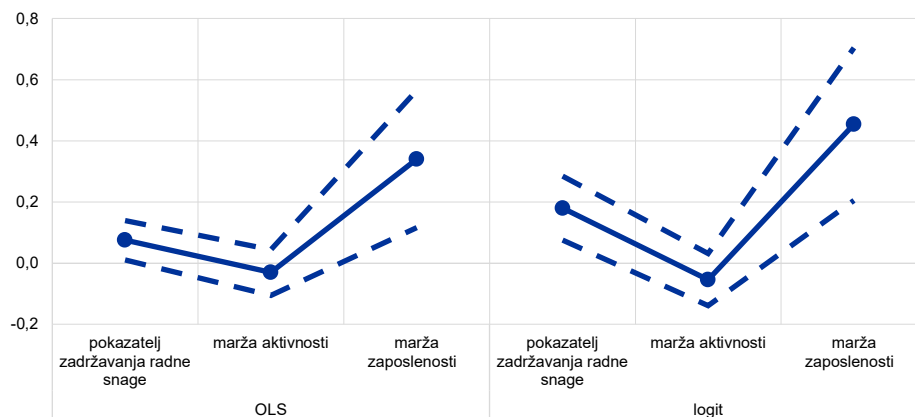
⁴ Te regresije uključuju fiksne učinke na razini poduzeća kako bi se u obzir uzela nemjerljive značajke poduzeća, kao i fiksne učinke za vrijeme kojima se u obzir uzimaju promjene u poslovnom ciklusu i promjenjivi sastav poduzeća u svakom krugu SAFE-a.

⁵ Važno je naglasiti da je odluka poduzeća o zadržavanju radne snage racionalna i dosljedna ciljevima dugoročnog maksimiziranja dobiti. Poduzeća usmjerena na maksimiziranje dobiti zadržavaju radnu snagu kada troškovi viška radne snage, ponovnog zapošljavanja i stručnog usavršavanja premašuju troškove zadržavanja radnika.

Grafikon D

Učinak povećanja profitne marže poduzeća od 1 postotnog boda na zadržavanje radne snage

(postotni bodovi)



Izvori: anketa ESB-a i Europske komisije o pristupu financiranju poduzeća u europodručju (SAFE) i ORBIS pružatelja Moody's
Napomene: Učinak promjene profitne marže poduzeća procjenjuje se primjenom metoda koje se zasnivaju na podatcima s panela, regresijom pokazatelja zadržavanja radne snage u poduzeću u odnosu na: (1) profitnu maržu poduzeća u prethodnoj financijskoj godini, (2) vremenski učinak kako bi se u obzir uzele promjene u poslovnom ciklusu i (3) fiksne učinke specifične za pojedino poduzeće. Model običnih najmanjih kvadrata (OLS) ima vremenski promjenjive pondere za poduzeća. Logit model ima fiksne pondere na razini poduzeća.

Učinak povećanja profitnih marža na zadržavanje radne snage bio je široko rasprostranjen u svim sektorima, a najintenzivniji je bio u sektoru građevinarstva.

Procijenjeni učinak povećanja profitnih marža na pokazatelj zadržavanja radne snage iznosio je 0,1 postotni bod u sektoru industrije, 0,5 postotnih bodova u građevinarstvu i 0,2 postotna boda u sektoru tržišnih usluga. Iako su na ukupne promjene u zadržavanju radne snage u svim sektorima uglavnom utjecali vanjski šokovi koji su pogoršali gospodarske izgleda poduzeća, visoke profitne marže i nadalje su važan činitelj koji poduzećima pomaže da očuvaju svoju sposobnost zadržavanja radnika.

Smanjenje profitnih marža moglo bi utjecati na rast zaposlenosti u nadolazećem razdoblju.⁶

Visoke profitne marže zabilježene 2021. i 2022. počele su se normalizirati i približavati se svojim pret pandemijskim razinama. Smanjenje profitnih marža vjerojatno će biti jedan od činitelja koji će utjecati na smanjenje broja poduzeća koja zadržavaju radnu snagu. U sljedećem razdoblju također se očekuje da će profitne marže manje povoljno utjecati na rast zaposlenosti nego prije.

⁶ Nedavna kretanja u zadržavanju radne snage utjecala su i na produktivnost rada, kao što se navodi u blogu autora Arce, O. i Sondermann, D., „Low for long? Reasons for the recent decline in productivity”, ESB-ov blog, 6. svibnja 2024.

4. Pokretači rasta zaposlenosti u europodručju nakon pandemije – gledište zasnovano na modelu

Pruredili: Agostino Consolo i Claudia Foroni

Prilagodba realnih plaća ključan je činitelj koji je pridonio rastu zaposlenosti u europodručju nakon pandemije. U ovom okviru razmatraju se kretanja u rastu zaposlenosti nakon završetka pandemije, s naglaskom na razdoblje od početka 2022. Snažan rast zaposlenosti u odnosu na gospodarsku aktivnost bio je izniman u gospodarskom okružju vrlo visokih cijena energije. Mehanizam prilagodbe bio je različit od onoga koji je zabilježen nakon energetske krize 70-ih godina prošlog stoljeća, kada su realne plaće znatno porasle i premašile rast produktivnosti. Nasuprot tome, od početka 2022. realne plaće smanjuju se više od produktivnosti, što poduzećima daje manevarski prostor u odnosu na marže i pomaže u stvaranju radnih mjesta u okolnostima nedostatka kvalificirane radne snage. U sljedećoj empirijskoj analizi razmatraju se ključni pokretači nedavnog rasta zaposlenosti.

Od završetka pandemije dinamika zaposlenosti u europodručju znatno je jača od gospodarske aktivnosti (Grafikon A, panel a)).¹ Rast zaposlenosti od prvog tromjesečja 2022. bio je iznimno snažan u odnosu na povijesne podatke. Dinamika zaposlenosti može se promatrati kroz prizmu Okunova zakona, tj. odnosa između rasta zaposlenosti i gospodarskog rasta.² Prema empirijskim procjenama tog odnosa za europodručje zaposlenost bi trebala rasti otprilike upola manjim intenzitetom od realnog BDP-a u kratkoročnom i dugoročnom razdoblju³ (jednostavne procjene Okunovih elastičnosti kreću se u rasponu od 0,2 do 0,5). Međutim, rast zaposlenosti znatno se promijenio od prvog tromjesečja 2022. i nedavno nadmašio rast realnog BDP-a. To se ne može pripisati samo oporavku nakon pandemije jer do te je promjene došlo već krajem 2021.

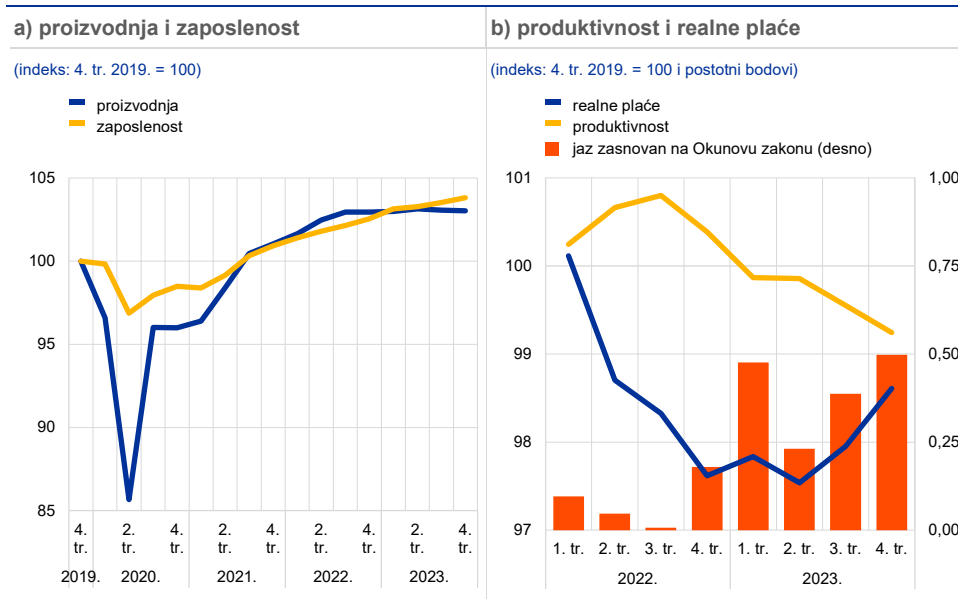
¹ Za iscrpni pregled tržišta rada u europodručju kojim se dopunjuju rezultati predstavljeni u ovom okviru vidi okvir pod naslovom „Radna snaga europodručja: najnovija kretanja i pokretači”, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB, 2023.; Arce, O., Consolo, A., Dias da Silva, A. i Mohr, M., „More jobs but fewer working hours”, *ESB-ov blog*, 7. lipnja 2023. i okvir pod naslovom „The role of public employment during the COVID-19 crisis”, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB, 2022.

² Za pregled vidi Ball, L., Leigh, D. i Loungani, P., „Okun’s Law: Fit at 50?”, *Journal of Money, Credit and Banking*, sv. 49, br. 7, 2017., str. 1413. – 1441.

³ Vidi Anderton, R., Arank, T., Bonthuis, B. i Jarvis, V., „Disaggregating Okun’s law”, *Working Paper Series*, br. 1747, ESB, Frankfurt na Majni, prosinac 2014.

Grafikon A

Okunov zakon, produktivnost i realne plaće



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Na panelu b) prikazuju se realne plaće deflacirane deflatorom osobne potrošnje. Kada se primjenjuje deflator BDP-a, razlika između produktivnosti i realnih plaća ostaje pozitivna, ali kvantitativno je manja i nestaje u četvrtom tromjesečju 2023. Produktivnost se mjeri kao proizvodnja po radniku. Crveni stupci označuju odstupanja (u postotnim bodovima) od Okunova zakona. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2023.

Realne plaće smanjivale su se više od produktivnosti, što je potaknulo stvaranje radnih mjesta.

Za razliku od kretanja 70-ih godina prošlog stoljeća, realne plaće znatno su se više promijenile od produktivnosti rada nakon energetske krize 2022., čime je potaknuto stvaranje radnih mjesta (Grafikon A, panel b)). Stvaranje jaza između rasta realnih plaća i rasta produktivnosti potaknulo je rast zaposlenosti po stopi koja je veća od stope koja odražava njegov povijesni odnos s BDP-om, što je u skladu s predviđanjima zasnovanima na velikoj pozitivnoj razlici u skladu s Okunovim zakonom. Osim što je takva prilagodba realnih plaća u podlozi stvaranja radnih mjesta, ona također može ograničiti ukidanje radnih mjesta tako da postojeći odnosi poduzeća s radnicima postaju vredniji (što potiče zadržavanje radne snage) u okolnostima snažne profitabilnosti poduzeća i nedostatka kvalificirane radne snage na tržištu rada.⁴

Gledano kroz prizmu empirijskog modela Okunova zakona, uočeno je da su fluktuacije u potražnji i prilagodbe realnih plaća nakon energetske krize pomogle u razdvajanju rasta zaposlenosti i dinamike proizvodnje. Primijenili smo strukturni bajesovski model vektorske autoregresije (BVAR) koji se sastoji od šoka agregatne potražnje i triju šokova agregatne ponude (neutralni tehnološki šok, šok supstitucije činitelja i šok specifičan za tržište rada) kako bismo objasnili ključne

⁴ Kada je riječ o ulozi profitabilnosti, vidi okvir pod naslovom „Povećanje profitnih marža pomoglo je poduzećima u zadržavanju radne snage” u ovom broju Ekonomskog biltena.

pokretače fluktuacija zaposlenosti.⁵ Neutralni tehnološki šok promatra se kao smanjenje ukupne faktorske produktivnosti, što stvara proporcionalnu kontrakciju upotrebe kapitala i radne snage, a obično se sastoji i od drugih poremećaja, kao što su uska grla u globalnim opskrbnim lancima.⁶ Šok supstitucije činitelja obuhvaća izravnu supstituciju radne snage i drugih proizvodnih ulaznih resursa, ne nužno samo kapitala. U slučaju velikog povećanja cijena energije i intermedijarnih ulaznih resursa može se pretpostaviti da su prisutni i učinci preraspodjele i supstitucije.⁷ Kvantitativna važnost svakog pokretača mjeri se primjenom modela na podatke. Na Grafikonu B prikazuje se povijesna raščlamba podataka o tome kako su navedena četiri šoka pridonijela rastu proizvodnje i zaposlenosti. Od početka 2022. doprinos neutralnih tehnoloških šokova (crveni stupac) bio je uglavnom negativan i za proizvodnju i za zaposlenost, što je ponajprije posljedica uskih grla u globalnim opskrbnim lancima. Šok supstitucije činitelja (zeleni stupac) važan je činitelj koji utječe na smanjenje proizvodnje i povećanje zaposlenosti, što upućuje na moguću važnost supstitucije kod proizvodnih ulaznih resursa. To odražava promjenu relativnih cijena ulaznih činitelja jer je radna snaga postala jeftinija u odnosu na energiju i kapital.

⁵ Modelom BVAR objašnjavaju se različiti potencijalni pokretači rasta proizvodnje i zaposlenosti (vidi Consolo, A. i Foroni, C., „The euro area labour market: and yet, it moves!”, mimeo). Model se procjenjuje upotrebom tromjesečnih podataka o zaposlenosti, realnom BDP-u, inflaciji mjerenoj harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena, realnim plaćama (deflacioniranim deflatorom BDP-a) i nominalnim kamatnim stopama u razdoblju od 1970. do 2023. Identifikacijska strategija provodi se s pomoću ograničenja predznaka dobivenih iz teoretskih modela tržišta rada (vidi Abbritti, M. i Consolo, A., „Labour market skills, endogenous productivity and business cycles”, *Working Paper Series*, br. 2651, ESB, veljača 2022. i Foroni, C., Furlanetto, F. i Le Petit, A., „Labor supply factors and economic fluctuations”, *International Economic Review*, 2018., sv. 59, str. 1491. – 1510.

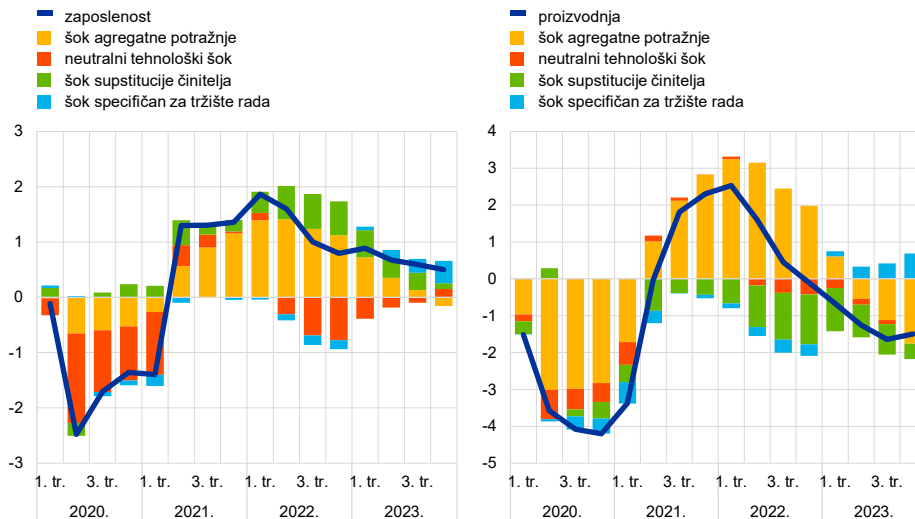
⁶ Vidi Blanchard, O. i Galí, J., „The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s?”, *Working Papers Series*, br. 15467, NBER, 2010.

⁷ Literatura se sve više bavi šokovima koji uzrokuju slično negativno paralelno kretanje proizvodnje i zaposlenosti. Ti šokovi uključuju i takozvane šokove automatizacije (vidi Foroni, C. i Furlanetto, F., „Explaining deviations from Okun’s law”, *Working Paper Series*, br. 2699, ESB, kolovoz 2022.) i sektorske šokove koji mijenjaju produblivanje kapitala u svim sektorima kako se opisuje u Acemoglu, D. i Guerrieri, V., „Capital Deepening and Nonbalanced Economic Growth”, *Journal of Political Economy*, 2008., sv. 116, str. 467. – 498.

Grafikon B

Povijesna dekompozicija zaposlenosti i proizvodnje

(promjene u postotcima i doprinosi u postotnim bodovima)



Izvor: Consolo, A. i Foroni, C., „The euro area labour market: and yet, it moves!”, mimeo

Napomene: Linije označuju godišnje stope rasta zaposlenosti (lijevi panel) i proizvodnje (desni panel) kao odstupanja od njihove determinističke komponente. Stupci označuju doprinos svakog šoka u postotnim bodovima. Opis ekonomskog značenja svakog šoka navodi se u glavnom tekstu. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2023.

Oporavak potražnje podržavao je rast zaposlenosti i proizvodnje do početka

2023. Nakon toga se zbog slabije potražnje gospodarska aktivnost snažnije usporavala od rasta zaposlenosti, što je pridonijelo većem odstupanju od Okunova zakona. Činitelji na strani potražnje, uključujući monetarnu i fiskalnu politiku, potiču rast zaposlenosti, na što upućuju žuti stupci u Grafikonu B. Primjeri fiskalnih politika koje su podupirale zaposlenost jesu rast zapošljavanja u javnom sektoru i neizravni učinci programa za stažiranje i poreznih olakšica u nekim državama europodručja. Zajedno s učincima agregatne potražnje ciljanih politika povezanih s energijom, to potiče potražnju i radna mjesta, uz snažniji utjecaj na zaposlenost nego na proizvodnju.⁸ Međutim, učinci pooštavanja monetarne politike prouzročili su znatno smanjenje potražnje, kao i usporavanje rasta zaposlenosti i slabljenje gospodarske aktivnosti. Model upućuje na zaključak da je potražnja snažnije utjecala na smanjenje aktivnosti nego na smanjenje zaposlenosti. U odnosu na 2022. u modelu se pokretačima specifičnima za tržište rada pripisuju samo ograničeni negativni učinci (plavi stupci) koji proizlaze iz niže stope participacije radne snage i veće pregovaračke moći radnika.⁹ Ti su se učinci djelomično vratili na prethodno zabilježene razine u 2023., vjerojatno zbog nepostojanja programa automatske indeksacije plaća i činjenice da su inflacijska očekivanja bila čvrsto usidrena u 2022. Za razliku od prethodnih energetske krize (kao što je kriza 70-ih godina prošlog

⁸ Vidi okvir pod naslovom „Nove informacije o odgovorima fiskalne politike na energetske krize i visoku inflaciju”, *Ekonomski bilten*, broj 2, ESB, 2023.

⁹ Šok specifičan za tržište rada obuhvaća stupanj pregovaračke moći radnika ili pokretače ponude radne snage. Pokazalo se da su ti šokovi koji proizlaze iz tržišta rada kvantitativno relevantni u objašnjavanju zaposlenosti i plaća (vidi Consolo, A., Foroni, C. i Martínez Hernández, C., „A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 2023., sv. 85, str. 1048. – 1082.).

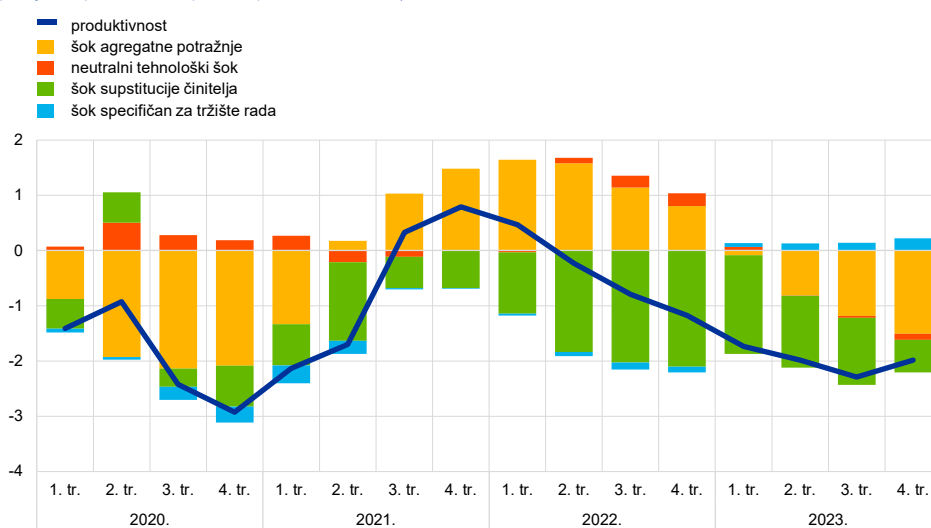
stoljeća), ti činitelji doveli su do prilagodbe tržišta rada putem realnih plaća, a ne putem veće stope nezaposlenosti.

Prema modelu nedavno smanjenje produktivnosti uvelike je prouzročeno cikličkim činiteljima. Nakon oporavka produktivnosti u razdoblju poslije pandemije energetska kriza imala je znatan negativan učinak na produktivnost. Iznimno snažno tržište rada dodatno je pojačalo cikličnost produktivnosti u europodručju. Model pokazuje da je otpornost zaposlenosti, potaknuta šokom supstitucije činitelja, prouzročila još veći pad produktivnosti rada (Grafikon C). Isti šok doveo je do smanjenja troška realnih plaća i time pojačao pozitivan učinak na zaposlenost i negativan učinak na produktivnost. Osim toga, promjena u produktivnosti također je povezana s činiteljima na strani potražnje (žuti stupci), čiji je doprinos nedavno postao negativniji, iako se očekuje njegovo postupno slabljenje u dugoročnom razdoblju. Šok supstitucije činitelja postupno nestaje, što odražava i promjene u cijenama energije i realnim kamatnim stopama. Međutim, drugi činitelji na strani ponude, kao što su inovacije i digitalizacija, starenje stanovništva i druga strukturna kretanja, mogli bi imati trajnije učinke na dugoročnu dinamiku produktivnosti u europodručju.

Grafikon C

Povijesna dekompozicija produktivnosti rada

(promjena u postotcima i doprinosi u postotnim bodovima)



Izvor: Consolo, A. i Foroni, C., „The euro area labour market: and yet, it moves!“, mimeo
Napomene: Produktivnost se mjeri kao proizvodnja po radniku. Linija prikazuje godišnji rast produktivnosti kao odstupanje od determinističke komponente. Stupci označuju doprinos svakog šoka u postotnim bodovima. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2023.

U nadolazećem razdoblju očekuje se slabljenje nekoliko činitelja koji trenutno negativno utječu na rast produktivnosti. Očekuje se da će učinci mjera fiskalne potpore koji su pozitivno djelovali na zaposlenost oslabjeti u sljedećim tromjesečjima. Cijene energije normaliziraju se, čime se smanjuje učinak supstitucije činitelja između radne snage, energije i kapitala. Ograničavajući učinak monetarne politike na potražnju vjerojatno će se normalizirati usporedno sa smanjivanjem stope inflacije u europodručju prema ciljnoj razini. Očekuje se da će svi ti pokretači smanjenja produktivnosti oslabjeti, što će pozitivno djelovati na smanjenje jaza

između rasta realnih plaća i rasta produktivnosti. Usporedno sa smanjivanjem poticaja poduzećima da zapošljavaju radnike ili zadržavaju radnu snagu, odnos zaposlenosti i BDP-a vjerojatno će se stabilizirati, uz posljedičnu cikličku prilagodbu rasta produktivnosti.¹⁰

¹⁰ Vidi Arce, O. i Sondermann, D., „[Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#)”, *ESB-ov blog*, svibanj 2024.

5. Hoće li se oporaviti automobilski sektor europodručja?

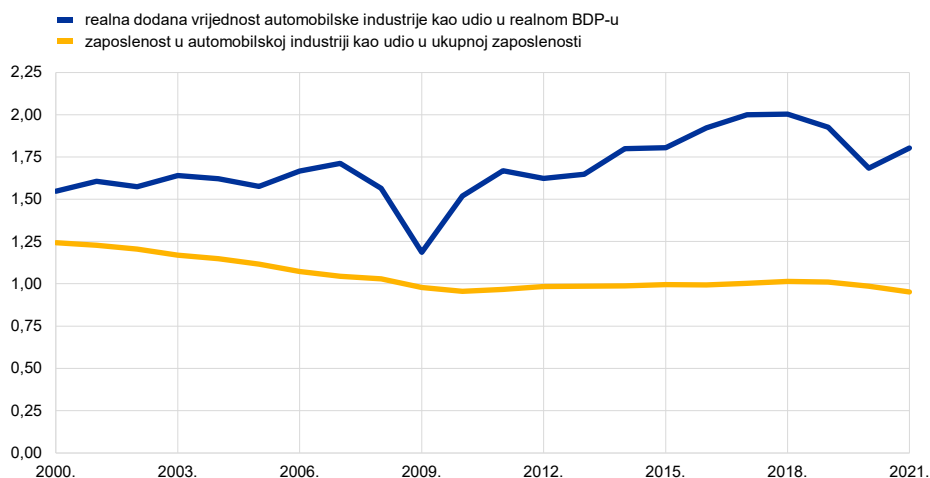
Priredili: Roberto A. De Santis, Virginia Di Nino, Nina Furbach, Ulla Neumann i Pedro Neves

Automobilska industrija značajnim udjelom pridonosi dodanoj vrijednosti gospodarstva europodručja. Udio automobilske industrije u realnoj dodanoj vrijednosti sektora prerađivačke industrije iznosi 10 %, a njezin je udio u realnom BDP-u na razini malo nižoj od 2 %. Automobilska industrija čini 1 % ukupne zaposlenosti u europodručju i 4 % izvoza u države izvan europodručja. Uzmu li se u obzir međusektorske povezanosti, dodana se vrijednost gotovo udvostručuje, čime se ističe širok doseg sektora u gospodarstvu.¹ Otpornost industrije vidljiva je iz njezinih povijesnih rezultata u usporedbi s agregiranim BDP-om. Uz iznimku razdoblja obilježenoga globalnom financijskom krizom i nedavnog razdoblja sektor se širio više nego agregirani BDP, pri čemu je vrhunac dosegnuo početkom 2018. Štoviše, sektor je zadržao razmjerno stabilan udio u ukupnoj zaposlenosti europodručja od 2012. (Grafikon A).

Grafikon A

Veličina automobilskog sektora europodručja u odnosu na ukupno gospodarstvo

(postotci)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na 2021.

Međutim, nakon što je dosegula vrhunac početkom 2018., automobilska industrija europodručja suočila se sa značajnim izazovima, pri čemu su se proizvodnja i izvoz primjetno smanjili i zadržali na razinama prije pandemije bolesti COVID-19. Proizvodnja i izvoz teško se oporavljaju i zaostaju za rezultatima međunarodne konkurencije te se nalaze na razini koja je za jednu desetinu niža od razine zabilježene prije pandemije bolesti COVID-19 i jednu petinu niža od najviše razine zabilježene početkom 2018. (Grafikoni B i C). Konkurencija je ostvarila mnogo

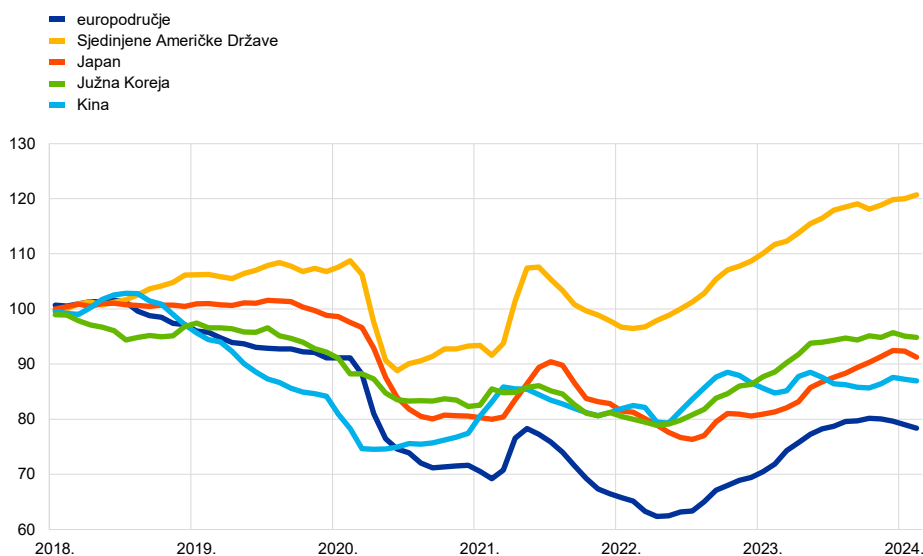
¹ Vidi članak pod naslovom „Sectoral dynamics and the business cycle in the euro area” u engleskoj inačici ovog broja Ekonomskog biltena.

bolje rezultate: automobilska industrija u državama kao što su Kina, Japan, Sjedinjene Američke Države i Koreja pokazala se otpornijom, pri čemu je Kina postupno postala značajan izvoznik u europodručje.

Grafikon B

Obujam proizvodnje automobila među globalnim konkurentima

(12-mjesečni pomični prosjek, prosinac 2017. = 100)

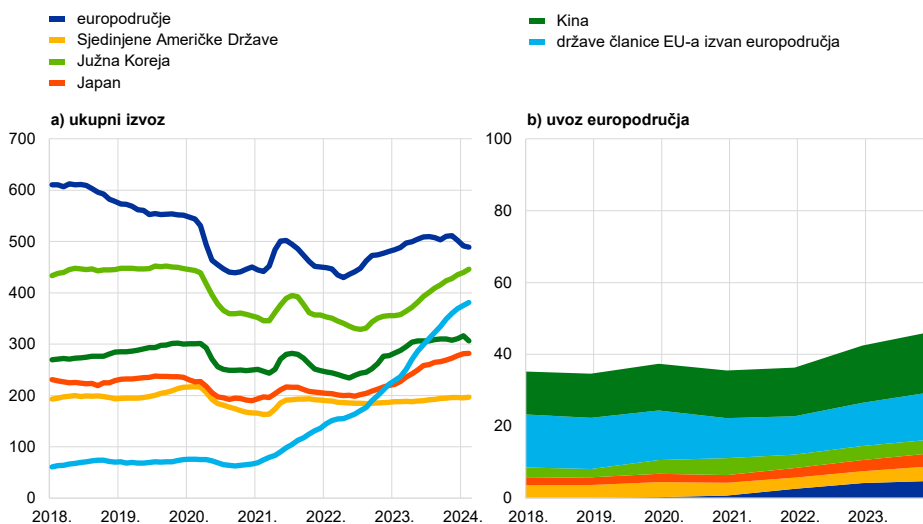


Izvori: Eurostat, nacionalni statistički uredi i izračun ESB-a
Napomena: Posljednji podatci odnose se na veljaču 2024.

Grafikon C

Izvoz automobila i udjeli uvoza

(panel a: tisuće automobila, 12-mjesečni pomični prosjek; panel b: postotak domaće potražnje za automobilima)

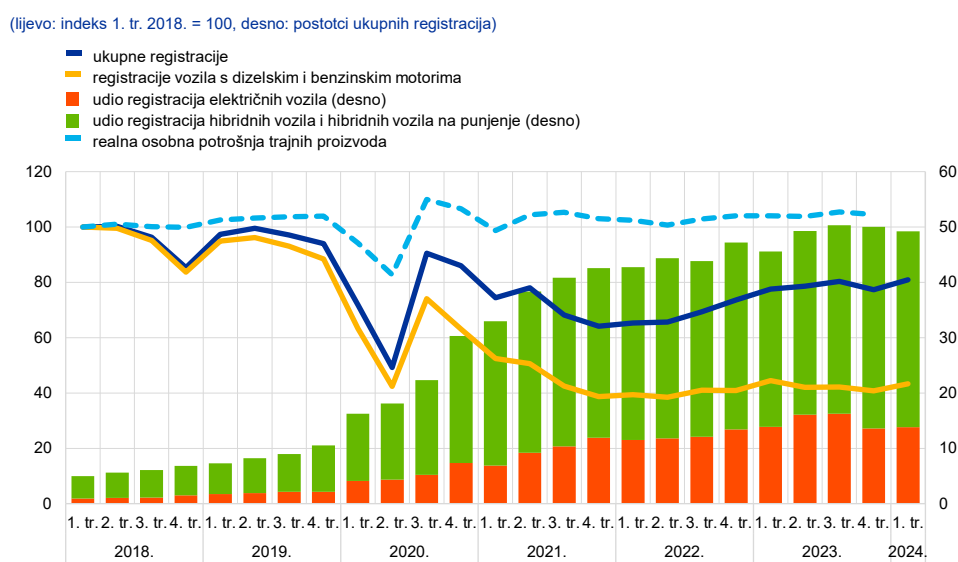


Izvori: Trade Data Monitor, Eurostat, Statistički ured Europske unije i izračun ESB-a
Napomene: Izvoz je izražen u jedinicama izvezenih automobila. Posljednji podatci u panelu a) odnose se na siječanj 2024. (i prosinac 2023. za Kinu), a u panelu b) za 2023.

Spomenuti pad aktivnosti potaknut je smanjenjem prodaje automobila s motorima s unutarnjim izgaranjem, koje je samo djelomično nadoknađeno

povećanom potražnjom za hibridnim i električnim automobilima. Regulatorni standardi EU-a za motorna vozila promijenili su se sredinom 2018., kada su nametnuti stroži standardi za emisije ugljikova dioksida (CO₂) i stroža ispitivanja emisija, što je kupce odvratio od kupnje automobila s motorima s unutarnjim izgaranjem. Prodaja hibridnih i električnih vozila kontinuirano se povećavala od jedne desetine ukupnih registracija u 2018. do polovine ukupnih registracija u 2023. (Grafikon D). Registracije automobila u europodručju bile su oko 20 % niže u prvom tromjesečju 2024. u usporedbi s početkom 2018. (Grafikon D). Značajna razlika između registracija automobila i potrošnje trajnih proizvoda kućanstava, koja je ostala razmjerno stabilna, upućuje na to da kućanstva možda odgađaju kupnju novih vozila svih vrsta.

Grafikon D
Registracije automobila prema vrsti



Izvori: Europska udruga proizvođača automobila, Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2024. i, u odnosu na potrošnju trajnih proizvoda, na četvrto tromjesečje 2023.

Potražnja za motornim vozilima također je smanjena zbog povećanja cijena prouzročenog poremećajima u opskrbnim lancima, višim troškovima energije i pooštrenim uvjetima financiranja. Rokovi isporuke za automobilske dijelove produljili su se tijekom pandemije, posebice u europodručju, gdje su proizvodni lanci visoko globalno integrirani. Usto, od rujna 2021. skokovi cijena energije prenijeli su se na proizvođačke cijene i konačne cijene automobila.² Konačno, rast kamatnih stopa uzrokovan pooštavanjem monetarne politike odvratio je kupce od kupnje automobila putem lizinga i kredita, što je smanjilo potražnju i za domaćim i za stranim automobilima.

Unatoč spomenutim izazovima europodručje je uglavnom uspjelo obraniti svoj položaj na globalnim tržištima zahvaljujući bržoj tranziciji od konkurentske na

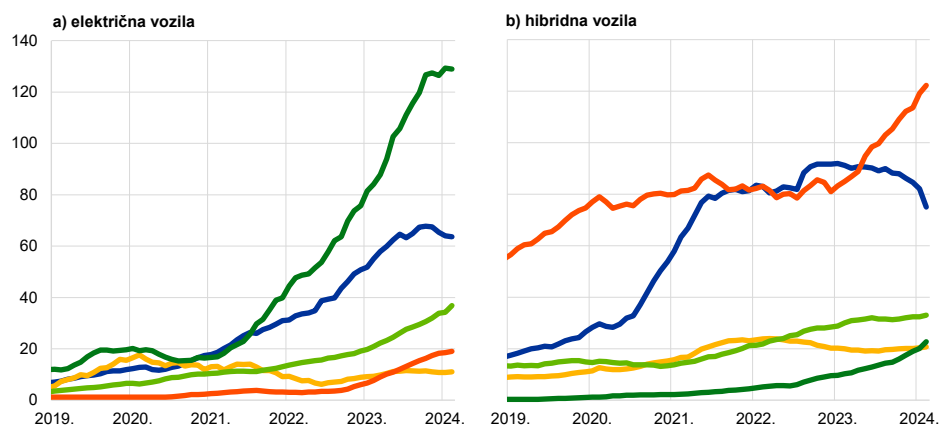
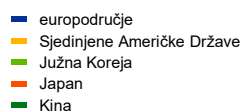
² Vidi okvir pod naslovom „Motor vehicle sector: explaining the drop in output and the rise in prices“, *Ekonomski bilten*, broj 7, ESB, 2022. i De Santis, R. A., „Supply Chain Disruption and Energy Supply Shocks: Impact on Euro Area Output and Prices“, *International Journal of Central Banking*, 2024., sv. 20, str. 193. – 236.

električna i, posebice, hibridna vozila. Izvoz je u tim segmentima porastao s niskih razina i danas čini više od jedne trećine ukupno izvezenih jedinica. Iako se tržišni udio europodručja posljednjih nekoliko godina smanjivao, pad je bio razmjerno skroman u smislu vrijednosti (smanjenje od 2,5 % od 2017.)³. Štoviše, ti gubitci odnosili su se samo na tradicionalni segment automobila i djelomično su nadoknađeni velikom dobiti u segmentima hibridnih i električnih automobila (Grafikon E). Iako Kina uvelike prodire u segment električnih vozila, dosad je taj prodor bio ograničen na mala i ekonomična vozila. Europodručje je ostalo drugi najveći proizvođač električnih i hibridnih automobila od 2020. odnosno 2022. Usto, proizvođači automobila u europodručju u prošlosti su se specijalizirali za ekskluzivniji tržišni segment i profitirali od razmjerno cjenovno neelastične potražnje.⁴ Štoviše, proizvođači automobila u europodručju zadržali su visoku profitabilnost i dosljedno su imali najviše neto profitne marže među svojim globalnim konkurentima u 2022. i 2023. To govori u prilog otpornosti industrije europodručja i njezinoj konkurentskoj prednosti na globalnom tržištu automobila.

Grafikon E

Izvoz električnih i hibridnih automobila

(tisuće automobila, 12-mjesečni pomični prosjek)



Izvori: Trade Data Monitor i izračun ESB-a

Napomene: Izvoz je izražen u jedinicama izvezenih automobila. Posljednji podatci odnose se na veljaču 2024.

Otpornost automobilske industrije europodručja u odnosu na sve intenzivniju inozemnu konkurenciju odražava se i u njezinu položaju kao globalnom središtu proizvodnje automobila. Unatoč izazovima poput rasta uvoza i prodora uvoza⁵ iz Kine, čini se da je europodručje održalo konkurentsku prednost u

³ Vidi Schnabel, I., „[The future of inflation \(forecast\) targeting](#)”, govor na Međunarodnom istraživačkom forumu o monetarnoj politici, Federal Reserve Board, Washington, D. C., (slajd 8), 17. travnja 2024.

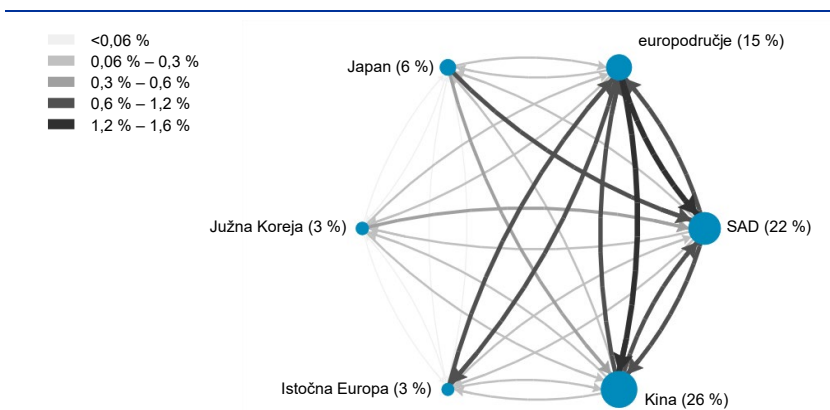
⁴ Međunarodne empirijske analize upućuju na to da su izvezene jedinice europodručja manje osjetljive na promjene cijena automobila u usporedbi s izvezenim jedinicama drugih glavnih svjetskih proizvođača (Japana, Sjedinjenih Američkih Država i Koreje) i znatno manje osjetljive na te promjene od Kine.

⁵ Prodor uvoza mjeri se omjerom uvoza i ukupne domaće potrošnje.

segmentu prijevoznih sredstava, što je vidljivo i iz povoljnog neto trgovinskog salda.⁶ Europodručje je 2022. izvezilo više proizvedenih prijevoznih sredstava na odredišta diljem svijeta nego što ih je primilo, što upućuje na njegovu izvozničku snagu (Grafikon F). Čak i uz sve veću prisutnost kineskog uvoza na domaćem tržištu (Grafikon B) i dominantan položaj Kine u svjetskoj proizvodnji baterija, neto trgovinski saldo europodručja s Kinom ostao je pozitivan u odnosu na prijevozna sredstva i činio 3,8 % njegove domaće industrijske proizvodnje.

Grafikon F

Globalna mreža s dodanom vrijednošću u segmentu prijevoznih sredstava u 2022.



Izvori: Višeregionalni ulazni/izlazni podatci i izračun ESB-a

Napomene: Veličina čvorovišta proporcionalna je domaćoj dodanoj vrijednosti u segmentu prijevoznih sredstava u američkim dolarima. Debljina strelica predstavlja bilateralne prijewe i odjeve dodane vrijednosti u segmentu prijevoznih sredstava. Postotci prikazani na čvorovima i u legendi prikazuju udio odgovarajuće dodane vrijednosti u odnosu na ukupnu globalnu dodanu vrijednost u segmentu prijevoznih sredstava.

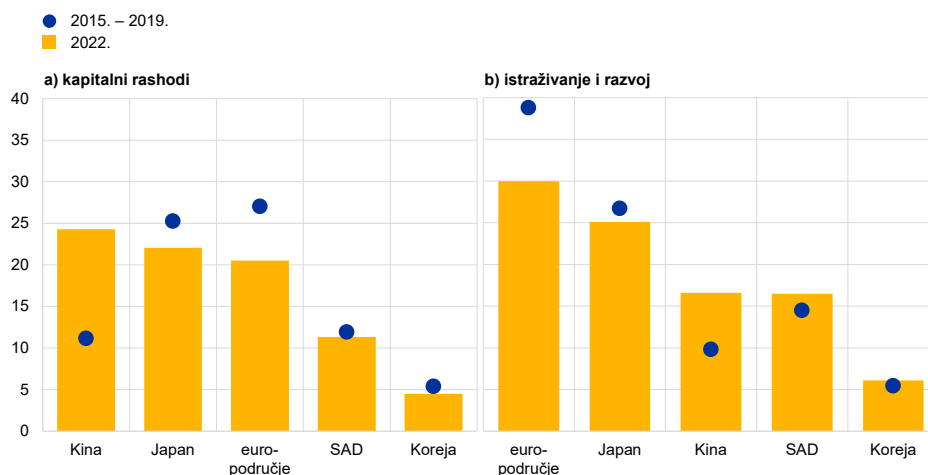
Proizvođači automobila u europodručju ulažu značajne iznose u elektrifikaciju i digitalne tehnologije radi očuvanja konkurentnosti na automobilskom tržištu koje se ubrzano razvija. Ta su ulaganja vidljiva u značajnim kapitalnim rashodima i rashodima za istraživanje i razvoj, kojima su u 2022. proizvođači automobila s europodručja pridonosili s udjelima od otprilike 20 % odnosno 30 % na globalnoj razini (Grafikon G). Iako je Kina predvodnik u kapitalnim rashodima, proizvođači automobila s europodručja i dalje vode u ulaganjima u istraživanje i razvoj, u čemu se ogleda njihova predanost inovacijama. Dokaz za to jest velik broj novih patenata u vezi s prijevozom koje su u razdoblju između 2020. i 2022. pri Europskom patentnom uredu registrirala poduzeća s europodručja, a čiji broj nadmašuje broj patenata koje su registrirali konkurenti. Međutim, poduzeća s europodručja zaostaju u registraciji patenata vezanih uz digitalnu komunikaciju, što upućuje na moguće izazove s kojima se u odnosu na digitalnu transformaciju suočava automobilski sektor europodručja.

⁶ Unutar prijevoznih sredstava, motorna vozila, prikolice i poluprikolice čine 76 % izvezene dodane vrijednosti europodručja i 89 % njegova neto trgovinskog salda.

Grafikon G

Udio automobilskog sektora u kapitalnim rashodima i rashodima za istraživanje i razvoj

(postotci, pariteti kupovne moći)



Izvori: Reuters i izračun ESB-a

Očekuje se da će oporavak proizvodnje automobila u europodručju u srednjoročnom razdoblju uglavnom biti potaknut potražnjom potrošača, ali postoje značajni rizici. Ako se smanje prepreke prihvaćanju električnih automobila i kad oslabe privremeni šokovi, domaća bi se potražnja trebala oporaviti. Međutim, postoji nekoliko važnih rizika koji bi mogli utjecati na takve izgleda. Uspjeh proizvođača automobila europodručja u integraciji digitalnih procesa s tradicionalnim procesima, ubrzavanju inovacija i lansiranju tehnologija koje će naići na odobravanje tržišta bit će ključan. Usto, visoka ovisnost proizvođača automobila s europodručja o dobavljačima koncentriranim u nekoliko lokacija (primjerice, poluvodiči i baterije proizvode se u malom broju država u Aziji) stvara rizik za opskrbeni lanac, posebice u vrijeme pojačane geopolitičke napetosti. Potrebno je uložiti napore u povećanje otpornosti na poremećaje u opskrbnim lancima i diversifikaciju izvora strateških komponenata radi očuvanja konkurentnosti. Industrijske politike, posebice one povezane sa zelenom tranzicijom, poput infrastrukture za punjenje električnih vozila, također će utjecati na izgleda za automobilski sektor europodručja.⁷

⁷ Europski je parlament 2021. odobrio uredbu o [uvođenju infrastrukture za alternativna goriva](#), koja postavlja temelje za prihvaćanje zelenih strategija EU-a. Među slične inicijative ubrajaju se i [digitalna putovnica za vozila](#) i [digitalna putovnica za baterije](#), čiji je cilj povećanje transparentnosti i održivosti u automobilskoj industriji. EU je izglasao i regulativu o [recikliranju materijala za baterije](#) da bi usmjerio industriju prema inovativnom i održivom dizajnu i metodama proizvodnje. Osim toga, EU pruža ekonomske poticaje kao što je [Mehanizam za ugljičnu prilagodbu na granicama](#), kojim se nameću naknade na ugljično intenzivni uvoz s ciljem smanjenja istjecanja ugljika i poticanja zelenijih praksa u industriji.

6. Pokazatelji dobiti u analizi inflacije s obzirom na ulogu ukupnih troškova

Priredili: Elke Hahn i Théodore Renault

Standardni pokazatelji dobiti u gospodarstvu koji se izvode iz nacionalnih računa upotrebljavaju BDP, a ne gospodarsku proizvodnju kao referentnu vrijednost. Iako se „proizvodnja” često rabi kao sinonim za BDP, nacionalni računi razlikuju ta dva pojma. Za razliku od BDP-a, proizvodnja uključuje intermedijarnu potrošnju, tj. potrošnju robe i usluga koje se upotrebljavaju za stvaranje BDP-a ili povezanog pojma „dodana vrijednost”.¹ „Proizvodnja” je dobro definiran pojam, ali tromjesečni nacionalni računi ne sadržavaju pravodobne podatke o proizvodnji u europodručju.² Standardni pokazatelji dobiti iz nacionalnih računa koji se zasnivaju na BDP-u stoga omogućuju da se kretanja dobiti – mjerene kao bruto operativni višak i mješoviti dohodak – procjenjuju u odnosu na troškove rada, ali ne i u odnosu na ukupne troškove. Ti su pokazatelji stoga korisni u procjenjivanju načina na koji dobit trenutačno ublažava rastuće troškove rada, ali precizno ne pokazuju kako je to ublažavanje otežano ili olakšano kretanjima troškova intermedijarnih ulaznih resursa kao što je energija. Takve uvide omogućili bi pokazatelji dobiti zasnovani na proizvodnji.

Pokazatelji dobiti kojima se uzimaju u obzir ukupni troškovi ulaznih resursa mogu se aproksimirati tako da se proizvodnja zamijeni pojmom „ukupna ponuda”. Ukupna ponuda definirana je kao zbroj BDP-a i uvoza, pri čemu su oba ta pokazatelja dostupna u tromjesečnim nacionalnim računima europodručja. Aproksimacija proizvodnje s pomoću ukupne ponude oslanja se na činjenicu da je ukupna ponuda umanjena za uvoz jednaka BDP-u, što je jednako proizvodnji umanjenoj za intermedijarnu potrošnju.³ Iako je vrijednost uvoza znatno niža od vrijednosti intermedijarne potrošnje, kretanja uvoznih cijena i cijena intermedijarnih proizvoda blisko su povezana.⁴ Zbog toga je ukupna ponuda dobra zamjenska vrijednost za proizvodnju pri izračunavanju kretanja profitnih marža, koja se mjere kao kretanja omjera cijena i troškova. Iako se standardni pokazatelj profitne marže izvodi kao omjer između deflatora BDP-a po osnovnim cijenama i jediničnih troškova rada, pokazatelj profitne marže zasnovan na ukupnoj ponudi može se izračunati kao omjer deflatora ukupne ponude i ukupnih jediničnih troškova (zbroj troškova rada i uvoza po jedinici).⁵ Pokazatelji profitne marže usmjereni su na raspodjelu jer pružaju

¹ Proizvodnja se definira kao zbroj bruto dodane vrijednosti i intermedijarne potrošnje. BDP je jednak zbroju bruto dodane vrijednosti i neto poreza na proizvode. Cjelovit opis vidi u [Europskom sustavu računa 2010](#).

² Podatci o proizvodnji za europodručje dostupni su na godišnjoj razini. Dostupni su i na tromjesečnoj razini, ali samo za ograničen broj država europodručja.

³ Radi jednostavnosti ne uzima se u obzir uloga neto poreza na proizvode.

⁴ Pokazatelj tog zajedničkog kretanja na razini europodručja jest koeficijent korelacije od 0,9 između tromjesečnih godišnjih stopa promjene deflatora uvoza i proizvođačkih cijena intermedijarnih proizvoda za razdoblje od 1999. do 2023.

⁵ Raspravu o širem skupu pokazatelja dobiti i poveznici između pojma dobiti koji se rabi u nacionalnim računima (bruto operativni višak i mješoviti dohodak) i pojma poslovne dobiti vidi u okviru pod naslovom „Kako je jedinična dobit pridonijela nedavnom jačanju domaćih cjenovnih pritisaka u europodručju?”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2023.

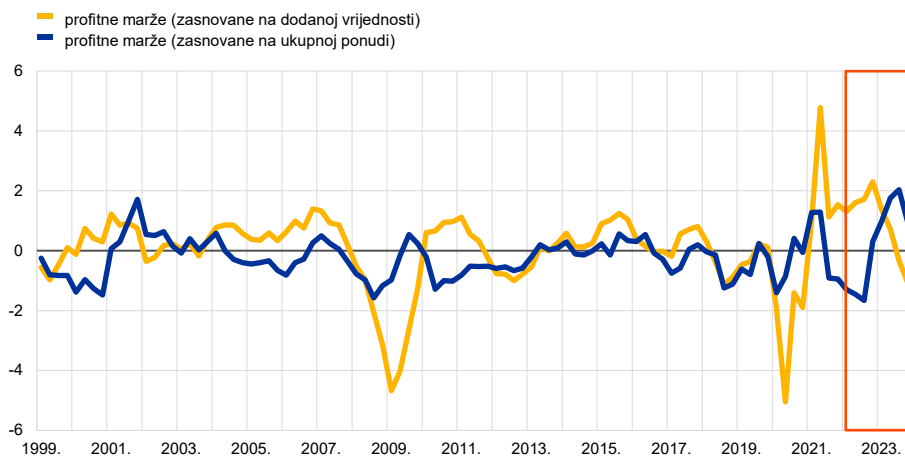
informacije o kretanjima dobiti u odnosu na kretanje troškova rada ili ukupnih troškova. Primjerice, pozitivna stopa rasta pokazatelja profitne marže pokazuje da jedinična dobit (definirana kao bruto operativni višak i mješoviti dohodak po jedinici realnog BDP-a ili realne ukupne ponude) raste po višoj stopi od promatrane komponente jediničnih troškova.

Promatrani zajedno, pokazatelji profitne marže zasnovani na BDP-u (dodanoj vrijednosti) i na ukupnoj ponudi upućuju na to da je u 2023. dobit počela ublažavati učinak kretanja troškova rada na cjenovne pritiske, pri čemu je na nju pozitivno djelovalo smanjenje ostalih troškova. Prema pokazatelju zasnovanom na BDP-u profitne marže porasle su u 2022., ali su se počele smanjivati u 2023. u skladu s ublažavanjem troškova rada u drugoj polovini te godine.⁶ Ipak, pokazatelj zasnovan na ukupnoj ponudi upućuje na to da su profitne marže pale u 2022. i da su se nakon blagog porasta tijekom 2023. u posljednje vrijeme počele blago smanjivati, premda su i nadalje ostale pozitivne.⁷ Drugim riječima, pokazatelj upućuje na to da su profitne marže ublažile ukupne troškove u 2022., kada su uvozne cijene naglo rasle, ali su porasle u 2023. pod povoljnim utjecajem pada uvoznih cijena.

Grafikon A

Stopa rasta profitnih marža zasnovanih na BDP-u (dodanoj vrijednosti) i ukupnoj ponudi

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2023.

Deflator ukupne ponude, kao zamjenska vrijednost za izlazne cijene, upućuje na to da su ukupni cjenovni pritisci u gospodarstvu europodručja donekle zaustavljeni u drugoj polovini 2023. Rast deflatora ukupne ponude bio je snažan

⁶ Velike fluktuacije standardnog pokazatelja profitne marže tijekom i nakon recesije povezane s pandemijom odražavaju velike promjene nekih temeljnih podataka tijekom recesije, primjerice produktivnosti rada.

⁷ Valja napomenuti da su u slučaju jedinične dobiti, koja je još jedan pokazatelj dobiti koji se često rabi u kontekstu analize inflacije, kretanja standardnog pokazatelja (bruto operativnog viška i mješovitog dohotka podijeljenog realnim BDP-om) i odgovarajućeg pokazatelja zasnovanog na ukupnoj ponudi (bruto operativnog viška i mješovitog dohotka podijeljenog realnom ukupnom ponudom) bila vrlo slična tijekom posljednje dvije godine. To ne iznenađuje s obzirom na to da su kretanja uvoznih cijena bila iznimna, za razliku od kretanja obujma uvoza.

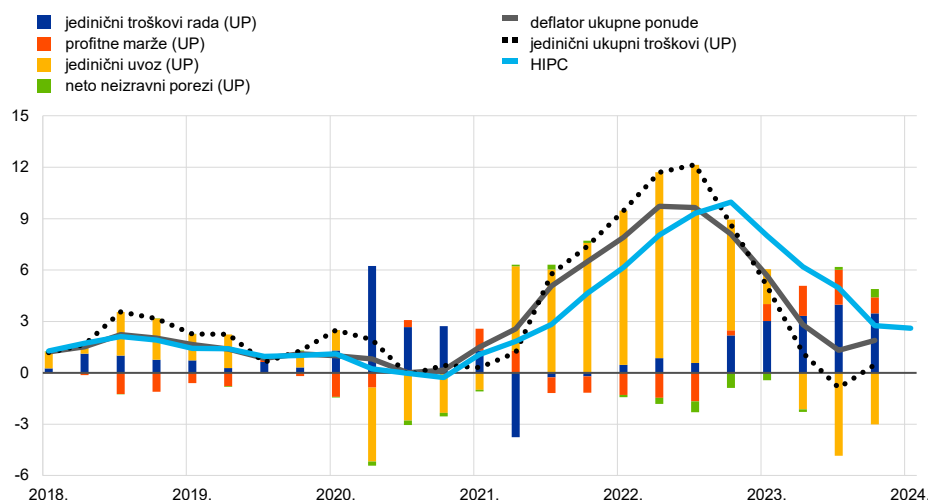
od 2021. do sredine 2022., potom je naglo pao, a u drugom polugodištu 2023. pojavile su se naznake određenog stabiliziranja (Grafikon B, panel a)). Kao i u slučaju deflatora BDP-a (Grafikon B, panel b)), kretanja deflatora ukupne ponude mogu se raščlaniti na komponente. Njegova raščlamba upućuje na izvore rasta i pada ukupnih cjenovnih pritisaka i njihova kretanja tijekom vremena. Pokazuje se da je nagli rast inflacije u početku bio potaknut snažnim povećanjem pritisaka uvoznih (ulaznih) cijena. Nakon toga je, s određenim vremenskim odmakom i u manjoj mjeri, na domaćoj strani uslijedilo povećanje dobiti, a potom i troškova rada. Taj redoslijed upućuje na pozitivan rast profitnih marža na osnovi dodane vrijednosti u vrijeme naglog rasta inflacije, ali i na negativan rast na osnovi ukupne ponude. Isti redoslijed vidljiv je u padu cjenovnih pritisaka, uz obratna kretanja profitnih marža. Uvozni cjenovni pritisci počeli su jenjavati sredinom 2022., a slabljenje cjenovnih pritisaka na domaćoj strani bilo je vidljivo tijekom nekoliko tromjesečja s obzirom na usporavanje rasta dobiti i slabljenje krize uzrokovane pandemijom i energetske krize. Rast jediničnih troškova rada također se počeo blago usporavati u četvrtom tromjesečju 2023.

Grafikon B

Deflator ukupne ponude i deflator BDP-a

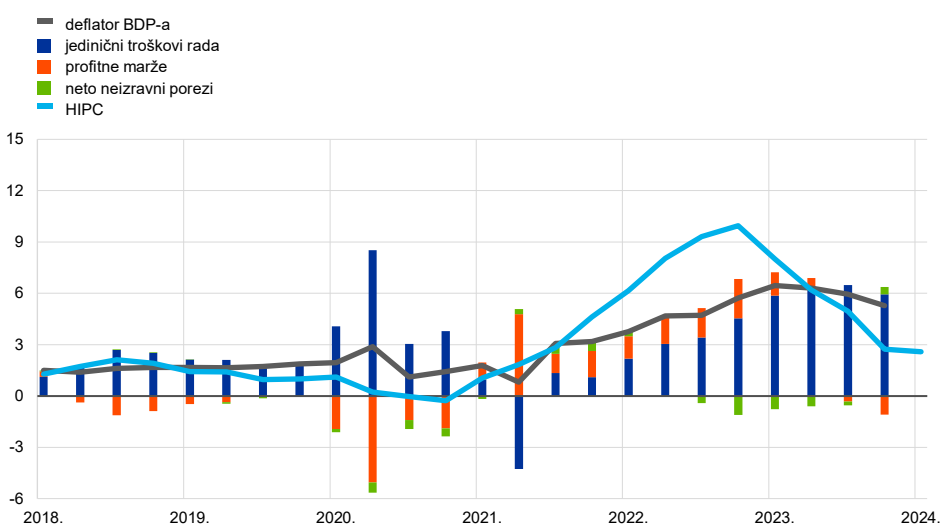
a) deflator ukupne ponude

(godišnje promjene u postotcima)



b) deflator BDP-a

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2024. za HIPC i na četvrto tromjesečje 2023. za ostale podatke. Panel a): jedinični troškovi rada (UP) i jedinični uvoz (UP) prikazani su kao doprinosi u postotnim bodovima jediničnim ukupnim troškovima (UP).

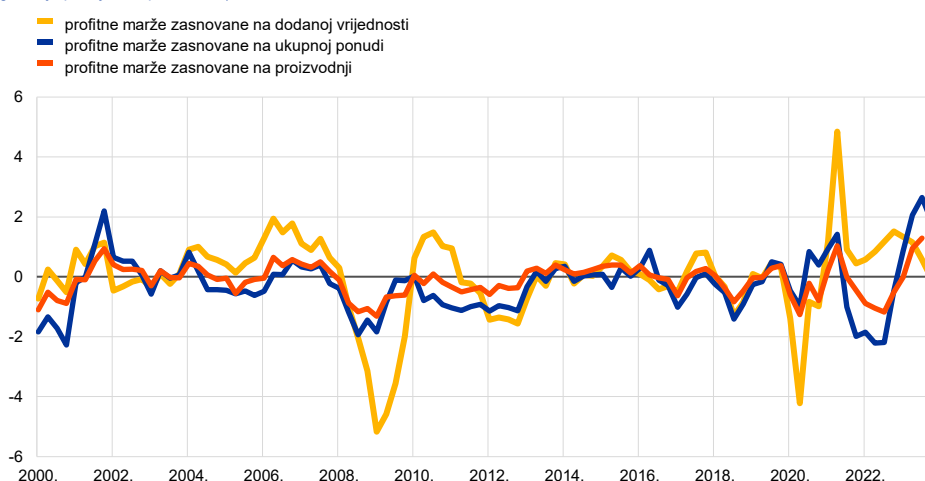
Pokazatelj dobiti zasnovan na „stvarnoj” proizvodnji može se izračunati za ograničen uzorak država europodručja, a njegova kretanja uglavnom slijede kretanja pokazatelja zasnovanih na ukupnoj ponudi. Pokazatelj profitne marže zasnovan na ukupnoj ponudi može biti nesavršena zamjenska vrijednost za pokazatelj zasnovan na proizvodnji ako se uvozne cijene kreću znatno drugačije od cijena intermedijarne potrošnje. Tromjesečni nacionalni računi europodručja pružaju informacije o proizvodnji i intermedijarnoj potrošnji za šest država europodručja, koje

zajedno čine 60 % BDP-a europodručja.⁸ To omogućuje izravnu usporedbu između pokazatelja profitne marže zasnovanih na ukupnoj ponudi i proizvodnji. Kada je riječ o ograničenom uzorku, kretanja tih dvaju pokazatelja bila su blisko povezana tijekom vremena i uglavnom su se podudarala u razdobljima njihova pozitivnog odnosno negativnog rasta, uključujući najnovije razdoblje.⁹ Pokazatelj zasnovan na proizvodnji neznatno je manje kolebljiv, što se djelomično može pripisati činjenici da su cijene intermedijarnih proizvoda u posljednje vrijeme bile malo manje kolebljive od cijena uvoznih proizvoda. To upućuje na to da, za europodručje u cjelini, pokazatelj profitne marže zasnovan na ukupnoj ponudi može biti pouzdana zamjenska vrijednost za pokazatelj profitne marže zasnovan na proizvodnji.

Grafikon C

Stopa rasta profitnih marža zasnovanih na dodanoj vrijednosti, ukupnoj ponudi i proizvodnji za ograničeni uzorak država europodručja

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2023. za pokazatelje zasnovane na dodanoj vrijednosti i ukupnoj ponudi odnosno na treće tromjesečje 2023. za pokazatelj zasnovan na proizvodnji. Ograničeni uzorak država europodručja obuhvaća Njemačku, Estoniju, Grčku, Francusku, Nizozemsku i Finsku.

Ukratko, u razdobljima iznimnih kretanja cijena intermedijarnih ulaznih resursa pokazatelj dobiti zasnovan na ukupnoj ponudi može nadopuniti standardni pokazatelj dobiti zasnovan na dodanoj vrijednosti. Što se tiče sljedećeg razdoblja, nakon relativno velikih odstupanja između tih dvaju pokazatelja u posljednje dvije godine, postupno slabljenje iznimnih kretanja uvoznih cijena vjerojatno će dovesti do bližeg usklađivanja rasta profitnih marža zasnovanih na dodanoj vrijednosti i ukupnoj ponudi s obzirom na smjer njihovih kretanja i pozitivne/negativne razmjere.

⁸ Podatci o proizvodnji i intermedijarnoj potrošnji dostupni su za Njemačku, Estoniju, Grčku, Francusku, Nizozemsku i Finsku.

⁹ Kretanja pokazatelja profitne marže zasnovanog na dodanoj vrijednosti i ukupnoj ponudi na osnovi ograničenog uzorka usporediva su s kretanjima agregatnih podataka europodručja (vidi Grafikon A).

7. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 31. siječnja do 16. travnja 2024.

Priredili: Juliane Kinsele i Vagja Iskaki

U ovom se okviru opisuju likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike Eurosustava tijekom prvog i drugog razdoblja održavanja pričuva u 2024. Ta su dva razdoblja zajedno trajala od 31. siječnja do 16. travnja 2024. („promatrano razdoblje”).

Prosječan višak likvidnosti u bankovnom sustavu europodručja nastavio se smanjivati tijekom promatranog razdoblja. To je bilo posljedica dospjeća sedme operacije u sklopu treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO III.7.) i prijevremenih bankovnih otplata nepodmirenih iznosa u sklopu ostalih operacija TLTRO III 27. ožujka 2024. Puštanje likvidnosti također se smanjilo zbog prestanka reinvestiranja u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (APP) od početka srpnja 2023. Međutim, smanjeno puštanje likvidnosti djelomično je neutralizirano nastavkom smanjivanja neto autonomnih činitelja povlačenja likvidnosti.

Potrebe za likvidnošću

Prosječne dnevne potrebe za likvidnošću bankovnog sustava, definirane kao zbroj neto autonomnih činitelja i obveznih pričuva, smanjile su se za 99,7 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na 1.531,2 mlrd. EUR. To je gotovo u potpunosti rezultat smanjenja neto autonomnih činitelja za 98 mlrd. EUR, odnosno na 1.369,7 mlrd. EUR (vidi odjeljak u Tablici A pod naslovom „Ostale informacije zasnovane na likvidnosti”), koje je, pak, bilo potaknuto smanjenjem autonomnih činitelja povlačenja likvidnosti i povećanjem autonomnih činitelja puštanja likvidnosti. Minimalne obvezne pričuve smanjile su se za 1,7 mlrd. EUR, na razinu od 161,5 mlrd. EUR.

Autonomni činitelji povlačenja likvidnosti smanjili su se za 33,7 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na 2.619,7 mlrd. EUR, uglavnom zbog nastavka smanjivanja depozita koji se ne odnose na operacije monetarne politike i novčanica u optjecaju. Državni depoziti (vidi odjeljak u Tablici A pod naslovom „Obveze”) u promatranom razdoblju bili su niži za prosječno 27,7 mlrd. EUR i iznosili su 154,6 mlrd. EUR. Spomenuto smanjenje rezultat je nastavka normalizacije ukupnog obujma gotovinskih sredstava nacionalnih riznica u Eurosustavu, potaknute i promjenama u remuneraciji državnih depozita koji se drže u Eurosustavu koje su stupile na snagu 1. svibnja 2023. Upravno je vijeće 16. travnja 2024. potvrdilo da je gornja granica za remuneraciju tih depozita eurska kratkoročna kamatna stopa (€STR) umanjena za razliku od 20 baznih bodova, iako nacionalne središnje banke ovisno o domaćim okolnostima mogu donijeti odluku o

primjeni niže stope.¹ Ostali depoziti koji se ne odnose na operacije monetarne politike uključeni u ostale autonomne činitelji također su se nastavili smanjivati.² Zbog normalizacije uvjeta na repo tržištu u okolnostima ublažavanja zabrinutosti glede pitanja nedostatka kolaterala plasiranje depozita koji se ne odnose na operacije monetarne politike na tržištu također je postalo atraktivniji izbor. U promatranom se razdoblju prosječna vrijednost novčanica u optjecaju smanjila za 9,1 mlrd. EUR, odnosno na 1.544,6 mlrd. EUR, što je posljedica kontinuiranog smanjivanja udjela novčanica koje je vidljivo od postupnog prestanka primjene negativnih kamatnih stopa monetarne politike.

Autonomni činitelji puštanja likvidnosti porasli su za 64,1 mlrd. EUR i iznosili su 1.250,3 mlrd. EUR. Neto imovina nominirana u eurima porasla je za 29,3 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, uglavnom zbog daljnjeg smanjivanja obveza prema rezidentima izvan europodručja nominiranima u eurima. To, pak, odražava promjene u strategijama upravljanja gotovinom stranaka u okviru za usluge upravljanja pričuvama Eurosustava (ERMS) jer je promjena stope za remuneraciju depozita koji se drže u okviru ERMS-a na €STR umanjen za 20 baznih bodova stupila na snagu 1. svibnja 2023. i potvrđena je 16. travnja 2024.³ Neto inozemna imovina povećala se za 34,8 mlrd. EUR, ponajprije zbog revalorizacije određenih stavki deviznih pričuva u drugom razdoblju održavanja pričuva koje su porasle za 29,0 mlrd. EUR. To je povećanje međutim neutralizirano revalorizacijskim usklađivanjima uključenima u druge autonomne činitelje.

Tablica A sadržava pregled spomenutih autonomnih činitelja i njihovih promjena.⁴

¹ Vidi „[ECB confirms remuneration ceiling for euro area government deposits and adjusts remuneration of other non-monetary policy deposits](#)”, *priopćenje za javnost*, ESB, 17. travnja 2024.

² Međutim, ostali su se autonomni činitelji neznatno povećali u neto iznosu zbog nižih depozita koji se ne odnose na operacije monetarne politike i povećanja salda na računima revalorizacije.

³ Vidi „[ECB confirms remuneration ceiling for euro area government deposits and adjusts remuneration of other non-monetary policy deposits](#)”, *priopćenje za javnost*, ESB, 17. travnja 2024. **Pogreška! Knjižna oznaka nije definirana.**

⁴ Više pojedinosti o autonomnim činiteljima vidi u članku pod naslovom „[The liquidity management of the ECB](#)”, *Mjesečni bilten*, ESB, svibanj 2002.

Tablica A

Likvidnosni uvjeti u Eurosustavu

Obveze

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 31. siječnja 2024. – 16. travnja 2024.						prethodno promatrano razdoblje: 1. studenoga 2023. – 30. siječnja 2024.	
	prvo i drugo razdoblje održavanja		prvo razdoblje održavanja: 31. siječnja – 12. ožujka 2024.		drugo razdoblje održavanja: 13. ožujka – 16. travnja 2024.		sedmo i osmo razdoblje održavanja	
autonomni činitelji povlačenja likvidnosti	2.619,7	(–33,7)	2.620,9	(–29,4)	2.618,3	(–2,6)	2.653,5	(–67,1)
novčanice u optjecaju	1.544,6	(–9,1)	1.543,2	(–13,5)	1.546,3	(+3,0)	1.553,7	(–6,1)
državni depoziti	154,6	(–27,7)	168,5	(+0,1)	137,8	(–30,7)	182,3	(–40,3)
ostali autonomni činitelji (neto) ¹⁾	920,6	(+3,1)	909,2	(–16,0)	934,3	(+25,1)	917,5	(–20,7)
tekući računi iznad minimalnih obveznih pričuva	7,0	(–1,1)	7,2	(–0,9)	6,8	(–0,5)	8,1	(–1,4)
minimalne obvezne pričuve²⁾	161,5	(–1,7)	161,4	(–1,0)	161,6	(+0,2)	163,2	(–1,8)
novčani depozit	3.421,3	(–99,1)	3.490,9	(+3,5)	3.337,9	(–153,0)	3.520,5	(–94,6)
operacije fine prilagodbe za povlačenje likvidnosti	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Izvor: ESB

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

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

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

Imovina

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 31. siječnja 2024. – 16. travnja 2024.						prethodno promatrano razdoblje: 1. studenoga 2023. – 30. siječnja 2024.	
	prvo i drugo razdoblje održavanja		prvo razdoblje održavanja: 31. siječnja – 12. ožujka 2024.		drugo razdoblje održavanja: 13. ožujka – 16. travnja 2024.		sedmo i osmo razdoblje održavanja	
autonomni činitelji puštanja likvidnosti	1.250,3	(+64,1)	1.232,1	(+14,4)	1.272,1	(+40,0)	1.186,2	(+35,4)
neto inozemna imovina	979,6	(+34,8)	966,5	(+8,1)	995,4	(+29,0)	944,8	(+17,3)
neto imovina nominirana u eurima	270,7	(+29,3)	265,6	(+6,3)	276,7	(+11,1)	241,4	(+18,1)
instrumenti monetarne politike	4.959,5	(–199,9)	5.048,5	(–42,4)	4.852,6	(–195,9)	5.159,4	(–200,0)
operacije na otvorenom tržištu	4.959,5	(–199,9)	5.048,5	(–42,4)	4.852,6	(–195,9)	5.159,4	(–200,0)
kreditne operacije	334,0	(–123,5)	402,1	(–2,0)	252,2	(–149,9)	457,4	(–110,8)
MRO	3,9	(–3,7)	4,8	(–3,1)	2,8	(–2,0)	7,6	(+0,8)
tromjesečni LTRO	6,4	(+2,0)	5,0	(+1,1)	7,9	(+2,9)	4,4	(–3,8)
TLTRO III	323,7	(–121,8)	392,3	(+0,0)	241,5	(–150,8)	445,5	(–107,8)
portfelji izravnih monetarnih transakcija ¹⁾	4.625,5	(–76,5)	4.646,4	(–40,4)	4.600,4	(–46,0)	4.702,0	(–89,3)

	sadašnje promatrano razdoblje: 31. siječnja 2024. – 16. travnja 2024.						prethodno promatrano razdoblje: 1. studenoga 2023. – 30. siječnja 2024.	
	prvo i drugo razdoblje održavanja		prvo razdoblje održavanja: 31. siječnja – 12. ožujka 2024.		drugo razdoblje održavanja: 13. ožujka – 16. travnja 2024.		sedmo i osmo razdoblje održavanja	
mogućnost posudbe na kraju dana	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Izvor: ESB

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

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

Ostale informacije zasnovane na likvidnosti

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 31. siječnja 2024. – 16. travnja 2024.						prethodno promatrano razdoblje: 1. studenoga 2023. – 30. siječnja 2024.	
	prvo i drugo razdoblje održavanja		prvo razdoblje održavanja: 31. siječnja – 12. ožujka 2024.		drugo razdoblje održavanja: 13. ožujka – 16. travnja 2024.		sedmo i osmo razdoblje održavanja	
agregatne potrebe za likvidnošću ¹⁾	1.531,2	(–99,7)	1.550,4	(–45,1)	1.508,1	(–42,3)	1.630,9	(–104,1)
neto autonomni činitelj ²⁾	1.369,7	(–98,0)	1.389,0	(–44,1)	1.346,5	(–42,6)	1.467,7	(–102,3)
višak likvidnosti ³⁾	3.428,3	(–100,2)	3.498,1	(+2,7)	3.344,7	(–153,4)	3.528,5	(–96,0)

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 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 novčanog depozita umanjeno za korištenje mogućnosti posudbe na kraju dana.

Kretanja kamatnih stopa

(prosjeci, postotci i postotni bodovi)

	sadašnje promatrano razdoblje: 31. siječnja 2024. – 16. travnja 2024.				prethodno promatrano razdoblje: 1. studenoga 2023. – 30. siječnja 2024.			
	prvo razdoblje održavanja: 31. siječnja – 12. ožujka 2024.		drugo razdoblje održavanja: 13. ožujka – 16. travnja 2024.		sedmo razdoblje održavanja		osmo razdoblje održavanja	
MRO	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)
mogućnost posudbe na kraju dana	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)
novčani depozit	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)
€STR	3,907	(+0,006)	3,908	(+0,001)	3,903	(+0,00)	3,901	(–0,001)
RepoFunds Rate Euro	3,955	(+0,049)	3,947	(–0,008)	3,945	(+0,019)	3,905	(–0,040)

Izvori: ESB, CME Group i Bloomberg

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

Likvidnost osigurana instrumentima monetarne politike

Prosječan iznos likvidnosti osigurane instrumentima monetarne politike smanjio se za 199,9 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 4.959,5 mlrd. EUR (Grafikon A). Smanjenje likvidnosti bilo je prije svega posljedica daljnjeg smanjenja iznosa osiguranih kreditnim operacijama.

Prosječan iznos likvidnosti osigurane kreditnim operacijama smanjio se za 123,5 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 334 mlrd. EUR.

Spomenuto smanjenje uglavnom odražava smanjenje nepodmirenih iznosa u sklopu operacija TLTRO III zbog dospijeca sedme operacije u sklopu operacija TLTRO III (215,4 mlrd. EUR) i prijevremene otplate ostalih sredstava odobrenih u sklopu operacija TLTRO u iznosu od 35,8 mlrd. EUR 27. ožujka 2024. Istodobno je zabilježeno blago smanjenje ukupnih nepodmirenih iznosa u sklopu standardnih operacija refinanciranja Eurosustava, odnosno glavnih operacija refinanciranja (MRO) i tromjesečnih operacija dugoročnijeg refinanciranja (LTRO). To je bilo uvelike potaknuto smanjenjem glavnih operacija refinanciranja u prosječnom iznosu od 3,7 mlrd. EUR, pri čemu je u segmentu tromjesečnih operacija dugoročnijeg refinanciranja zabilježen rast od 2 mlrd. EUR. Banke su ograničile sudjelovanje u tim operacijama, a njihova sposobnost otplate znatnih iznosa sredstava odobrenih u sklopu operacija TLTRO bez posezanja za redovitim operacijama refinanciranja upućuje na njihove sveukupno dostatne likvidnosne pozicije i dostupnost alternativnih izvora financiranja po atraktivnim stopama.

Prosječan iznos likvidnosti osigurane portfeljima izravnih monetarnih transakcija smanjio se za 76,5 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja. Do tog je smanjenja došlo zbog obustave reinvestiranja glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu APP-a od 1. srpnja 2023. Glavnica dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije u potpunosti se reinvestira jer su neto kupnje obustavljene krajem ožujka 2022.^{5, 6}

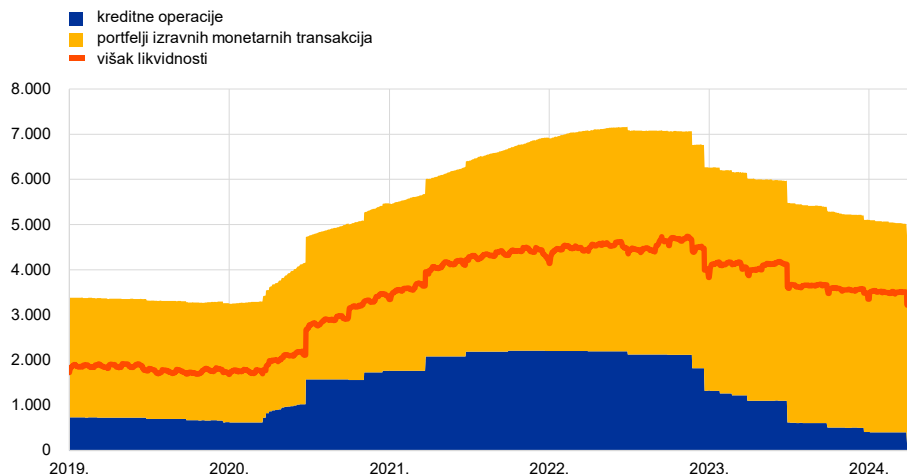
⁵ Vrijednosni papiri koji se drže u portfeljima izravnih monetarnih transakcija iskazuju se po amortiziranom trošku i revaloriziraju na kraju svakog tromjesečja, što također utječe na ukupne prosjeke i promjene u portfeljima izravnih monetarnih transakcija.

⁶ U prosincu 2023. najavljeno je da u drugoj polovini 2024. ESB namjerava tek djelomično reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije.

Grafikon A

Promjene u likvidnosti osiguranoj operacijama na otvorenom tržištu i višku likvidnosti

(mlrd. EUR)



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na 16. travnja 2024.

Višak likvidnosti

Prosječan višak likvidnosti bio je niži za 100,2 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja i iznosio je 3.428,3 mlrd. EUR (Grafikon A). Višak likvidnosti je zbroj

pričuva banaka iznad obveznih pričuva i korištenja mogućnosti novčanog depozita umanjeno za korištenje mogućnosti posudbe na kraju dana. On pokazuje razliku između ukupne likvidnosti osigurane bankovnom sustavu i potreba banaka za likvidnošću radi pokrića minimalnih pričuva. Nakon što je dosegnuo najvišu razinu od 4.748 mlrd. EUR u studenome 2022., prosječan se višak likvidnosti postojano smanjuje, uglavnom zbog dospjeća i prijevremene otplate sredstava u sklopu operacija TLTRO III, pri čemu tom smanjenju također pridonosi obustava reinvestiranja u sklopu APP-a od srpnja 2023.

Kretanja kamatnih stopa

Upravno vijeće zadržalo je tri ključne kamatne stope ESB-a nepromijenjenima tijekom promatranog razdoblja. Kamatne stope za novčani depozit, glavne operacije financiranja i mogućnost posudbe na kraju dana ostale su nepromijenjene i iznosile su 4,00 %, 4,50 % i 4,75 %.

Prosječni €STR bio je uglavnom nepromijenjen tijekom promatranog razdoblja, održavajući stabilnu razliku u odnosu na ključne kamatne stope ESB-a. €STR je bio prosječno za 9,2 bazna boda niži od kamatne stope na novčani depozit tijekom promatranog razdoblja i stoga neznatno viši od prosječne razlike od 9,9 baznih bodova zabilježene tijekom razdoblja održavanja pričuva u 2023. S tim u skladu niži višak likvidnosti nije dosad znatno pridonio rastu €STR-a.

Prosječna repo stopa europodručja, mjerena indeksom RepoFunds Rate Euro, ostala je blizu kamatne stope na novčani depozit. Repo stopa bila je prosječno za 4,9 bazna boda niža od kamatne stope na novčani depozit tijekom promatranog razdoblja te se u odnosu na prethodno razdoblje povećala za oko 2,5 baznih bodova. To je rezultat nastavka promjene u činiteljima koji su od posljednjeg tromjesečja 2023. stvarali pritisak na smanjenje repo stopa. Oni obuhvaćaju ponovno određivanje cijene očekivanja povezanih s kamatnim stopama, što financijske posrednike potiče na zauzimanje dugih pozicija u obveznicama koje su financirane repo poslovima, i veću dostupnost kolaterala, u uvjetima smanjivanja stanja APP-a i oslobađanja mobiliziranoga kolaterala zbog dospjeća iznosa u sklopu operacija TLTRO.

8. Kreditni rizik i uvjeti kreditiranja banaka

Priredili: Francesca Barbiero i Maria Dimou

Kreditni rizik postupno raste u posljednjim tromjesečjima, ali nije dosegnuo razine pogoršanja koje impliciraju glavne mjere kreditnog rizika banaka zasnovane na povijesnim pravilnostima zbog slabih gospodarskih izgleda za europodručje, viših kamatnih stopa i sve većeg broja stečaja. U posljednjim se tromjesečjima bilježi postojan rast udjela neprihodonosnih kredita i širih mjera kreditnog rizika, kao što su dospjele neplaćene obveze u ranoj fazi kašnjenja i prihodonosni krediti uz prepoznat porast kreditnog rizika (kreditni u fazi 2), pri čemu su neke različitosti među državama rezultat, na primjer, različitih izloženosti prema sektorima osjetljivima na promjene kamatnih stopa poput sektora poslovnih nekretnina. Međutim, rast je u cijelosti ostao ograničen.¹ Nadalje, unatoč povećanju kamatnog opterećenja i pogoršanim gospodarskim izgledima vjerojatnost nastanka statusa neispunjavanja obveza glede izloženosti u bilancama banaka neznatno se povećala od početka nedavnog ciklusa pooštavanja monetarne politike.² Zbog postojećih makroekonomskih izgleda prijavljene učestalosti neispunjavanja obveza općenito su ispod razina koje se može očekivati na osnovi povijesnih pravilnosti.³

Povoljnom razvoju kreditnog rizika u bilancama banaka vjerojatno pridonosi i činjenica da su banke od početka ciklusa pooštavanja aktivno realocirale svoje portfelje u smjeru sigurnije imovine (Grafikon A). Kada je riječ o bankovnim portfeljima kredita poduzećima, od kraja 2021., kao što je prikazano u registru kredita u europodručju AnaCredit, uistinu je došlo do pogoršanja kreditne sposobnosti dužnika, što je vjerojatno posljedica većeg kamatnog opterećenja i postupnog slabljenja makroekonomskih uvjeta (Grafikon A, žuti stupci). Očekivalo se da će to potaknuti znatno pogoršanje kreditnih portfelja banaka. Međutim, osim sveobuhvatnog smanjenja ponude kredita od početka pooštavanja monetarne politike, banke selektivno preusmjeravaju odobravanje kredita prema sigurnijim drugim ugovornim stranama u svojim portfeljima kredita poduzećima (Grafikon A, plavi stupci). Tom se ponovnom uspostavom ravnoteže više nego dovoljno kompenzira pasivno pogoršanje kvalitete izloženosti banaka koje proizlazi iz promjena u kreditnoj sposobnosti postojećih drugih ugovornih strana. Zbog toga je udio manje rizičnih kredita u portfeljima kredita poduzećima (Grafikon A, plavi krugovi) zapravo porastao, pa je pogoršanje ukupne kvalitete neotplaćenih kredita bilo manje od očekivanog. To je u skladu i s rastom nesklonosti riziku koji banke iskazuju u anketi o kreditnoj aktivnosti banaka u europodručju od početka ciklusa pooštavanja te s povećanom percepcijom rizika.⁴ Učinak sigurnije i potencijalno likvidnije imovine, koja se smatra atraktivnijom, vidljiv je i u ponovnoj uspostavi

¹ Vidi, primjerice, serije za [neprihodonosne kredite](#) i za [kredite u fazi 2](#) u statističkim podacima ESB-a o nadzoru banaka.

² Vidi, primjerice, okvir pod naslovom „Corporate vulnerabilities as reported by firms in the SAFE”, *Ekonomski bilten*, broj 1, ESB, 2024.

³ Vidi također af Jochnick, Kerstin „The single supervisor ten years on: experience and way forward”, *LBBW Fixed Income Forum*, Frankfurt, 13. ožujka 2024. i „Euro area banking sector”, *Pregled financijske stabilnosti*, ESB, svibanj 2024.

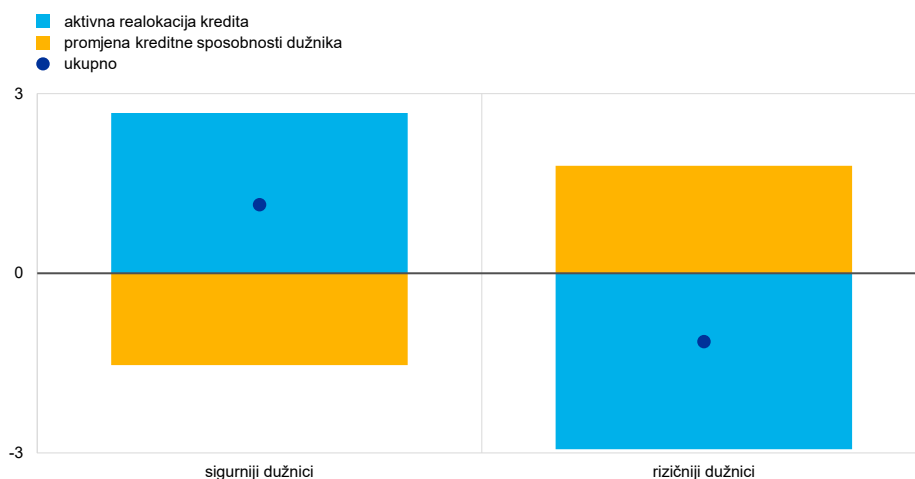
⁴ Vidi „The euro area bank lending survey – first quarter of 2024”, ESB, travanj 2024.

ravnoteže u imovini banaka držanjem vrijednosnih papira umjesto kredita, što je obrazac koji u velikoj mjeri odražava sekuritizacijsku aktivnost.⁵

Grafikon A

Raščlamba kretanja u bankovnim portfeljima kredita poduzećima između četvrtog tromjesečja 2021. i četvrtog tromjesečja 2023.

(promjene u udjelima obujma kredita i doprinosima, postotni bodovi)



Izvori: ESB (AnaCredit) i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje kumulativne tromjesečne promjene udjela kredita koji pripadaju svakoj kategoriji dužnika od prvog tromjesečja 2022. do četvrtog tromjesečja 2023. Kategorije dužnika odražavaju mapiranje ostvarenih stopa neispunavanja obveza i rejtinga koje su dodijelile agencije za kreditni rejting. „Sigurniji dužnici” obuhvaćaju dužnike s vjerojatnošću nastanka statusa neispunavanja obveza do 5 %. „Rizičniji dužnici” obuhvaćaju dužnike s vjerojatnošću nastanka statusa neispunavanja obveza većom od 5 %. Izračuni su zasnovani na nepodmirenim iznosima kredita koje su banke europskog područja odobrile rezidentima europskog područja. Definicije su u skladu s Uredbom ESB/2021/2 (uredba o bilančnim stavkama). Plavi se stupci odnose na kumulativne tromjesečne promjene udjela kredita unutar svake kategorije, izračunate uz primjenu vjerojatnosti nastanka statusa neispunavanja obveza zabilježene u prethodnom tromjesečju.

Realokacija portfelja banaka prema sigurnijoj imovini može se pripisati njihovim pokušajima da trošak kreditnog rizika ograniče izbjegavanjem snažnijeg rasta rezervacija za gubitke po kreditima i širih mjera kreditnog rizika. Nakon što je dosegnuo rekordne razine u razdoblju nakon globalne

financijske krize i krize državnog duga, trošak kreditnog rizika ostao je ograničen tijekom posljednjih godina (Grafikon B, zeleno područje).⁶ Zbog povećanoga nadzornog pritiska banke su poduzele skupe napore kako bi očistile svoje bilance i suočile su se s kontinuiranim preispitivanjem svojih praksa upravljanja rizicima. Troškovi povezani s kreditnim rizikom, u kombinaciji s drugim operativnim neučinkovitostima, pridonijeli su niskim razinama profitabilnosti, visokom trošku vlasničkoga kapitala i manjoj raspodjeli kapitala u godinama prije nedavnog ciklusa pooštavanja, a posebno tijekom prošlih kriza. Stoga bi naglašeni stavovi o nesklonosti prema riziku bili u skladu s nastojanjima banaka da ograniče trošak kreditnog rizika kako bi dosegnule razine profitabilnosti koje bi im omogućile nastavak raspodjele kapitala ulagačima.⁷ Trenutačno su zbog tih prilagodljivih bankovnih strategija rezervacije za gubitke po kreditima i šire mjere kreditnog rizika i

⁵ Ponovna uspostava ravnoteže u imovini banaka prema vrijednosnim papirima od kraja 2021. nije bila povezana s promjenama ukupnog profila rizičnosti kreditnih portfelja.

⁶ U tom kontekstu trošak kreditnog rizika odgovara zbroju kapitalnih zahtjeva i očekivanih (kreditnih) gubitaka.

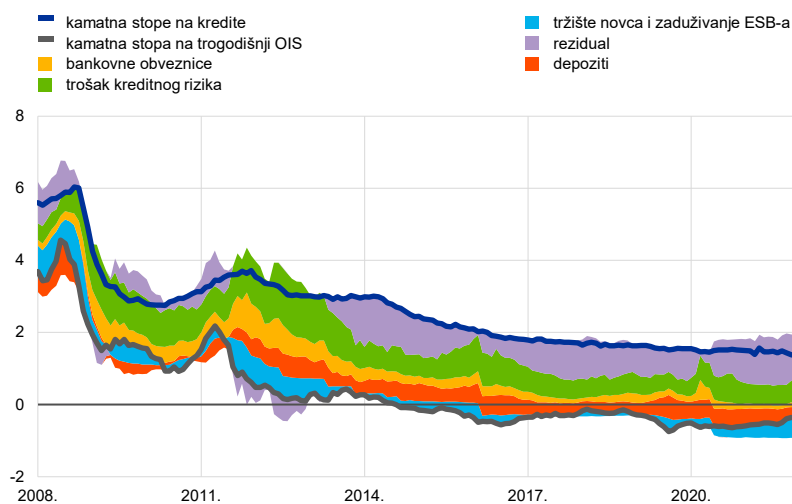
⁷ Vidi okvir pod naslovom „Raspodjela kapitala banaka i implikacije za monetarnu politiku”, Ekonomski bilten, broj 6, ESB, 2023.

nadalje ograničene, unatoč ponovnom preispitivanju nadzornih tijela i tržišta. Iz istog su razloga rezervacije za gubitke po kreditima i mjere kreditnog rizika u bilancama banaka djelomično izgubile sposobnost da u potpunosti odražavaju razinu na kojoj je pooštavanje monetarne politike utjecalo na poduzeća i kućanstva. Navedeno upućuje na to da je potreban sveobuhvatniji pristup transmisiji monetarne politike na realno gospodarstvo. Vjerojatno također odražava činjenicu da su bilance poduzeća i kućanstava bile u dobrom stanju na početku ciklusa pooštavanja, što je, zajedno s visokom profitabilnosti i stopom zaposlenosti, možda spriječilo snažnije pogoršanje kreditne sposobnosti.

Grafikon B

Kamatna stopa na kredite nefinancijskim društvima i njezine sastavnice

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: ESB (bilančne stavke, statistički podatci o kamatnim stopama monetarnih financijskih institucija), Bloomberg, Moody's i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje raščlambu realizirane kamatne stope na kredite nefinancijskim društvima (plava crta) na doprinose sastavnica troška banaka. Rezidual između realizirane kamatne stope na kredite i različitih sastavnica troška određuje mjeru posredničke marže. Troškovi depozita, bankovnih obveznica i tržišta novca te zaduživanja ESB-a prikazani su kao razlike u odnosu na baznu kamatnu stopu, tj. kamatnu stopu na trogodišnje prekonoćne kamatne ugovore o razmjeni (OIS) (crna crta), i ponderirani su prema njihovoj važnosti u strukturi financiranja banaka. Posljednji podatci odnose se na prosinac 2023.

Empirijski dokazi upućuju na to da su banke postale opreznije pri alokaciji kredita zbog regulatornih i nadzornih činitelja (Grafikon C, panel a)).

Pojačana nadzorna kontrola potiče banke da u kreditnim aktivnostima zauzmu stav veće nesklonosti prema riziku.⁸ Kako se regulatorni pritisak povećava, banke postaju sve više motivirane zadovoljiti standarde adekvatnosti kapitala i smanjiti izloženosti prema rizičnoj imovini. Banke stoga strateški realociraju kredite prema sigurnijim dužnicima ili manje rizičnoj imovini kako bi ispunile regulatorne zahtjeve i odgovorile na nadzorni pritisak te izbjegle neželjena naknadna povećanja rezervacija za gubitke po kreditima. Uloga regulatornog i nadzornog pritiska vidljiva je iz odgovora banaka na pitanje iz ankete o kreditnoj aktivnosti banaka o učinku nadzornih ili regulatornih mjera na standarde odobravanja kredita u proteklih 12 mjeseci. Empirijska analiza upućuje na to da su banke, koje su navele da su nadzorne ili regulatorne mjere imale učinak pooštavanja, znatno smanjile kreditiranje rizičnijih dužnika u usporedbi s

⁸ Altavilla, C., Boucinha, M., Peydró, J. L. i Smets, F., „Banking supervision, monetary policy and risk taking: big data evidence from 15 credit registers”, *Working Paper Series*, br. 2349, ESB, siječanj 2020.

kreditiranjem sigurnijih dužnika tijekom promatranog razdoblja.⁹ Preciznije rečeno, banka koja je pooštrila standarde odobravanja kredita zbog nadzornog i regulatornog pritiska u istoj mjeri kao prosječna banka između 2021. i 2023. (kumulativni neto postotak od 20 %) smanjila je kreditiranje rizičnijih dužnika za 3 postotna boda, pri čemu je ukupno smanjenje obujma kredita u uzorku rizičnijih dužnika iznosilo 9,8 % tijekom promatranog razdoblja. To ide u prilog pretpostavci da su banke, zbog kontinuirane kontrole bonitetnih tijela, možda bile razborite pri alokaciji kredita dužnicima sa slabim izgledima za otplatu, neovisno o činjenici da su i drugi činitelji, poput manje potražnje za kreditima, možda imali važnu ulogu za te dužnike.

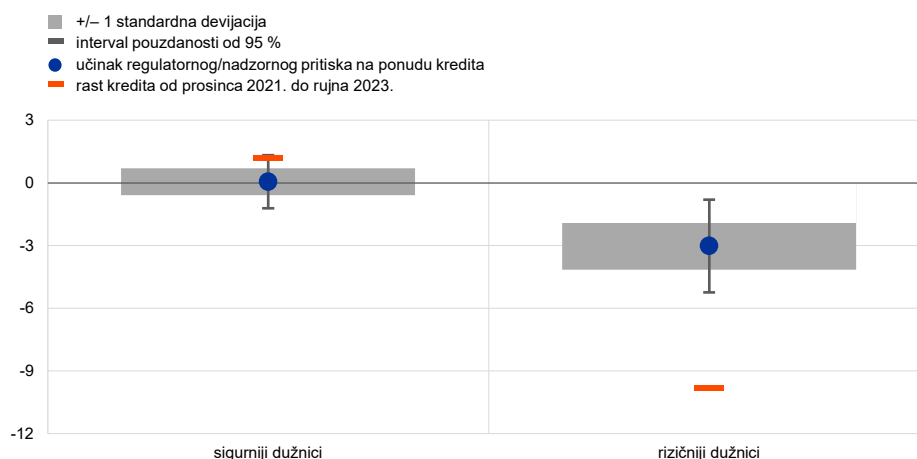
⁹ Kako bismo testirali alternativna objašnjenja koja bi mogla poduprijeti ponašanje banaka kada je riječ o kreditnom riziku, konstruirali smo skup podataka na razini banka-poduzeće povezivanjem AnaCredita s pojedinačnim odgovorima banaka na pitanja iz ankete o kreditnoj aktivnosti banaka te s bilančnim pozicijama iz statističkih podataka o pojedinačnim bilančnim stavkama. Usredotočili smo se na promjenu obujma kredita na razini para banka-poduzeće između prosinca 2021., prije ciklusa pooštavanja, i rujna 2023. Kako bismo opisali činitelje koji su utjecali na promjenu relativne alokacije kredita *ex ante* sigurnijim ili rizičnijim dužnicima u tom razdoblju, primijenili smo standardni empirijski pristup koji nam je omogućio da u identificiranje šokova ponude bankovnih kredita uključimo pojedinačne parove banka-poduzeće, pretpostavljajući da šokovi na sličan način utječu na poduzeća unutar iste industrije, lokacije i veličine (vidi Degryse, H., De Jonghe, O., Jakovljević, S., Mulier, K. i Schepens, G., „Identifying credit supply shocks with bank-firm data: Methods and applications”, *Journal of Financial Intermediation*, sv. 40, listopad 2019.). Zatim smo odredili regresijski model presjeka u koji smo uključili kontrole za banke i poduzeća, kao što su veličina banke i starost poduzeća, te fiksne učinke industrije, lokacije i veličine, kako je prethodno opisano.

Grafikon C

Empirijski dokazi o činiteljima koji su utjecali na alokaciju ponude kredita

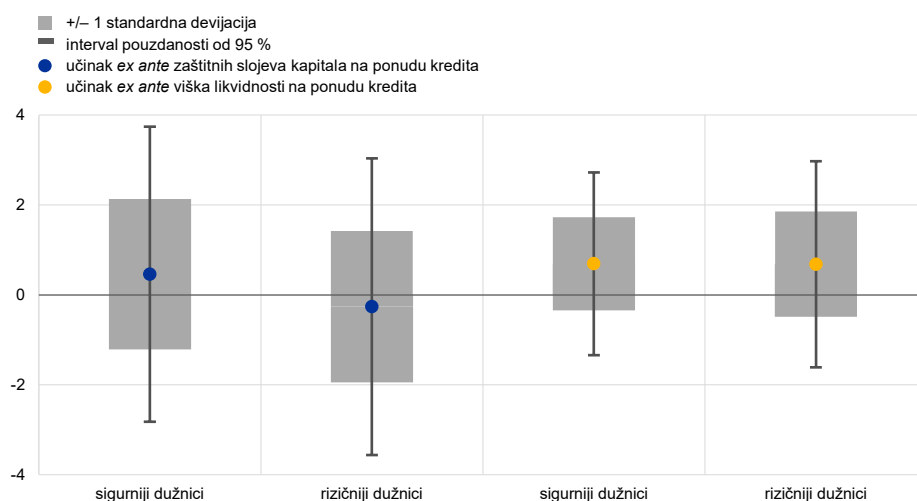
a) učinak regulatornog/nadzornog pritiska

(postotni bodovi, *ex ante* obujmovi kredita)



b) učinak *ex ante* zaštitnih slojeva kapitala i viška likvidnosti

(postotni bodovi, *ex ante* obujmovi kredita)



Izvori: ESB (pojedinačne bilančne stavke, AnaCredit), anketa o kreditnoj aktivnosti banaka, nadzorno izvješćivanje ESB-a i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje regresijske koeficijente: $rast\ kredita_{b,f} = rizičniji_f + \beta^1 sigurniji_f \times X_b + \beta^2 rizičniji_f \times X_b + Y_b + Z_f + Y_{ILS} + \epsilon_{b,f}$, gdje je $rast\ kredita_{b,f}$ (log) promjene obujma kredita na razini banka-poduzeće između prosinca 2021. i rujna 2023. $sigurniji_f$ i $rizičniji_f$ komplementarne su indikatorske varijable jednake 1 ako je *ex ante* vjerojatnost nastanka statusa neispunjava obveza dužnika veća (manja) od 5%. X_b je varijabla jednaka 1 ako su nadzorne ili regulatorne mjere u prethodnih 12 mjeseci imale učinak pooštavanja na standarde odobravanja kredita (panel a) ili *ex ante* zaštitni sloj kapitala ili omjer viška likvidnosti i imovine (panel b). Regresija uključuje kontrole za banke i poduzeća (Y_b i Z_f), kao što su veličina banke i starost poduzeća, te fiksne učinke industrije, lokacije i veličine (Y_{ILS}). Standardne pogreške grupirane su na razini banaka. Koeficijenti su preračunati prema kumuliranom neto pooštavanju standarda odobravanja kredita zbog regulatornog/nadzornog pritiska tijekom razdoblja 2021. – 2023., uprosječno za kredite malim i srednjim poduzećima te velikim poduzećima, kako je navedeno u anketi o kreditnoj aktivnosti banaka.

Nasuprot tome, čini se da snaga bilanca i apsorpcijski kapacitet banaka prije ciklusa pooštavanja nisu znatno utjecali na kvalitativnu alokaciju kredita (Grafikon C, panel b)). Dostatni zaštitni slojevi kapitala i likvidnosti utječu na način na koji se ostvaruje transmisija monetarne politike i mogu utjecati na upravljanje

kreditnim rizikom u bankama.¹⁰ Na početku nedavnog ciklusa pooštavanja banke su imale visoke razine likvidnosti te su njihovi zaštitni slojevi kapitala znatno premašivali regulatorne zahtjeve. To je bilo rezultat višegodišnjega strogoga regulatornog i nadzornog okvira koji je bankovni sustav europodručja učinio otpornijim na šokove poput previranja u bankarskom sektoru u ožujku 2023. Međutim, čini se da *ex ante* razine zaštitnih slojeva kapitala i omjera viška likvidnosti ne daju relevantno objašnjenje za promjene u alokaciji kredita sigurnijim i rizičnim dužnicima tijekom ciklusa pooštavanja, pri čemu se, kao što je već spomenuto, čini da regulatorni i nadzorni pritisak ipak ima važnu ulogu.

¹⁰ Posebice, očekivalo se da će realokacija kredita od rizičnijih prema sigurnijim dužnicima biti manje zastupljena među bankama s višim razinama kapitala i viška likvidnosti, što je u skladu s nalazima autora Gambacorta, L. i Shin, H. S., „Why bank capital matters for monetary policy”, *Journal of Financial Intermediation*, sv. 35, srpanj 2018., str. 17 – 29.

© **Europska središnja banka, 2024.**

Poštanska adresa 60640 Frankfurt na Majni, Njemačka

Telefon +49 69 1344 0

Mrežne stranice www.ecb.europa.eu

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

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

Krajnji datum za statističke podatke uključene u ovo izvješće bio je 5. lipnja 2024.

PDF

ISSN 2363-3603, QB-BP-24-004-HR-N