



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

Ekonomski bilten

Broj 6/2024.



Sadržaj

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja	2
Pregled	2
1. Vanjsko okružje	7
2. Gospodarska aktivnost	13
3. Cijene i troškovi	21
4. Kretanja na financijskim tržištima	28
5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja	34
6. Fiskalna kretanja	40
Okviri	43
1. Rast produktivnosti rada u europodručju i u Sjedinjenim Američkim Državama: kratkoročna i dugoročna kretanja	43
2. Računovodstveno praćenje doprinosa prirode gospodarskoj aktivnosti europodručja	48
3. Zašto su kućanstva europodručja još pesimistična i koje su implikacije za osobnu potrošnju?	53
4. Rezultati ankete vodećih poduzeća o trendovima na tržištu rada i prihvatanju generativne umjetne inteligencije	58
5. Najnovija kretanja plaća i uloga rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće	63
6. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 17. travnja do 23. srpnja 2024.	69
7. Dinamika novčane mase i kredita u europodručju i usporedba s kretanjima u Sjedinjenim Američkim Državama	75

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja

Pregled

Na sastanku održanom 12. rujna 2024. Upravno vijeće odlučilo je smanjiti kamatnu stopu na novčani depozit, odnosno stopu kojom usmjerava stajalište monetarne politike, za 25 baznih bodova. Na temelju svoje nove ocjene inflacijskih izgleda, dinamike temeljne inflacije i jačine transmisije monetarne politike zaključilo je da je primjereno poduzeti sljedeći korak u ublažavanju restriktivnosti monetarne politike.

Novi podatci o inflaciji uglavnom su u skladu s očekivanjima i makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz rujna 2024. potvrđuju prethodnu ocjenu inflacijskih izgleda. Stručnjaci ESB-a predviđaju da će ukupna inflacija prosječno iznositi 2,5 % u 2024., 2,2 % u 2025. i 1,9 % u 2026., što je u skladu s makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2024. Očekuje se da će inflacija ponovno porasti u nastavku godine, djelomično zato što prethodna velika smanjenja cijena energije više neće biti obuhvaćena izračunom godišnjih stopa. Inflacija bi se potom trebala smanjivati prema ciljnoj razini Upravnog vijeća u drugoj polovini sljedeće godine. Projekcije temeljne inflacije za 2024. i 2025. revidirane su blago naviše jer je inflacija cijena usluga viša od očekivane. No stručnjaci ESB-a i dalje očekuju ubrzan pad temeljne inflacije, s 2,9 % ove godine na 2,3 % u 2025. i 2,0 % u 2026.

Domaća inflacija i dalje je visoka jer nastavlja se povećani rast plaća. Međutim, pritisci troškova rada sve su umjereniji i dobit djelomično neutralizira utjecaj većih plaća na inflaciju. Uvjeti financiranja i dalje su restriktivni, a gospodarska aktivnost i dalje je slaba zbog slabe osobne potrošnje i ulaganja. Stručnjaci ESB-a predviđaju da će gospodarska aktivnost rasti po stopi od 0,8 % u 2024., 1,3 % u 2025. i 1,5 % u 2026. Riječ je o blagoj reviziji naniže u odnosu na lipanjske projekcije, koja uglavnom proizlazi iz slabijeg doprinosa domaće potražnje u sljedećih nekoliko tromjesečja.

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 nastaviti 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.

Gospodarska aktivnost

Gospodarska aktivnost, koja je u prvom tromjesečju rasla po stopi od 0,3 %, u drugom je tromjesečju rasla po stopi od 0,2 %, što je manje nego što je predviđeno u makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2024. Najveći doprinos rastu dali su neto izvoz i državna potrošnja. Privatna domaća potražnja smanjila se u uvjetima smanjenja potrošnje kućanstava, poslovnih ulaganja i ulaganja u stambene nekretnine. Doprinos usluga rastu bio je pozitivan, a doprinos industrije i građevinarstva negativan. Prema anketnim pokazateljima na oporavak i dalje utječu određeni negativni činitelji.

Tržište rada i dalje je otporno. Stopa nezaposlenosti u srpnju je ostala uglavnom nepromijenjena i iznosila je 6,4 %. Istodobno se rast zaposlenosti, koji je u prvom tromjesečju iznosio 0,3 %, usporio na 0,2 % u drugom tromjesečju. Novi anketni pokazatelji upućuju na zaključak da je potražnja za radnom snagom sve umjerenija i da se stopa slobodnih radnih mjesta smanjila na razine bliže onima zabilježenima prije pandemije.

Najnoviji pokazatelji upućuju na zaključak da će se rast nastaviti u kratkoročnom razdoblju, ali po stopama koje će biti niže od očekivanih u makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2024. Trebao bi se nastaviti rast realnoga raspoloživog dohotka potaknut snažnim rastom plaća. Zajedno s postupnim jačanjem povjerenja, to bi trebalo biti osnova za oporavak koji se u prvom redu temelji na potrošnji. Međutim, doprinos potrošnje malo je slabiji nego što je predviđeno u projekcijama iz lipnja jer najnoviji podatci i ankete upućuju na još smanjeno povjerenje potrošača i povećanu namjeravanu štednju kućanstava. Na slabiji zamah rasta upućuju i najnoviji podatci o poslovnom ulaganju. Bez obzira na to, domaću potražnju poduprijet će slabljenje učinaka prošlog pooštavanja monetarne politike i pretpostavljeno daljnje ublažavanje uvjeta financiranja u skladu s tržišnim očekivanjima povezanim s budućim kretanjem kamatnih stopa. Osim toga, predviđeni rast inozemne potražnje podupire izgledi za izvoz europodručja. Smatra se da će tržište rada ostati otporno i očekuje se da će stopa nezaposlenosti ostati na povijesno niskim razinama. 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 0,8 % u 2024. te da će dosegnuti 1,3 % u 2025. i 1,5 % u 2026. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2024. izgledi za rast BDP-a revidirani su neznatno naniže za sve godine projekcijskog razdoblja.

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. U izvješću o budućnosti europske konkurentnosti Marija Draghija i izvješću o osnaživanju jedinstvenog tržišta Enrica Lette ističe se hitna potreba za reformom i predlažu koraci kojima će se ona postići. Provedba revidiranog okvira gospodarskog upravljanja EU-a u cijelosti, transparentno i bez odgode pomoći će vladama u održivom smanjivanju

proračunskog manjka i omjera duga i BDP-a. Vlade bi sad trebale odlučno krenuti u tom smjeru u srednjoročnim planovima fiskalnih i strukturnih politika.

Inflacija

Prema brzoj procjeni Eurostata godišnja inflacija smanjila se s 2,6 % u srpnju na 2,2 % u kolovozu. Cijene energije, koje su prethodnog mjeseca porasle po godišnjoj stopi od 1,2 %, smanjile su se po godišnjoj stopi od 3,0 %. Inflacija cijena hrane blago je porasla u kolovozu, i to na 2,4 %. Inflacija cijena robe i inflacija cijena usluga kretale su se u suprotnim smjerovima. Inflacija cijena robe smanjila se s 0,7 % u srpnju na 0,4 %, a inflacija cijena usluga porasla je s 4,0 % na 4,2 %.

Većina mjera temeljne inflacije u srpnju je uglavnom ostala nepromijenjena. Domaća inflacija tek se blago smanjila, s 4,5 % u lipnju na 4,4 %, pri čemu su snažni cjenovni pritisci u prvom redu povezani s plaćama. U nastavku godine rast dogovorenih plaća ostat će snažan i kolebljiv zbog znatnog utjecaja jednokratnih isplata u određenim državama i postupnosti prilagodbe plaća. Istodobno, troškovi rada, općenito govoreći, umjerenije rastu. Rast naknade po zaposlenom u drugom se tromjesečju dodatno smanjio na 4,3 %, što je četvrto uzastopno smanjenje, i stručnjaci ESB-a predviđaju znatno ponovno usporenje sljedeće godine. Unatoč slaboj produktivnosti, jedinični troškovi rada, koji su u prvom tromjesečju rasli po stopi od 5,2 %, u drugom su tromjesečju rasli po stopi od 4,6 %. Stručnjaci ESB-a očekuju da će se rast jediničnih troškova rada nastaviti smanjivati tijekom projekcijskog razdoblja zbog slabijeg rasta plaća i oporavka produktivnosti. Naposljetku, dobit i dalje djelomično neutralizira utjecaj većih troškova rada na inflaciju.

Manji pritisci troškova rada i postupni prijenos utjecaja prošlog pooštavanja monetarne politike na potrošačke cijene trebali bi pridonijeti dezinflaciji. Većina mjera dugoročnih inflacijskih očekivanja na razini je od oko 2 %, a mjere zasnovane na tržišnim pokazateljima smanjile su se i približile toj razini u razdoblju od sastanka Upravnog vijeća 18. srpnja 2024.

Predviđa se da će se ukupna inflacija, koja se nedavno smanjila, malo povećati u posljednjem tromjesečju ove godine te da će se do kraja 2025. smanjiti na ciljnu razinu. Očekivano povećanje u kratkoročnom razdoblju uglavnom je posljedica baznih učinaka cijena energije. Inflacija cijena energije trebala bi se u srednjoročnom razdoblju ustaliti na niskim pozitivnim stopama s obzirom na tržišna očekivanja povezana s cijenama energenata i veleprodajnim cijenama te na planirane fiskalne mjere povezane s klimatskim promjenama. Inflacija cijena hrane u posljednjim se tromjesečjima znatno smanjila jer zbog nižih cijena energenata i prehrambenih sirovina slabe pritisci proizvođačkih troškova. Očekuje se da se inflacija cijena hrane uglavnom neće znatnije mijenjati prije nego što se krajem 2025. ponovno počne smanjivati. Inflacija bez energije i hrane trebala bi ostati viša od ukupne inflacije u većem dijelu projekcijskog razdoblja, ali njezino smanjivanje trebalo bi se nastaviti. Inflacija cijena usluga ostala je stabilno visoka posljednjih mjeseci. Međutim, i dalje se očekuje njezino postupno smanjivanje u nastavku projekcijskog razdoblja pod utjecajem slabljenja rasta plaća i drugih troškovnih pritisaka dok se odgođeni učinak

prošlog pooštavanja monetarne politike bude i dalje prenosio na potrošačke cijene. Tijekom posljednjih tromjesečja rast nominalnih plaća počeo se smanjivati s povišenih razina, i to više nego što se predviđalo. U sljedećim se godinama očekuje daljnje postupno slabljenje rasta plaća jer će nastaviti slabjeti pozitivni utjecaj pritiska povezanih s naknadom za inflaciju u uvjetima nestašice radne snage na tržištu rada. Jačanje rasta produktivnosti trebalo bi pridonijeti ublažavanju pritiska troškova rada. Nadalje, rast dobiti znatno je oslabio i djelomično će ublažiti prijenos troškova rada na cijene, posebno u kratkoročnom razdoblju. Općenito govoreći, u makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2024. predviđa se da će se godišnja prosječna stopa ukupne inflacije smanjiti s 5,4 % u 2023. na 2,5 % u 2024., 2,2 % u 2025. i 1,9 % u 2026. Izgledi za ukupnu inflaciju nisu promijenjeni u odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2024. Inflacija bez energije i hrane posljednjih je mjeseci bila malo viša nego što se očekivalo, što je dovelo do manjih revizija naviše za 2024. i 2025.

Procjena rizika

Rizici za gospodarski rast i dalje su pretežno negativni. Manja potražnja za izvozom europodručja, primjerice zbog slabijega svjetskoga gospodarstva ili zaoštavanja trgovinskih napetosti između velikih gospodarstava, nepovoljno bi utjecala 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 odgođeni učinci pooštavanja 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 izazvati poremećaje 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 u slučaju da nepovoljan utjecaj monetarne politike na potražnju bude veći od očekivanoga ili se gospodarsko okružje u ostatku svijeta neočekivano pogorša.

Financijski i monetarni uvjeti

Tržišne kamatne stope znatno su se smanjile od sastanka Upravnog vijeća 18. srpnja 2024., i to prije svega zbog slabijih izgleda za globalni rast i manje zabrinutosti u vezi s pritiscima na inflaciju. Zbog napetosti na globalnim tržištima tijekom ljeta financijski su se uvjeti privremeno pooštrili u rizičnijim tržišnim segmentima.

Općenito govoreći, troškovi financiranja i dalje su restriktivni jer se utjecaj prošlih povećanja ključnih kamatnih stopa na temelju odluka Upravnog vijeća nastavlja prenositi u lancu transmisije. U srpnju su ostale visoke prosječna kamatna stopa na nove kredite poduzećima, koja je iznosila 5,1 %, i prosječna stopa na nove hipotekarne kredite, koja je iznosila 3,8 %.

Nastavlja se slab rast kredita u uvjetima slabe potražnje. Godišnja stopa rasta bankovnog kreditiranja poduzeća u srpnju je iznosila 0,6 %, što je blago smanjenje u odnosu na lipanj, a godišnja stopa rasta kreditiranja kućanstava blago se povećala na 0,5 %. Stopa rasta najširega monetarnog agregata (M3) u srpnju je bila jednaka kao u lipnju i iznosila je 2,3 %.

Odluke o monetarnoj politici

Na sastanku održanom 12. rujna 2024. Upravno vijeće odlučilo je smanjiti kamatnu stopu na novčani depozit za 25 baznih bodova. Stopa na novčani depozit stopa je kojom Upravno vijeće usmjerava stajalište monetarne politike. Nadalje, kao što je najavljeno 13. ožujka 2024. nakon preispitivanja operativnog okvira, razlika između kamatne stope za glavne operacije refinanciranja i stope na novčani depozit iznosi 15 baznih bodova. Razlika između stope za mogućnost posudbe na kraju dana i stope za glavne operacije refinanciranja ostala je nepromijenjena i iznosi 25 baznih bodova. U skladu s tim kamatna stopa na novčani depozit smanjena je na 3,50 %. Kamatna stopa za glavne operacije refinanciranja smanjena je na 3,65 %, a kamatna stopa za mogućnost posudbe na kraju dana na 3,90 %. Promjene su stupile na snagu 18. rujna 2024.

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

Eurosustav više ne reinvestira u cijelosti glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase programme*, PEPP). Portfelj PEPP-a mjesečno će se smanjivati 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 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

Globalni je rast u drugom tromjesečju 2024. bio otporan te se očekuje da će i u trećem tromjesečju ostati stabilan. Međutim, najnoviji podatci upućuju na to da se prerađivačka industrija usporava uz još uvijek restriktivnu monetarnu politiku. Ti signali, s povećanim geopolitičkim napetostima i kolebljivošću na financijskim tržištima, upućuju na moguće intenziviranje nepovoljnih utjecaja na rast u kratkoročnom razdoblju. Prognoza globalnog rasta i inflacije obuhvaćena makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2024. u glavnim crtama ostaje nepromijenjena u odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2024. Za ovu godinu predviđa se i oporavak globalne trgovine te nakon toga njezin daljnji rast više u skladu s globalnom aktivnošću. Za 2024. globalna trgovina blago je revidirana naviše kao posljedica snažnijih ostvarenja u drugom tromjesečju, ali izgledi u kratkoročnom razdoblju obuhvaćeni projekcijama iz rujna upućuju na to da se snažan rast zabilježen u drugom tromjesečju neće održati. Tijekom projekcijskog razdoblja očekuje se postupno smanjivanje inflacije u svim razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju.

Zamah globalnog rasta i dalje je pozitivan, ali nepovoljni bi se utjecaji mogli intenzivirati u kratkoročnom razdoblju. Globalni (isključujući europodručje) kompozitni indeks PMI za proizvodnju neznatno je porastao na 53,2 u kolovozu u odnosu na 53,0 u srpnju. Tome su pridonijele iznadprosječne razine indeksa proizvodnje uslužnog sektora, dok se proizvodnja sektora prerađivačke industrije smanjila na razinu tek iznad neutralnog praga (Grafikon 1.).¹ To smanjenje odražava izraženo usporavanje aktivnosti u prerađivačkoj industriji u Sjedinjenim Američkim Državama u kolovozu, dok se proizvodnja u prerađivačkoj industriji u Kini u kolovozu neznatno poboljšala nakon snažnog smanjenja u prethodnom mjesecu. Novi činjenični podatci i podatci dobiveni anketama upućuju na usporavanje ciklusa

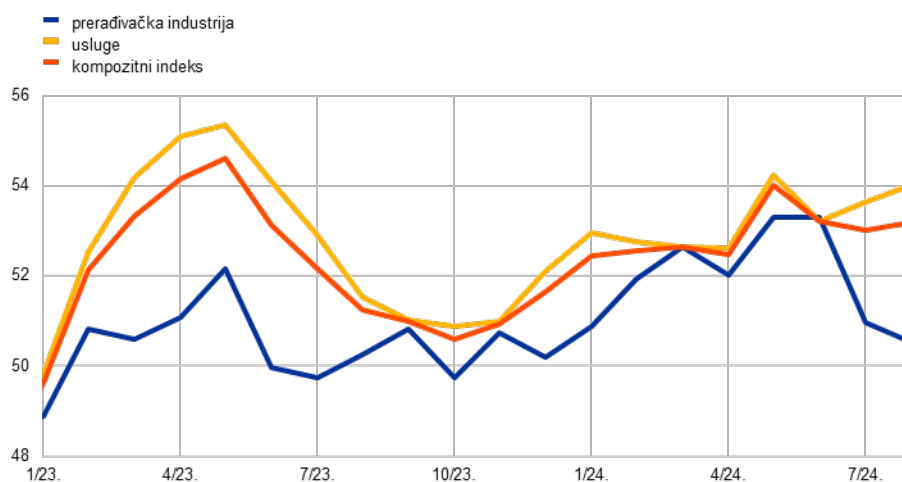
¹ S obzirom na to da se u ovom odjeljku opisuju kretanja u vanjskom okružju europodručja, sva upućivanja na svjetske i/ili globalne agregatne gospodarske pokazatelje isključuju europodručje.

globalne prerađivačke industrije u uvjetima još uvijek restriktivnih monetarnih politika i smanjenja rasta plaća. Ti signali, s povećanim geopolitičkim napetostima i nedavnom kolebljivošću na globalnim financijskim tržištima, upućuju na moguće intenziviranje nepovoljnih utjecaja na rast u kratkoročnom razdoblju. Procjenjuje se da se globalni BDP povećao za 0,7 % u drugom tromjesečju, dinamikom malo slabijom od one zabilježene u prvom tromjesečju. Ipak, i nadalje je u skladu s projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja te bi trebao ostati stabilan u trećem tromjesečju.

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 kolovoz 2024.

Predviđa se da će se globalni rast povećavati umjerenom dinamikom, uglavnom nepromijenjenom u odnosu na projekcije iz lipnja. Predviđa se da će se globalni realni BDP, nakon povećanja od 3,5 % u 2023., povećati za 3,4 % i u 2024. i u 2025. te za 3,3 % u 2026. To blago usporavanje rasta tijekom projekcijskog razdoblja odražava utjecaj iščezavanja povoljnih činitelja koji potiču osobnu potrošnju u okružju i nadalje restriktivne monetarne politike tijekom prvih godina projekcijskog razdoblja, povećane geopolitičke napetosti i povišene razine neizvjesnosti povezane s ekonomskom politikom. U odnosu na projekcije iz lipnja, rast globalnoga realnog BDP-a revidiran je naviše za 0,1 postotni bod tijekom projekcijskog razdoblja. To je posljedica nešto snažnijeg rasta na tržištima u nastajanju u 2024. te većeg rasta američkoga gospodarstva u 2025. i 26. Potonje je povezano s pozitivnim utjecajem viših neto migracija od prethodno pretpostavljenih i očekivanim nastavkom smanjenja poreza iz 2017. za kućanstva s nižim dohotkom budući da ga se spominje u izbornim programima obaju predsjedničkih kandidata.

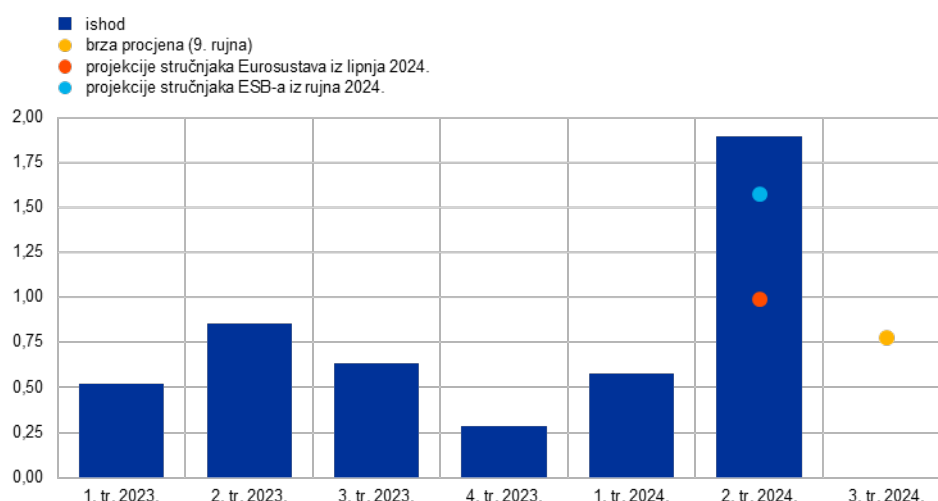
Rast globalne trgovine znatno je porastao u drugom tromjesečju u okolnostima predopskrbe uvozom robom u razvijenim gospodarstvima.

Globalni uvoz skočio je za 1,9 % na tromjesečnoj razini u drugom tromjesečju, više nego trostruko više od dinamike zabilježene početkom ove godine i znatno iznad projekcija iz lipnja. Snažan rast poduprt je predopskrbom uvozom iz Kine i drugih

azijskih država u nastajanju u razvijenim gospodarstvima. Mjesečni podatci o trgovini upućuju na to da su poduzeća tijekom božićne sezone obnovila zalihe otprilike šest tjedana ranije nego tijekom uobičajenih godina, vjerojatno zbog straha od ponovnih uskih grla u opskrbnim lancima i trgovinskih napetosti u uvjetima sve većih geopolitičkih rizika. I dok su podatci o globalnoj trgovini i nadalje sami po sebi kolebljivi, rujanske projekcije upućuju na to da se takav snažan rast neće održati u kratkoročnom razdoblju zbog slabljenja učinka predopskrbe.² To je 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.). Preciznije rečeno, slabije izvozne narudžbe na koje upućuju ankete zasnovane na indeksu PMI, kao i procjene prometa u trgovini na osnovi kretanja plovila, upućuju na usporavanje trgovine u trećem tromjesečju. Ipak, normalizacija ciklusa zaliha i povoljniji sastav potražnje trebali bi i nadalje pridonositi trgovinskim kretanjima prema kraju godine.

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 kolovoz 2024.

Očekuje se da će se globalna trgovina ove godine oporaviti i da će u preostalom dijelu projekcijskog razdoblja rasti više u skladu s globalnom aktivnošću. Nakon razdoblja slabe dinamike rasta, u uvjetima ponovnog uravnoteženja potražnje robe i usluga nakon pandemije, na prijelazu u novu godinu globalna trgovina se oporavila, pri čemu je predopskrba uvozom u razvijenim gospodarstvima u drugom tromjesečju pridonijela tom oporavku. Općenito, predviđa se da će se rast globalnog uvoza ukupno povećati za 3,1 % ove godine, što je za 0,5 postotnih podova više od projekcija iz lipnja. To ponajprije upućuje na znatniji zamah u drugom tromjesečju, dok se od tromjesečnog rasta u drugoj polovini 2024.

² Budu li kupnje koje su tvrtke obavile u sklopu predopskrbe dostatne da zadovolje potražnju potrošača, globalna trgovina mogla bi biti slabija tijekom kratkoročnog razdoblja.

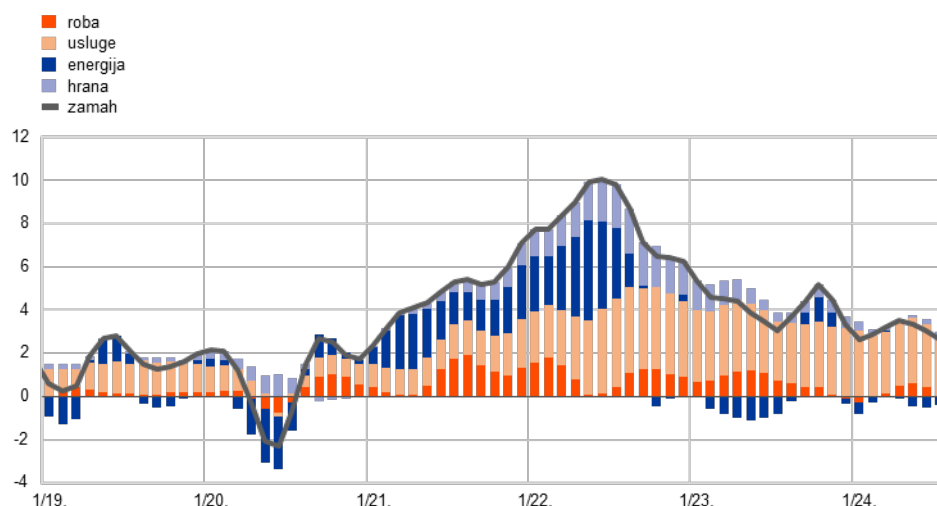
očekuje da će ostati nepromijenjen. Predviđa se da će se rast svjetskog uvoza povećati na 3,4 % u 2025. odnosno na 3,3 % u 2026.

Najnoviji podatci upućuju na nastavak postupne dezinflacije bez obzira na blagi porast inflacije zabilježen u srpnju. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena (IPC) u državama članicama Organizacije za gospodarsku suradnju i razvoj (OECD) iznosila je 3,0 % u srpnju, u odnosu na 2,8 % u lipnju.³ Temeljna inflacija (bez hrane i energije) također se malo povećala u srpnju, na 3,4 %, u odnosu na 3,1 % u lipnju. Smanjenje zamaha ukupne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena, iskazano kao tromjesečna anualizirana postotna promjena, upućuje na to da bi se dezinflacija među zemljama OECD-a mogla nastaviti u kratkoročnom razdoblju (Grafikon 3.), potaknuta nastavkom normalizacije na tržištima rada u velikim gospodarstvima.

Grafikon 3.

Zamah ukupne inflacije potrošačkih cijena na području OECD-a

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



Izvori: OECD i izračun stručnjaka 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 umanjenoj za doprinose energije i hrane. Posljednji podatci odnose se na srpanj 2024.

Cijene nafte smanjuju se od posljednjeg sastanka Upravnog vijeća, a cijene plina u Europi su u porastu. Cijene sirove nafte tipa Brent smanjile su se za gotovo 10 % u odnosu na razine zabilježene u vrijeme održavanja posljednjeg sastanka Upravnog vijeća. To je rezultat kombinacije činitelja, uključujući, na strani potražnje, pad uvoza sirove nafte u Kini na najniže razine posljednjih godina zbog slabe gospodarske aktivnosti. Negativno raspoloženje prema riziku netom prije rasprodaje na tržištima početkom kolovoza također je pridonijelo nižim cijenama sirove nafte, dok su vijesti na strani ponude povezane s napetostima na Bliskom istoku i prekidima na libijskim naftnim poljima pridonijele porastu cijena sirove nafte. Cijene

³ 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 5,4 % u srpnju 2024. (5,6 % u lipnju) i 5,4 % u srpnju 2024. (5,9 % u lipnju).

plina u Europi porasle su 17,7 % kao odgovor na geopolitička pitanja koja uključuju eskalaciju napetosti na Bliskom istoku i pojavu ukrajinskih postrojbi na državnom područje Rusije. Potonje je potaknulo strah ulagača glede mogućih poremećaja u opskrbi plinom preko ukrajinske transportne rute.

U Sjedinjenim Američkim Državama gospodarska aktivnost i dalje je snažna u uvjetima aktualne prilagodbe na tržištu rada i postupnog pada inflacije. Realni BDP smanjio se za 0,7 % u drugom tromjesečju pod utjecajem snažne domaće potražnje i zaliha, što je više nego neutraliziralo nepovoljan utjecaj velikog povećanja uvoza. Snažna potrošnja podržala je gospodarsku aktivnost. Visokofrekventni pokazatelji upućuju na trajan, premda lagano opadajući rast u kratkoročnom razdoblju, bez znakova recesije u vrlo kratkom razdoblju. Strah tržišta od moguće recesije porastao je u kolovozu nakon srpanjskog izvješća o zaposlenosti u SAD-u i naknadne kolebljivosti na globalnim financijskim tržištima koja se otad smanjila. I brze procjene stručnjaka ESB-a i brze procjene koje objavljuju regionalne banke federalnih rezerva upućuju na blago usporavanje rasta u trećem tromjesečju, što je u skladu s odgođenim učincima monetarne politike Sustava federalnih rezerva na gospodarsku aktivnost. Tržište rada u SAD-u nastavilo je slabjeti, ali je općenito i nadalje zdravo. Porast zaposlenosti izvan poljoprivrednog sektora u kolovozu bio je blago ispod tržišnih očekivanja i prosječnoga mjesečnog rasta tijekom prethodnih 12 mjeseci. Istodobno, stopa nezaposlenosti neznatno se smanjila na 4,2 %, a stopa participacije radne snage zadržala se na istoj razini. Godišnja ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena smanjila se malo više od očekivanoga u kolovozu na 2,5 %, u odnosu na 2,9 % u srpnju. Bilo je to najmanje povećanje godišnje stope ukupne inflacije od ožujka 2021. Za razliku od toga, godišnja temeljna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena ostala je nepromijenjena na 3,2 % u kolovozu, u odnosu na srpanj.

Gospodarska aktivnost u Kini se usporava, pri čemu novi paket potpore sektoru nekretnina tek treba stabilizirati tržište stambenih nekretnina. Rast realnog BDP-a znatno se smanjio, s 1,5 % u prvom na 0,7 % u drugom tromjesečju, jer je pad cijena nekretnina negativno utjecao na osobnu potrošnju te je doprinos programa poticaja s kraja 2023. počeo slabjeti. Podatci o aktivnosti iz srpnja uglavnom su slabi, unatoč nekim pozitivnim signalima u određenim sektorima prerađivačke industrije i izvozu. Rast maloprodaje bio je nizak, a industrijska proizvodnja još se usporila. Osim toga, ulaganja u dugotrajnu imovinu ostala su slaba jer smanjila su se ulaganja u nekretnine, unatoč relativno snažnom ulaganju u prerađivačku industriju i infrastrukturu. Izvoz je ostao najvažniji pokretač rasta potaknut smanjenjem izvoznih cijena. Godišnji rast nominalnog izvoza ostao je snažan u srpnju, unatoč snažnijem smanjenju od očekivanoga. Kineski proizvođači zabilježili su znatno povećanje izvoza u svim kategorijama proizvoda jer je smanjenje izvoznih cijena pridonijelo njihovoj konkurentnosti. Tržište nekretnina još uvijek ne pokazuje naznake zaustavljanja pada, zbog čega i nadalje nepovoljno utječe na rast, pri čemu novi paket pomoći najavljen sredinom svibnja i prethodne mjere tek trebaju pokazati svoj učinak. Zbog prilično razočaravajućeg izgleda za rast, kineske vlasti postaju sve više zabrinute u vezi s mogućim neispunjavanjem ciljanoga rasta od „oko 5 %” pa je 30. srpnja Politički biro Komunističke partije Kine pozvao na uvođenje dodatnih mjera za podupiranje potrošnje. Ukupna inflacija

mjerena indeksom potrošačkih cijena u Kini blago je porasla u kolovozu, dok su se i inflacija potrošačkih cijena i inflacija proizvođačkih cijena dodatno smanjile. Slaba domaća potražnja, prije svega osobna potrošnja, potaknuta nepovoljnim utjecajima na tržištu nekretnina i niskim cijenama industrijskih proizvoda, upućuje na to da će inflacijski pritisci u kineskom gospodarstvu ostati slabi.

U Ujedinjenoj Kraljevini rast realnog BDP-a snažno je porastao u drugom tromjesečju, a inflacija blago porasla. Realni BDP porastao je za 0,6 % u drugom tromjesečju 2024., tek neznatno niže od 0,7 % zabilježenih u prvom tromjesečju. Nakon blage tehničke recesije prošle godine gospodarstvo Ujedinjene Kraljevine bilježi iznenađujuće snažan oporavak u prvoj polovini ove godine potaknut domaćom potražnjom. Uvoz, osobito iz tržišta u nastajanju, snažno se povećao, moguće zbog predopskrbe koja je vidljiva i na globalnoj razini. Očekuje se da će se zamah rasta smanjiti u drugoj polovini godine. Unatoč trenutačno snažnoj aktivnosti, očekuje se pad rasta u okolnostima nastavka restriktivne monetarne i fiskalne politike. Nova laburistička vlada obvezala se na primjenu dugotrajnih fiskalnih pravila, što joj ograničava opseg mogućnosti za poticanje potražnje. Na monetarnoj strani, realne stope znatno su porasle jer inflacija se posljednjih mjeseci spustila preblizu ciljnoj razini središnje banke Bank of England. Unatoč tim nepovoljnim utjecajima, pozitivni rizici proizlaze iz postojane otpornosti kućanstava i poduzeća. S obzirom na stopu štednje koja je i dalje u porastu te povećanje realnih plaća, čemu pridonosi snažan rast plaća i tek mali rast nezaposlenosti, moguće je da će kućanstvima Ujedinjene Kraljevine ostati prostora za povećanje potrošnje bez obzira na restriktivne politike. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena povećala se na 2,2 % u srpnju u odnosu na 2,0 % u svibnju i lipnju. To je povećanje bilo očekivano i bilo je posljedica smanjenja negativnih baznih učinaka cijena energije. Temeljna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena (bez energije i prehrambenih proizvoda) smanjila se s 3,5 % u lipnju na 3,3 % u srpnju zbog smanjenja inflacije cijena usluga. Smanjenje inflacije cijena usluga bilo je veće nego što su i tržišta i središnja banka Bank of England očekivali te je djelomično posljedica smanjenja drugoga kruga učinaka visokih cijena energije. Međutim, pozitivni rizici za proces dezinflacije i nadalje postoje s obzirom na to da je inflacija cijena usluga bila dugotrajnija nego što je prošle godine očekivano. Središnja banka Bank of England započela je u srpnju ciklus popuštanja na osnovi podataka, pri čemu je smanjila svoju kamatnu stopu monetarne politike s 5,25 % na 5,0 %.

2. Gospodarska aktivnost

Gospodarska aktivnost, koja je u prvom tromjesečju rasla po stopi od 0,3 %, u drugom je tromjesečju rasla po stopi od 0,2 %, što je manje nego što je predviđeno u makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2024. Neto trgovinski doprinos rastu u drugom tromjesečju bio je pozitivan, dok se domaća potražnja smanjila. Najnoviji podatci upućuju na nastavak rasta u trećem tromjesečju 2024., doduše usporen. Rezultati poslovnih istraživanja donekle su oslabjeli, a pogoršalo ih je suzdržanije raspoloženje povezano s tržištem rada. Gledano po sektorima, uslužni sektor i nadalje je predvodnik oporavka, a snažan poticaj tomu u trećem su tromjesečju pružile Olimpijske igre u Parizu. Istodobno je, u kontekstu velike neizvjesnosti, i nadalje primjetna slabost industrijskog sektora, i u proizvodnji i u narudžbama. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, očekuje se nastavak oporavka realnog BDP-a poduprt nastavkom rasta realnih dohodaka, jačanjem inozemne potražnje i slabljenjem nepovoljnih učinaka pooštavanja monetarne politike. Očekuje se da će daljnji rast realnoga raspoloživog dohotka potaknuti osobnu potrošnju, koja bi od druge polovine 2024. trebala biti glavni pokretač rasta. Još uvijek otporno tržište rada u kombinaciji s postupnim rastom pouzdanja potrošača i smanjenjem nesigurnosti također bi trebalo poduprijeti potrošnju kućanstava.

Takve izglede uglavnom odražavaju makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2024., koje predviđaju godišnji rast realnog BDP-a od 0,8 % u 2024., koji bi se potom trebao povećati na 1,3 % i 1,5 % u 2025. i 2026.⁴

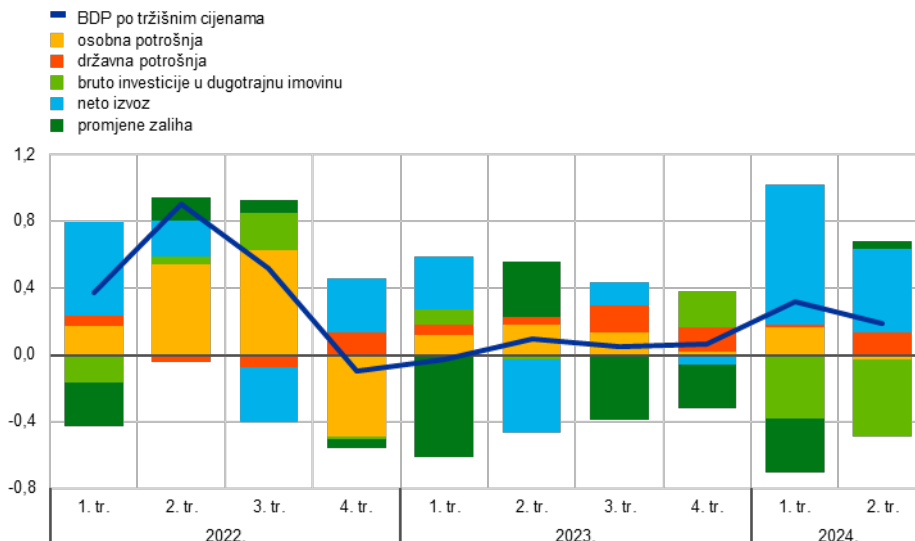
Prema Eurostatovoj posljednjoj procjeni, realni BDP tromjesečno se povećao za 0,2 % u drugom tromjesečju 2024., nakon što je u prethodnom tromjesečju porastao za 0,3 % (Grafikon 4). Neto trgovinski doprinos rastu u drugom je tromjesečju bio pozitivan, domaća potražnja imala je negativan doprinos, a doprinos promjena zaliha bio je neutralan. Poboljšanje ukupne dodane vrijednosti u potpunosti su potaknule usluge, a u industriji i građevinarstvu zabilježen je pad.

⁴ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, rujna 2024.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 12. rujna 2024.

Grafikon 4.

Realni BDP europodručja i njegove komponente

(tromjesečne promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2024.

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

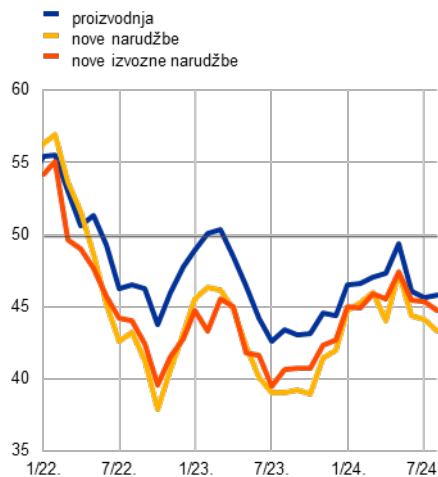
Kompozitni indeks PMI za proizvodnju iznosio je prosječno 50,6 u srpnju i kolovozu, što je pad u odnosu na 51,6 zabilježenih u drugom tromjesečju 2024. Vrijednost indeksa, koja i nadalje upućuje na rast, povoljna je otkad je započela rasti u listopadu 2023, iako se u posljednje vrijeme usporila. Po sektorima, indeks PMI za proizvodnju u prerađivačkoj industriji zadržao je trend kontrakcije u srpnju i kolovozu, čime je prekinut njegov trend rasta koji je započeo u ljeto 2023. (Grafikon 5., panel a)). Indeks novih narudžba, koji je više okrenut budućnosti, pokazuje sličan obrazac. Općenito, ti pokazatelji upućuju na kontinuiranu slabost sektora industrije u budućnosti u uvjetima prigušene potražnje za robom i pod utjecajem prethodnog pooštavanja monetarne politike. Podatci o indeksu PMI u uslužnom sektoru, koji je dosad bio predvodnik oporavka gospodarske aktivnosti, i nadalje upućuju na pozitivan rast aktivnosti i novih poslova (Grafikon 5., obrazac b)). Uslužni je sektor također imao koristi od poticaja koji su potrošnji u sektoru usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima pružile Olimpijske igre u Parizu. Kretanja indeksa PMI upućuju na zaključak da će sektorska odstupanja zabilježena u posljednje vrijeme vjerojatno potrajati u kratkoročnom razdoblju.

Grafikon 5.

Pokazatelji mjereni indeksom PMI po sektorima gospodarstva

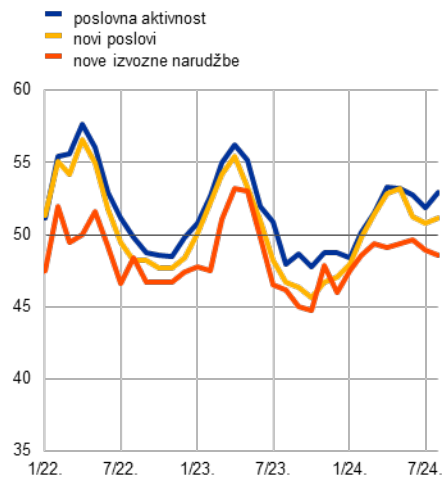
a) prerađivačka industrija

(indeksi rasprostranjenosti)



b) usluge

(indeksi rasprostranjenosti)



Izvor: S&P Global Market Intelligence

Napomena: Posljednji podatci odnose se na kolovoz 2024.

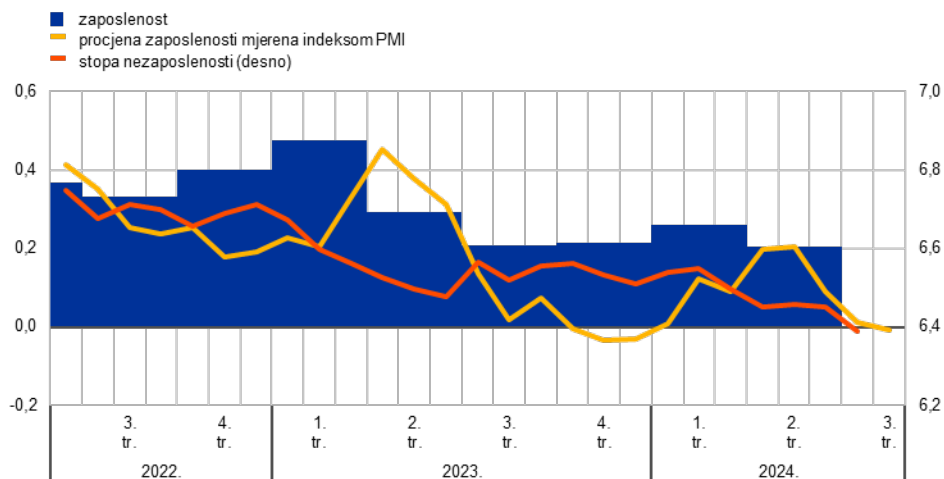
Rast zaposlenosti u drugom je tromjesečju 2024. usporio. Zaposlenost je porasla za 0,2 % u drugom tromjesečju ove godine (Grafikon 6., panel a)), prije svega zahvaljujući nastavku ekspanzije radne snage, koja se, doduše, usporava. Produktivnost po zaposlenom i prosječan broj odrađenih sati ostali su stabilni u drugom tromjesečju 2024. Stopa nezaposlenosti neznatno se smanjila na 6,4 % u srpnju s 6,5 % u lipnju, potaknuta manjim brojem nezaposlenih i sporijim rastom radne snage. Potražnja za radnom snagom donekle se smanjila s visokih razina zabilježenih nakon pandemije, pri čemu je u drugom tromjesečju stopa slobodnih radnih mjesta pala na 2,6 %, što je 0,3 postotna boda manje nego u prethodnom tromjesečju i bliže vrhuncu zabilježenom prije pandemije.

Grafikon 6.

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

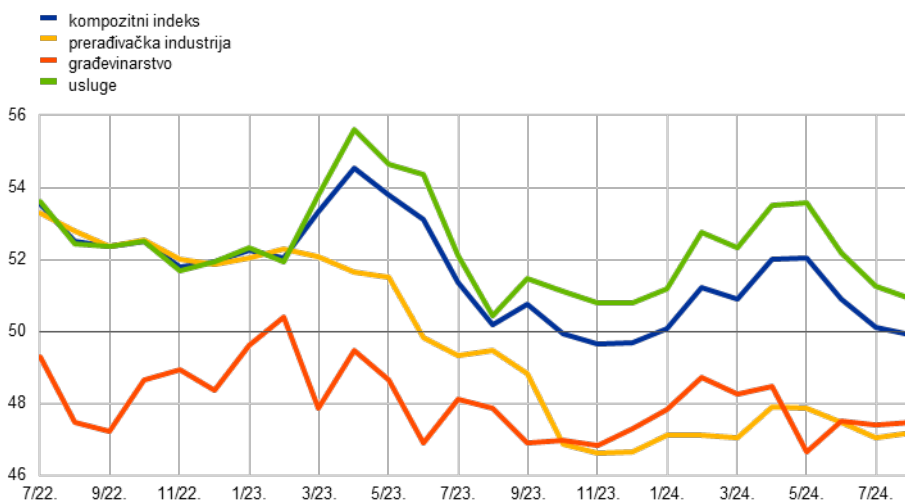
a) zaposlenost, procjena zaposlenosti mjerena indeksom PMI i stopa nezaposlenosti

(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 drugo tromjesečje 2024. za zaposlenost, na kolovoz 2024. za procjenu zaposlenosti mjerenu indeksom PMI i na srpanj 2024. za stopu nezaposlenosti. Na panelu b) posljednji podatci odnose se na kolovoz 2024.

Kratkoročni pokazatelji tržišta rada upućuju tek na neznatan rast zaposlenosti u trećem tromjesečju 2024. Mjesečni pokazatelj zaposlenosti mjeran kompozitnim indeksom PMI ostao je uglavnom nepromijenjen na razini od 49,9 u kolovozu, što je blagi pad u odnosu na 50,1 zabilježenih u srpnju i upućuje na zaključak da će rast zaposlenosti vjerojatno nastaviti usporavati (Grafikon 6., panel b)). Indeks PMI za uslužni sektor smanjio se s 51,3 u srpnju na 50,9 u kolovozu. Nasuprot tome, indeksi PMI u prerađivačkoj industriji i građevinarstvu blago su se povećali, ali su zadržali trend kontrakcije.

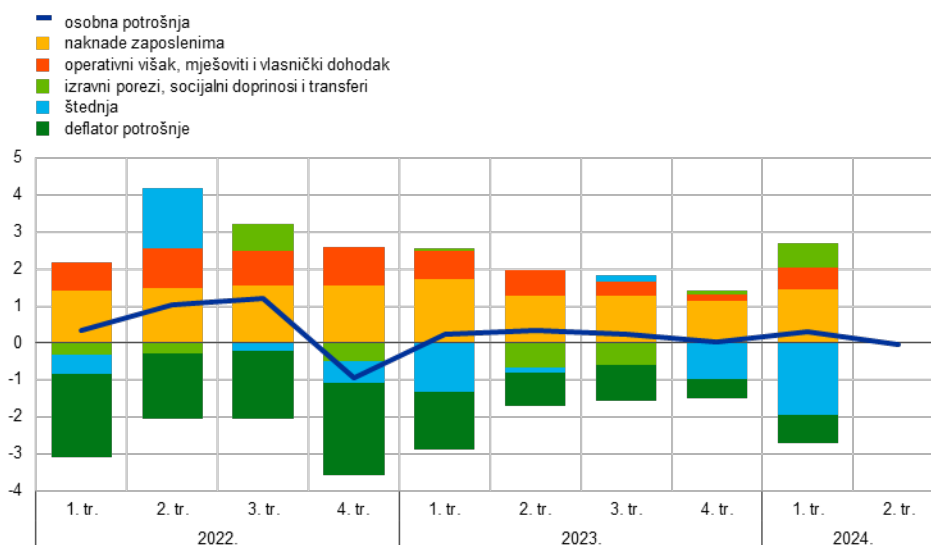
Osobna potrošnja oslabjela je u drugom tromjesečju 2024., ali se očekuje da će ojačati. Osobna potrošnja neznatno se smanjila u drugom tromjesečju 2024., nakon što je u prethodnim tromjesečjima bilježila slab prosječan rast. Slaba krivulja rasta u opreci je s osjetnim poboljšanjem kupovne moći kućanstava od kraja 2023., koje je posljedica niže inflacije i rastućih osobnih dohodaka od rada i iz drugih izvora osim rada (Grafikon 7., panel a)). Rast dohotka podržao je povećanje štednje kućanstava, koja, čini se, također odražava pooštrene financijske uvjete (s povišenim kamatnim stopama i još uvijek strogim standardima odobravanja potrošačkih kredita) i slabo zaduživanje, kao i smanjenu potrebu za trošenjem zaštitnih slojeva stvorenih štednjom u kontekstu otpornog tržišta rada. Osim toga, i nadalje prevladava nesigurnost, a pouzdanje potrošača ostalo je prigušeno (vidi [Okvir 3.](#)). Novi anketni podatci upućuju na to da će se potrošnja kućanstava u kratkoročnom razdoblju povećati. Pokazatelji Europske komisije koji se odnose na poslovna očekivanja u vezi s potražnjom za uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima i očekivanja u vezi s maloprodajom u sljedeća tri mjeseca poboljšali su se u kolovozu, pri čemu su prvo spomenuti pokazatelji ostali iznad prosjeka prije izbijanja pandemije, a potonji mu se približili (Grafikon 7., panel b)). Očekivanja potrošača vezana uz velike kupnje u sljedećih dvanaest mjeseci, koja su se u srpnju podigla iznad pretpandemijske razine i ostala blizu te razine u kolovozu, također upućuju na jačanje potražnje potrošača. ESB-ova najnovija anketa o očekivanjima potrošača na sličan način pokazuje povećanu sklonost trošenju na velike stavke u sljedećih dvanaest mjeseci, a očekivani paket-aranžmani ostali su na visokoj razini.

Grafikon 7.

Raščlamba rasta osobne potrošnje i očekivanja glede usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima, maloprodaje i velikih kupnja

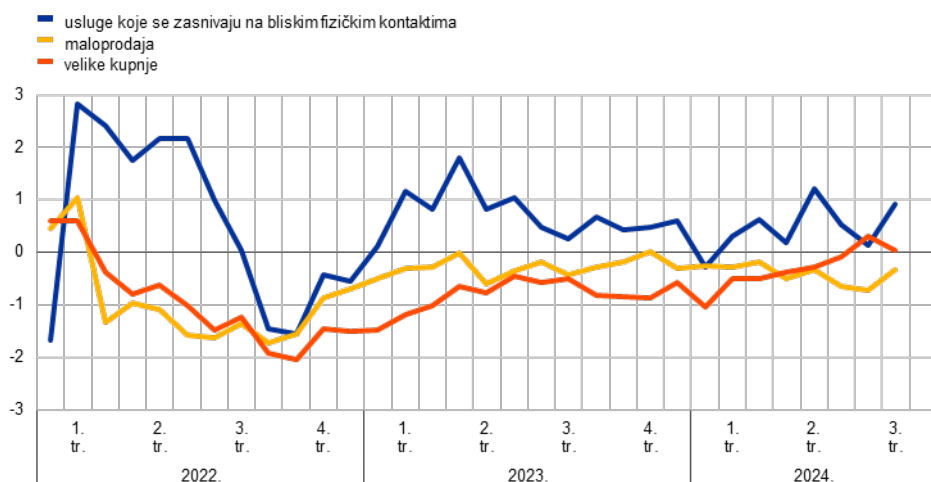
a) raščlamba rasta osobne potrošnje

(tromjesečne promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



b) očekivanja

(standardizirani postotci, stanja)



Izvori: Eurostat, Europska komisija i izračun ESB-a

Napomene: U panelu a) posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2024. za osobnu potrošnju i na prvo tromjesečje 2024. za doprinose. U panelu b) poslovna očekivanja u vezi s potražnjom za uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima i očekivanja u vezi s maloprodajom odnose se na sljedeća tri mjeseca, dok se očekivanja potrošača u vezi s velikim kupnjama odnose na sljedećih dvanaest mjeseci. Prva je serija standardizirana za razdoblje od siječnja 2005. do 2019. zbog dostupnosti podataka, a preostale su dvije serije standardizirane za razdoblje od 1999. do 2019; „usluge koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima” obuhvaćaju usluge smještaja, putovanja te pripreme i usluživanja hrane. Posljednji podatci odnose se na kolovoz 2024.

Poslovno ulaganje blago je poraslo u drugom tromjesečju 2024., no izgledno je da će manje rasti u drugoj polovini godine. Ulaganja izvan građevinarstva bez

irске nematerijalne imovine porasla su za 0,7 % u drugom tromjesečju 2024. (i pala za 3,7 % ako se ubroji irska nematerijalna imovina). Kratkoročni pokazatelji dostupni do kolovoza upućuju na daljnju slabost sektora kapitalnih dobara u trećem tromjesečju (Grafikon 8., panel a)). Proizvodnja mjerena indeksom PMI većinom se kretala u uskom rasponu ove godine, a pokazatelj pouzdanja Europske komisije

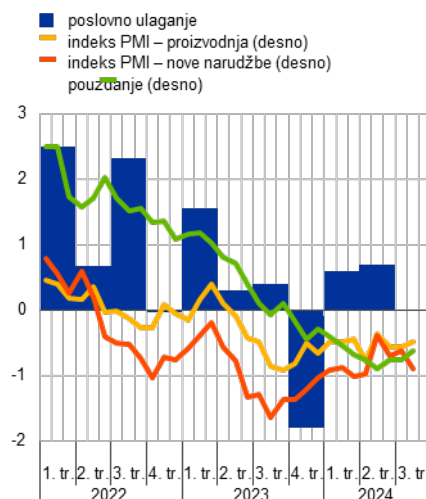
posljednjih je mjeseci porastao s niske razine. Pokazatelji budućih kretanja za taj sektor, kao što je indeks PMI za nove narudžbe zabilježen u kolovozu, pali su. Očekuje se da će ulaganje kočiti slaba kratkoročna potražnja u uvjetima smanjene iskorištenosti kapaciteta i još uvijek povećane neizvjesnosti. Prema anketi Komisije za treće tromjesečje 2024. objavljenoj u srpnju, potražnja manje podupire proizvodnju u sektoru kapitalnih dobara nego prije. Anketni podatci komisije, koji odražavaju smanjenu iskorištenost kapaciteta i percepciju da pitanja prostora i opreme sve manje ograničavaju proizvodnju u gospodarstvu, upućuju na to da se smanjila neposredna potreba za povećanjem ulaganja. Planovi ulaganja možda su odgođeni i zbog povećane neizvjesnosti i geopolitičkih rizika. Očekuje se da će poslovno ulaganje nastaviti rasti u srednjoročnom razdoblju potaknuto projiciranim rastom potražnje, slabljenjem utjecaja pooštrenih uvjeta financiranja i povećanom potrebom za zelenim i digitalnim ulaganjima.

Grafikon 8.

Dinamika realnih ulaganja i anketni podatci

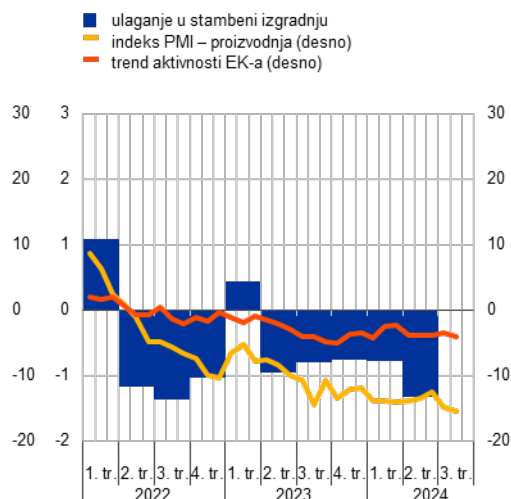
a) poslovna ulaganja

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



b) ulaganja u stambene nekretnine

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



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

Napomene: Linije označuju mjesečna kretanja, a stupci se odnose na tromjesečne podatke. Indeksi PMI izraženi su kao odstupanje od vrijednosti 50. Na panelu a) poslovno ulaganje mjeri se ulaganjima izvan građevinarstva isključujući nematerijalnu imovinu u Irskoj. Linije indeksa PMI odnose se na odgovore iz sektora kapitalnih dobara. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2024. za poslovno ulaganje i kolovoz 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 drugo tromjesečje 2024. za ulaganje u stambene nekretnine i kolovoz 2024. za proizvodnju mjerenu indeksom PMI i trend aktivnosti Europske komisije.

Ulaganje u stambene nekretnine znatno se smanjilo u drugom tromjesečju

2024. i očekuje se da će nastaviti padati u kratkoročnom razdoblju, doduše

sporijim tempom. Ulaganje u stambene nekretnine u europodručju palo je za 1,3 %

u drugom tromjesečju 2024., a proizvodnja u sektorima gradnje zgrada i specijaliziranih građevinskih djelatnosti smanjila se za 0,2 %. Anketni pokazatelji aktivnosti upućuju na daljnje smanjivanje ulaganja u stambene nekretnine u trećem tromjesečju 2024., pri čemu su se i indeks PMI za proizvodnju stambenih nekretnina i pokazatelj Europske komisije kojim se bilježi aktivnost u sektorima gradnje zgrada i specijaliziranih građevinskih djelatnosti u posljednja tri mjeseca nastavili smanjivati

do kolovoza (Grafikon 8., panel b). Međutim, pad ulaganja u stambene nekretnine vjerojatno će se usporiti. Prema anketi Komisije, namjera kućanstava da u kratkoročnom razdoblju renoviraju i kupe ili sagrade stambenu nekretninu dodatno se povećala u trećem tromjesečju 2024. Istodobno, ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača pokazuje da se udio kućanstava koji smatra stambene nekretnine dobrom investicijom nastavio povećavati u srpnju u uvjetima stabilnijih očekivanja u vezi s kamatnim stopama. Štoviše, prema srpanjskoj anketi ESB-a o kreditnoj aktivnosti banaka, banke očekuju daljnje povećanje potražnje za stambenim kreditima u trećem tromjesečju ove godine. Sve to upućuje na postupno poboljšanje potražnje za stambenim nekretninama, što bi s vremenom trebalo utjecati na to da ulaganja u stambene nekretnine počnu rasti s najniže razine.

Rast izvoza europodručja znatno je oslabio u drugom tromjesečju 2024. Nakon povećanja u prvom tromjesečju, rast izvoza europodručja tromjesečno se usporio na 0,1 % u drugom tromjesečju 2024. (bez Irske zbog visoke razine kolebljivosti podataka). Spomenuto usporavanje naglašava aktualne izazove s kojima se u vezi s konkurentnošću suočavaju izvoznici iz europodručja, čak i u uvjetima oporavka globalne potražnje. Nasuprot tome, izvoz usluga nastavio je jačati općenita izvozna ostvarenja, potaknut snažnom potražnjom za putovanjima te poslovnim i IKT uslugama. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, najnoviji indeksi PMI za izvozne narudžbe upućuju na to da će izvozna ostvarenja u kratkoročnom razdoblju ostati prigušena. Istodobno, čini se da raniji oporavak rasta uvoza europodručja gubi zamah. Rast uvoza stagnirao je u drugom tromjesečju (i nalazio se na nuli, ako se isključi Irska) jer je prerađivački sektor europodručja smanjio ulazne nabave zbog slabije potražnje. Taj je pad uglavnom bio posljedica slabijeg izvoza robe. Neto izvoz u drugom je tromjesečju dao BDP-u pozitivan doprinos od 0,5 %, što je posljedica boljeg ostvarenja izvoza u odnosu na uvoz. Međutim, zbog stabilizacije uvoznih cijena poboljšanje trgovinskih uvjeta počelo se usporavati.

Očekuje se da će se gospodarstvo europodručja nastaviti oporavljati u srednjoročnom razdoblju, uglavnom zahvaljujući sve snažnijoj osobnoj potrošnji. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, očekuje se oporavak realnog BDP-a poduprt nastavkom rasta realnih dohodaka, jačanjem inozemne potražnje i slabljenjem nepovoljnih učinaka pooštavanja monetarne politike. Očekuje se da će daljnji rast realnoga raspoloživog dohotka potaknuti osobnu potrošnju, koja bi od druge polovine 2024. trebala biti glavni pokretač rasta. Otporno tržište rada u kombinaciji s postupnim rastom pouzdanja potrošača i smanjenjem nesigurnosti također bi trebalo poduprijeti potrošnju kućanstava. Očekuje se da će se poslovno ulaganje s vremenom poboljšati, uglavnom kao posljedica slabljenja još uvijek prisutnoga nepovoljnog utjecanja prijašnjeg pooštavanja monetarne politike i uz podršku domaće i inozemne potražnje.

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2024. realni BDP povećavat će se po godišnjoj stopi od 0,8 % u 2024., 1,3 % u 2025. i 1,5 % u 2026. Riječ je o blagoj reviziji naniže u odnosu na lipanjske projekcije (−0,1 postotni bod za sve godine), koja uglavnom proizlazi iz slabijeg doprinosa domaće potražnje u sljedećih nekoliko tromjesečja.

3. Cijene i troškovi

Ukupna inflacija u europodručju smanjila se s 2,6 % u srpnju na 2,2 % u kolovozu 2024., ponajprije zbog smanjenja inflacije cijena energije. Većina mjera temeljne inflacije ostala je uglavnom nepromijenjena u srpnju, pri čemu su snažni cjenovni pritisci osobito povezani s plaćama. Međutim, opća stopa rasta troškova rada smanjuje se, a dobit djelomično neutralizira utjecaj i nadalje povećanih pritisaka troškova rada na inflaciju. To pridonosi dezinflaciji koja je u tijeku. U promatranom razdoblju mjere dugoročnih inflacijskih očekivanja ostale su uglavnom stabilne i većinom su bile na razini od oko 2 %, a mjere zasnovane na tržišnim pokazateljima smanjile su se i približile toj razini. U makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2024. predviđa se da će se ukupna inflacija postupno smanjivati, s 2,5 % u 2024. na 2,2 % u 2025. i 1,9 % u 2026.⁵

Ukupna inflacija u europodručju mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) smanjila se s 2,6 %, koliko je iznosila u srpnju, na 2,2 % u kolovozu 2024. (Grafikon 9.)⁶ To je smanjenje rezultat nižih stopa inflacije cijena energije i industrijskih proizvoda bez energije (IPE), čime su više nego neutralizirane više stope inflacije u komponentama hrane i usluga. Godišnja stopa promjene inflacije cijena energije znatno se smanjila, s 1,2 % u srpnju 2024. na – 3,0 % u kolovozu. To je smanjenje bilo rezultat negativnoga baznog učinka zbog znatnog povećanja cijena energije u kolovozu 2023. Inflacija cijena hrane blago se povećala, s 2,3 % u srpnju na 2,4 % u kolovozu 2024. zbog više godišnje stope promjene cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda, a godišnja stopa promjene cijena prerađenih prehrambenih proizvoda ostala je nepromijenjena. Inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane (HIPCX) smanjila se s 2,9 % u srpnju na 2,8 % u kolovozu zbog smanjenja inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije (smanjenje s 0,7 % u srpnju na 0,4 % u kolovozu), čime je nadjačano povećanje inflacije cijena usluga (povećanje s 4,0 % u srpnju na 4,2 % u kolovozu). U međuvremenu su se stope rasta za IPE uglavnom normalizirale zbog slabljenja prethodnih pritisaka proizvođačkih troškova na cijene, a ustrajna inflacija cijena usluga povezana je sa snažnijim utjecajem troškova rada u nekim njezinim stavkama i odgođenim ponovnim određivanjem cijena u nekim njezinim drugim stavkama.

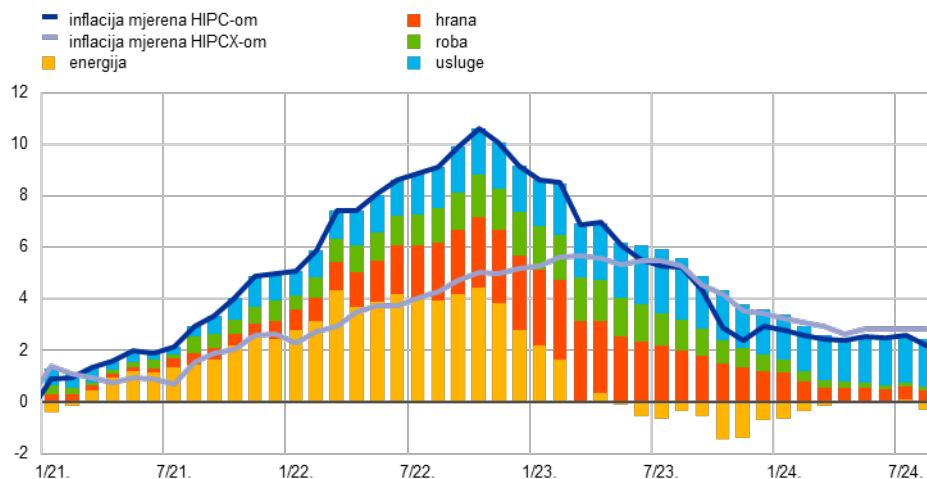
⁵ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, rujna 2024.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 12. rujna 2024.

⁶ Krajnji datum za podatke uključene u ovaj broj Ekonomskog biltena bio je 11. rujna 2024. Prema podatcima o inflaciji mjerenoj HIPC-om objavljenima 18. rujna 2024. (cjelovita procjena) potvrđeno je da je u kolovozu 2024. ukupna inflacija iznosila 2,2 %. Međutim, inflacija cijena hrane ostala je nepromijenjena na 2,3 % u kolovozu 2024. (na istoj razini kao u srpnju), a inflacija cijena usluga povećala se s 4,0 %, koliko je iznosila u srpnju, na 4,1 % u kolovozu.

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 kolovoz 2024. (brza procjena).

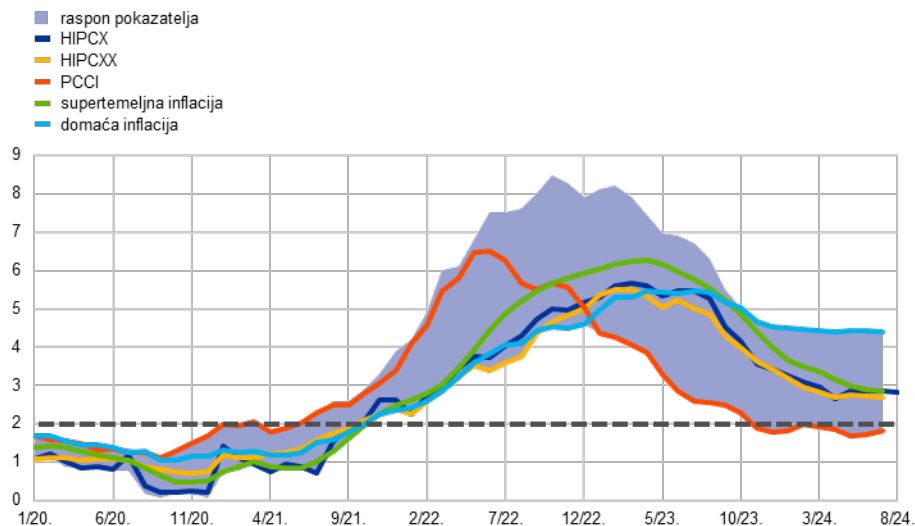
Većina pokazatelja temeljne inflacije bila je stabilna u srpnju, iako na različitim razinama (Grafikon 10.).

Prema najnovijim dostupnim podacima vrijednosti pokazatelja u srpnju 2024. kretale su se u rasponu od 1,8 % do 4,4 %. Pokazatelj perzistentne i zajedničke komponente inflacije (engl. *Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) konstruiran je u svrhu utvrđivanja zajedničke komponente inflacije u sveobuhvatnom skupu kretanja cijena i trenutačno je najbolji barometar za srednjoročnu inflaciju u razdoblju poslije pandemije. Pokazatelj PCCI nalazi se na najnižoj razini raspona, a pokazatelj domaće inflacije (isključujući stavke HIPC-a s velikim udjelom uvoza) na najvišoj razini raspona. Pokazatelj supertemeljne (engl. *Supercore*) komponente inflacije, koji se sastoji od stavka HIPC-a osjetljivih na poslovni ciklus, a koji je u srpnju iznosio 2,9 %, ostao je nepromijenjen u odnosu na prethodni mjesec. Inflacija mjerena HIPCXX-om (odnosno inflacija mjerena HIPCX-om bez stavka povezanih s putovanjima, odjeće i obuće) također je u srpnju ostala nepromijenjena na razini od 2,7 %, a PCCI se blago povećao, s 1,7 % u lipnju na 1,8 % u srpnju. Pokazatelj domaće inflacije u srpnju se blago smanjio na 4,4 %, premda je i nadalje bio na ustrajno visokoj razini, odražavajući veliku važnost stavka usluga kao što su osiguranje, rekreacija i usluge smještaja.

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. Na grafikonu su prikazani samo odabrani pokazatelji. Siva isprekidana linija označuje inflacijski cilj ESB-a od 2 % u srednjoročnom razdoblju. Posljednji podatci odnose se na kolovoz 2024. (brza procjena) za HIPCX i na srpanj 2024. za ostale pokazatelje.

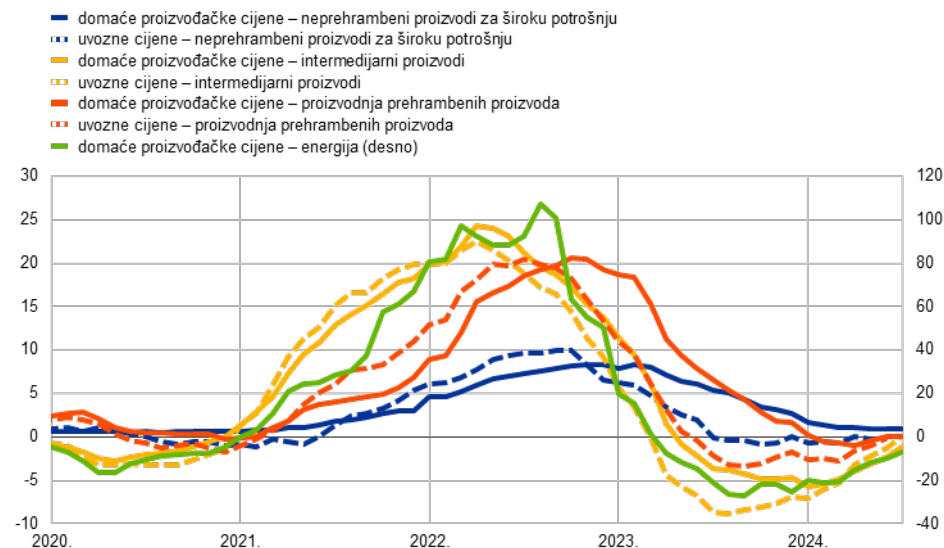
Pritisci proizvođačkih troškova ostali su umjereni, iako sada pokazuju naznake blagog povećavanja s niskih razina (Grafikon 11.).

U ranim fazama cjenovnog lanca inflacija proizvođačkih cijena energije, koja je bila negativna od ožujka 2023., blago se povećala na –6,9 % u srpnju 2024., s –9,6 % u lipnju. Godišnja stopa rasta proizvođačkih cijena za domaću prodaju intermedijarnih proizvoda također je ostala negativna, iako manje nego prethodnog mjeseca (povećanje s –2,3 % u lipnju na –1,2 % u srpnju). Godišnja stopa rasta uvoznih cijena iznosila je nula u srpnju, u odnosu na –1,3 %, koliko je iznosila u lipnju. U kasnijim fazama cjenovnog lanca inflacija domaćih proizvođačkih cijena neprehrambenih proizvoda za široku potrošnju u srpnju je ostala nepromijenjena na razini od 0,9 %, isto kao i kada je riječ o proizvodnji prehrambenih proizvoda, koja se zadržala na razini od 0,1 %. Pritisci koji se odnose na uvozne cijene proizvoda za široku potrošnju blago su se povećali u srpnju, djelomično zbog činjenice da je godišnja stopa promjene nominalnoga efektivnog tečaja eura postala uglavnom neutralna nakon prethodnog povećanja. Općenito gledajući, pritisci proizvođačkih troškova uglavnom su se stabilizirali, uz trenutačne naznake blagog povećavanja s niskih razina, što upućuje na iščezavanje učinka slabljenja pritisaka proizvođačkih troškova nakon prethodnih troškovnih šokova.

Grafikon 11.

Pokazatelji pritiska proizvođačkih troškova

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na lipanj 2024. kada je riječ o uvoznim cijenama neprehrambenih proizvoda za široku potrošnju i uvoznim cijenama proizvodnje prehrambenih proizvoda i na srpanj 2024. kada je riječ o ostalim pokazateljima.

Domaći troškovni pritisci, mjereni porastom deflatora BDP-a, dodatno su se smanjili u drugom tromjesečju 2024. iako su općenito ostali na povišenim razinama (Grafikon 12.). Godišnja stopa rasta deflatora BDP-a smanjila se na 3,0 % u drugom tromjesečju 2024., s 3,6 % u prethodnom tromjesečju. To je smanjenje odražavalo manje doprinose svih glavnih komponenta, uz najslabiji učinak jediničnih troškova rada. Slabiji učinak jediničnih troškova rada rezultat je slabljenja rasta plaća, mjenog naknadom po zaposlenom, koji se smanjio s 4,8 % u prvom tromjesečju 2024. na 4,3 % u drugom tromjesečju. Rast plaća mjenog naknadom po satu također se smanjio, s 5,0 % u prvom tromjesečju na 4,2 % u drugom tromjesečju 2024. Rast dogovorenih plaća smanjio se s 4,7 % u prvom tromjesečju na 3,5 % u drugom tromjesečju 2024., iako podatci o najnovijim sporazumima o plaćama iz ESB-ova sustava za praćenje budućega kretanja plaća upućuju na snažniji rast dogovorenih plaća u trećem tromjesečju 2024.⁷ Općenito gledajući, najnovija kretanja plaća upućuju na smanjivanje važnosti naknada za visoku prošlu inflaciju i dostizanje realnih plaća.⁸ Procjenjuje se da će godišnji rast naknade po zaposlenom u 2024. iznositi prosječno 4,5 % i potom se nastaviti smanjivati tijekom projekcijskog razdoblja, premda će i nadalje biti povišen u odnosu na povijesne razine zbog daljnje oskudice radne snage na tržištima rada i preostale naknade za inflaciju.

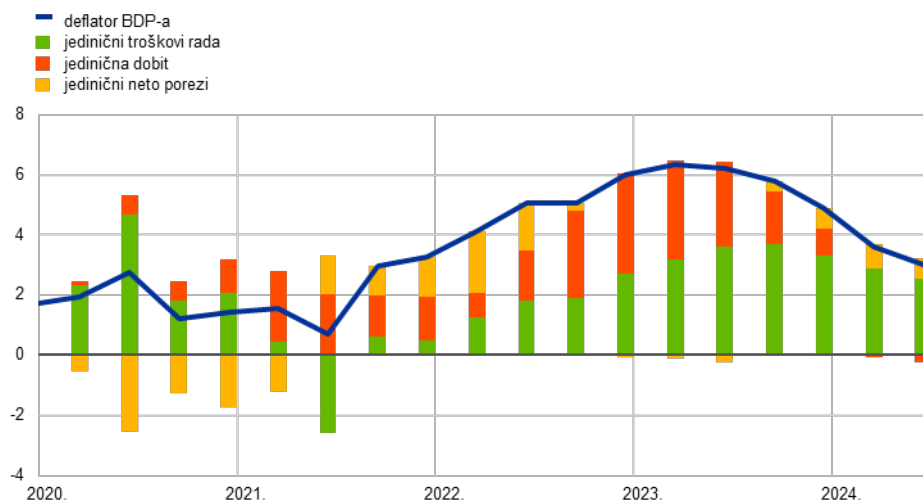
⁷ Vidi Górnicka i Koester (urednici), „A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area”, *Occasional Paper Series*, br. 338, ESB, veljača 2024.

⁸ Vidi okvir pod naslovom „Najnovija kretanja plaća i uloga rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće”, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB, 2024.

Grafikon 12.

Raščlamba deflatora BDP-a

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2024. Naknada po zaposlenom pozitivno pridonosi promjenama jediničnih troškova rada, a produktivnost rada negativno pridonosi tim promjenama.

Pokazatelji dugoročnih inflacijskih očekivanja koji se zasnivaju na anketama uglavnom su ostali nepromijenjeni i većinom su bili na razini od oko 2 %, a mjere zasnovane na tržišnim pokazateljima smanjile su se i približile toj razini u promatranom razdoblju (Grafikon 13.). Prosječna dugoročnija inflacijska očekivanja i medijan dugoročnih inflacijskih očekivanja (za 2029.) iznosili su 2,0 % u ESB-ovoj Anketi o prognozama stručnjaka (engl. *Survey of Professional Forecasters*) za treće tromjesečje 2024. i u ESB-ovoj Anketi monetarnih analitičara (engl. *Survey of Monetary Analysts*) iz rujna 2024. Mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima (na temelju HIPC-a bez duhanskih proizvoda) na duljem kraju krivulje prinosa smanjila su se za oko 27 baznih bodova, a petogodišnja kamatna stopa na petogodišnje terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije iznosila je oko 2,1 %. 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 sudionici na tržištu i nadalje očekuju da će inflacija iznositi oko 2 % u dugoročnijem razdoblju. Ishodi mjera inflacije u europodručju u kratkoročnom razdoblju zasnovanih na tržišnim pokazateljima također su se znatno smanjili, što upućuje na to da ulagači očekuju da će se inflacija nastaviti smanjivati i iznositi oko 2 % u ostatku 2024. te se potom ustaliti na razini nižoj od 2 % u sljedećoj godini. Promjene u očekivanjima sudionika na tržištu mogu se djelomično pripisati nižim globalnim cijenama energije, osobito kada je riječ o cijenama nafte, i zabrinutostima glede gospodarskog rasta u Sjedinjenim Američkim Državama. U promatranom razdoblju jednogodišnja kamatna stopa na jednogodišnje terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije smanjila se za 47 baznih bodova i trenutno iznosi 1,7 %. Kada je riječ o potrošačima, čini se da su se inflacijska očekivanja stabilizirala posljednjih mjeseci.

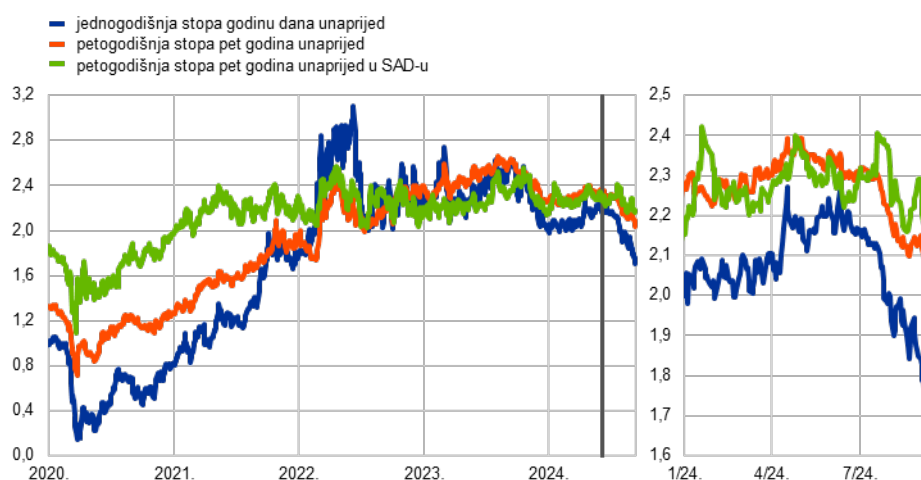
Prema ESB-ovoj anketi o očekivanjima potrošača iz srpnja 2024. medijan očekivanja glede ukupne inflacije za sljedećih godinu dana ostao je nepromijenjen i iznosio je 2,8 % (treći mjesec zaredom), a očekivanja za sljedeće tri godine blago su se povećala, s 2,3 % u lipnju na 2,4 %. Percepcija prošle inflacije smanjila se u srpnju 2024., iako je i nadalje viša od inflacijskih očekivanja u jednogodišnjem i trogodišnjem razdoblju.

Grafikon 13.

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

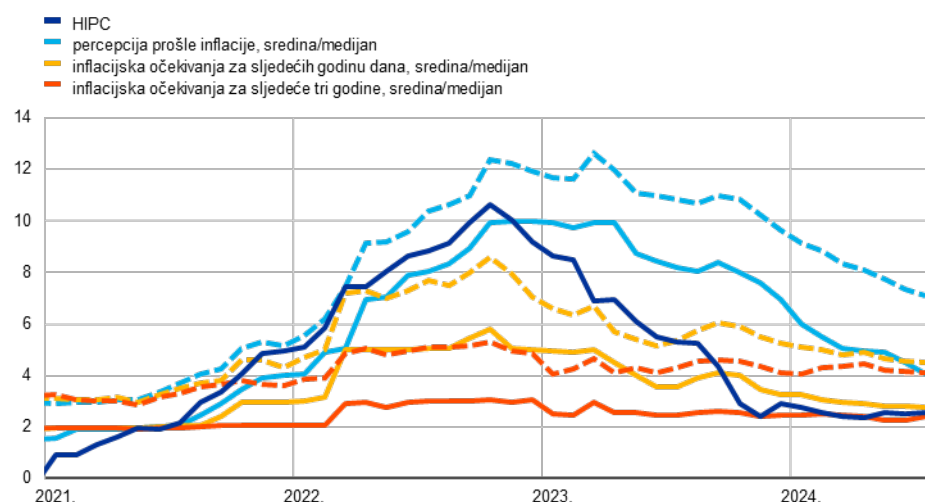
a) mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima

(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 6. lipnja 2024. Na panelu b) isprekidane linije označuju sredinu, a pune linije označuju medijan. Posljednji podatci odnose se na 11. rujna 2024. za terminske stope, na kolovoz 2024. (brza procjena) za HIPC i na srpanj 2024. za ostala mjerila.

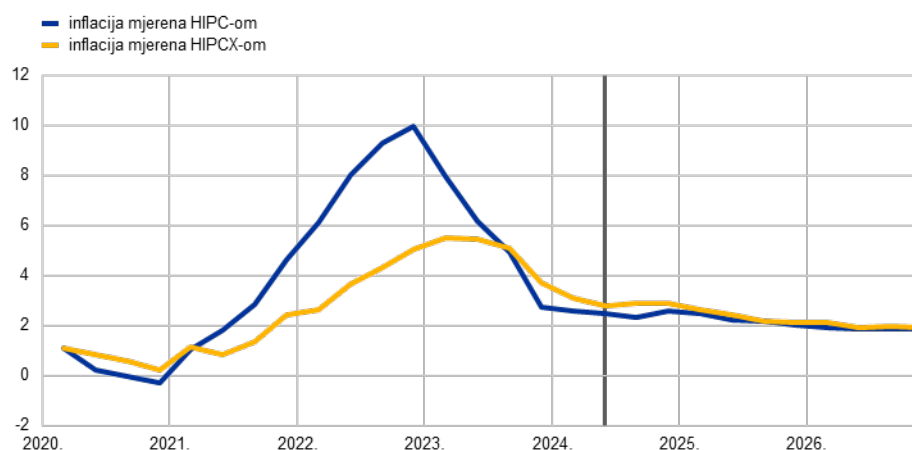
U makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2024. predviđa se da će prosječna stopa ukupne inflacije u 2024. iznositi 2,5 % i potom se

nastaviti smanjivati, na 2,2 % u 2025. i 1,9 % u 2026. (Grafikon 14.). Predviđa se da će se ukupna inflacija blago povećati u posljednjem tromjesečju 2024., uglavnom zbog baznih učinaka povezanih s cijenama energije, i potom se ponovo nastaviti smanjivati. To opće smanjenje u 2024. proizlazi iz kontinuiranog slabljenja pritiska proizvođačkih troškova i učinka pooštavanja monetarne politike. U sljedećim se godinama očekuje nastavak postupnog smanjivanja usporedno s nastavkom slabljenja pozitivnog učinka pritiska povezanih s rastom plaća i naknadom za inflaciju u uvjetima oskudice na tržištu rada. Izgledi za ukupnu inflaciju nisu promijenjeni u odnosu na projekcije iz lipnja 2024. Projekcije inflacije mjerene HIPCX-om za 2024. i 2025. revidirane su blago naviše za 0,1 % postotni bod u odnosu na projekcije iz lipnja 2024. jer je inflacija cijena usluga viša od očekivane. No stručnjaci ESB-a i nadalje očekuju ubrzan pad temeljne inflacije, s 2,9 % u 2024. na 2,3 % u 2025. i 2,0 % u 2026.

Grafikon 14.

Inflacija mjerena HIPC-om i HIPCX-om za europodručje

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i [makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz rujna 2024.](#)

Napomene: Siva vertikalna linija označuje posljednje tromjesečje prije početka projekcijskog razdoblja. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2024. za podatke i četvrto tromjesečje 2026. za projekcije. Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2024. dovršene su 29. kolovoza 2024., a krajnji datum za tehničke pretpostavke bio je 16. kolovoza 2024. Povijesni i aktualni podatci za inflaciju mjerenu HIPC-om i HIPCX-om na tromjesečnoj su osnovi.

4. Kretanja na financijskim tržištima

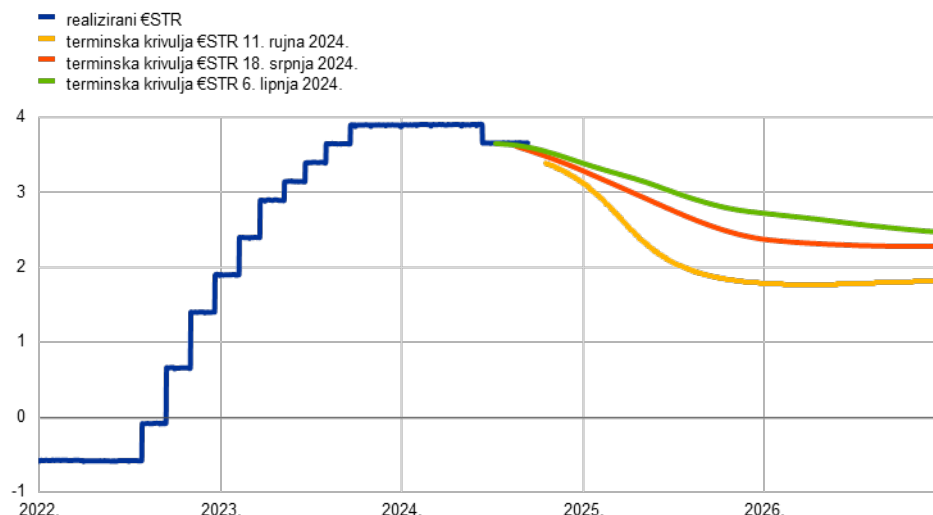
U promatranom razdoblju od 6. lipnja do 11. rujna 2024. opća ponovna procjena izgleda za gospodarski rast i inflaciju djelovala je na smanjivanje nerizičnih kamatnih stopa u glavnim razvijenim gospodarstvima. U europodručju terminske su se stope smanjile za sve rokove dospijeća, pri čemu sudionici na tržištu očekuju brža i izraženija kumulativna smanjenja kamatnih stopa monetarne politike. Preciznije rečeno, na kraju promatranog razdoblja terminske stope uključivale su kumulativno smanjenje kamatnih stopa za oko 60 baznih bodova do kraja godine, pri čemu su tržišta u potpunosti u obzir uzela smanjenje kamatne stope za 25 baznih bodova na sastanku Upravnog vijeća u rujnu. Dugoročne nerizične nominalne kamatne stope u europodručju također su se smanjile, ponajprije zbog smanjenja naknade za inflaciju, pri čemu su se dugoročne realne stope također blago smanjile. Prinosi na državne obveznice također su se smanjili, iako manje od nerizičnih stopa, uz određenu kolebljivost zbog prijevremenih izbora u Francuskoj i rasprodaje na globalnim dioničkim tržištima početkom kolovoza. Cijene rizične imovine bile su vrlo kolebljive u promatranom razdoblju. Početkom kolovoza cijene dionica zabilježile su znatan pad vrijednosti u uvjetima slabljenja sklonosti preuzimanju rizika i loših globalnih makroekonomskih podataka. Iako su se cijene dionica poduzeća u europodručju uglavnom oporavile od nepovoljnih kretanja početkom kolovoza, one su i nadalje ispod razina zabilježenih u lipnju zbog pogoršanih očekivanja glede zarada i većih premija za rizik. Na deviznim tržištima tečaj eura ponderiran obujmom trgovine malo je ojačao u odnosu na američki dolar, iako je ostao uglavnom stabilan.

Terminska krivulja prekonoćnih kamatnih ugovora o razmjeni (OIS) pomaknula se nadalje od sastanka Upravnog vijeća u lipnju s obzirom na to da sudionici na tržištu očekuju brža i izraženija kumulativna smanjenja kamatnih stopa monetarne politike (Grafikon 15.). Referentna eurska kratkoročna kamatna stopa (€STR) iznosila je prosječno 3,7 % tijekom promatranog razdoblja, nakon što je u skladu s općim očekivanjima Upravno vijeće na lipanjском sastanku odlučilo smanjiti ključne kamatne stope ESB-a za 25 baznih bodova. Višak likvidnosti smanjio se za oko 130 mlrd. EUR od 6. lipnja do 11. rujna i iznosio je 3.072 mlrd. EUR, ponajprije zbog otplata sredstava pozajmljenih u sklopu treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (operacije TLTRO III) u lipnju i smanjenja portfelja vrijednosnih papira koji se drže za potrebe monetarne politike jer Eurosustav više ne reinvestira glavnice dospjelih vrijednosnih papira u sklopu portfelja programa kupnje vrijednosnih papira (APP) i samo djelomično reinvestira glavnice u sklopu portfelja hitnog programa kupnje zbog pandemije (PEPP). Terminalska krivulja OIS koja se zasniva na €STR-u pomaknula se nadalje od sastanka Upravnog vijeća u lipnju u uvjetima znatnog smanjivanja mjerila naknade za inflaciju zasnovanih na tržišnim pokazateljima i loših globalnih makroekonomskih podataka. U tu je krivulju u potpunosti uključeno smanjenje stope od 25 baznih bodova na sastanku Upravnog vijeća u rujnu. Općenito gledajući, umjesto kumulativnog smanjenja kamatne stope od oko 35 baznih bodova tijekom 2024., koliko se očekivalo 6. lipnja, terminalska krivulja sada (11. rujna) uključuje kumulativno smanjenje od oko 60 baznih bodova.

Grafikon 15.

Terminske stope €STR

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: Bloomberg i izračun ESB-a

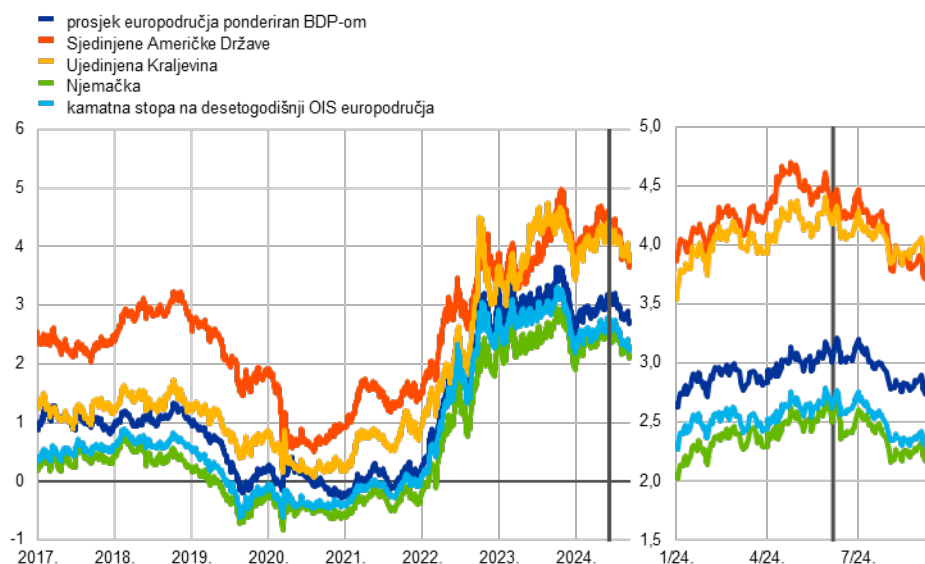
Napomena: Terminska krivulja procjenjuje se pomoću promptnih kamatnih stopa na prekonoćne kamatne ugovore o razmjeni (OIS) (€STR).

Dugoročne nerizične kamatne stope u europodručju također su se smanjile od sastanka Upravnog vijeća u lipnju, ali manje nego istovjetne stope u SAD-u (Grafikon 16.). Kamatna stopa na desetogodišnji OIS europodručja smanjila se za 41 bazni bod i iznosila oko 2,2 % na kraju promatranog razdoblja. To smanjenje dugoročnih nominalnih nerizičnih stopa odražava smanjenje komponente inflacije, djelomično zbog objavljenih makroekonomskih podataka za europodručje i povećanih globalnih rizika, iako se to može ponajprije pripisati objavljenim podacima iz SAD-a, koji su doveli do još snažnijih smanjenja dugoročnih kamatnih stopa u SAD-u. Preciznije rečeno, dugoročne nerizične kamatne stope u SAD-u znatnije su fluktuirale i više su se smanjile u promatranom razdoblju, osobito u danima objave makroekonomskih podataka. Osobito se prinos na desetogodišnje američke državne vrijednosne papire smanjio za 63 bazna boda na razinu od 3,7 %. Stoga se razlika između dugoročnih nerizičnih kamatnih stopa u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama smanjila za otprilike 20 baznih bodova. Prinos na desetogodišnje britanske državne obveznice smanjio se za 42 bazna boda i iznosio je 3,8 %.

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

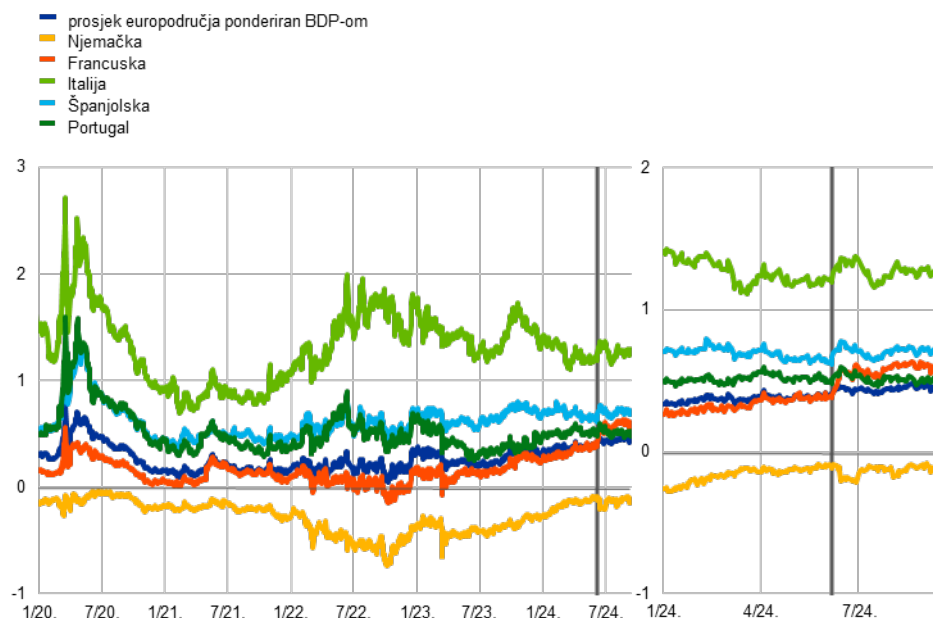
Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 6. lipnja 2024. Posljednji podatci odnose se na 11. rujna 2024.

Prinosi na državne obveznice europskog područja također su se smanjili, iako manje od nerizičnih kamatnih stopa, što je rezultiralo malo većim razlikama prinosa (Grafikon 17.). Na kraju promatranog razdoblja prinos na desetogodišnje državne obveznice europskog područja ponderiran BDP-om smanjio se za oko 37 baznih bodova i iznosio je oko 2,7 %, pri čemu se njegova razlika prinosa u odnosu na kamatnu stopu na OIS zasnovanu na €STR-u povećala za 4 bazna boda. Zamjetnija povećanja zabilježena su u razlici prinosa na desetogodišnje francuske državne obveznice u odnosu na prinos na desetogodišnji OIS, koja se znatno povećala nakon što su 9. lipnja u Francuskoj najavljeni prijevremeni parlamentarni izbori. Ta se razlika naknadno ponovo blago smanjila. Općenito gledajući, razlika prinosa na francuske državne obveznice povećala se za 17 baznih bodova u promatranom razdoblju. Povećanje razlike prinosa na državne obveznice zabilježeno je i u Grčkoj, Španjolskoj, Italiji i Portugalu, osobito u vrijeme prijevremenih izbora u Francuskoj i globalne rasprodaje na dioničkim tržištima početkom kolovoza. Međutim, do kraja promatranog razdoblja razlike prinosa na državne obveznice u europskom području uglavnom su se vratile na razine zabilježene na početku tog razdoblja, osim u Francuskoj.

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 6. lipnja 2024. Posljednji podatci odnose se na 11. rujna 2024.

Razlike prinosa na korporativne obveznice blago su se povećale kod poduzeća s investicijskim rejtingom, uz znatno povećanje kod poduzeća s visokim prinosima. Razlike prinosa na korporativne obveznice s investicijskim rejtingom umjereno su fluktuirale i bile su više za 14 baznih bodova na kraju promatranog razdoblja. Za razliku od toga, razlike prinosa u segmentu visokog prinosa povećale su se za 57 baznih bodova zbog kretanja razlika prinosa na obveznice financijskih i nefinancijskih društava, koje su se povećale za 33 odnosno 64 bazna boda.

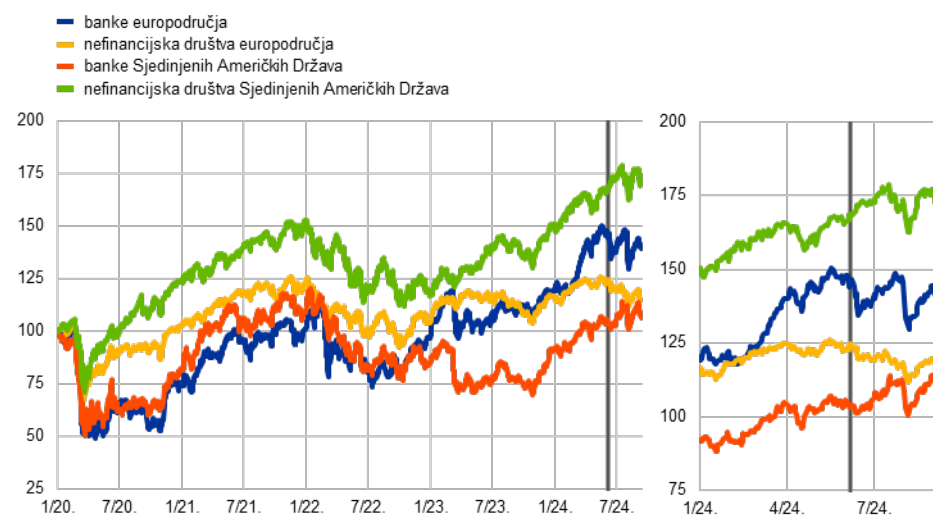
Iako su se cijene dionica u europskom području djelomično oporavile od znatnih gubitaka zabilježenih početkom kolovoza, zabilježeno je njihovo smanjenje na kraju promatranog razdoblja zbog pogoršanja raspoloženja prema riziku i loših makroekonomskih podataka na globalnoj razini (Grafikon 18.). Cijene dionica u europskom području bile su vrlo kolebljive u promatranom razdoblju. Najprije je došlo do njihova smanjenja tijekom prijevremenih izbora u Francuskoj, što je osobito pogodilo francuska poduzeća i čime je prigušena prethodno izražena sklonost preuzimanju rizika. Nakon toga početkom kolovoza zabilježen je znatan gubitak vrijednosti dionica zbog loših objavljenih makroekonomskih podataka koji su potaknuli strah od recesije u Sjedinjenim Američkim Državama i doveli do snažnog slabljenja sklonosti preuzimanju rizika na globalnoj razini. Iako su se cijene dionica na objema stranama Atlantika uglavnom oporavile od nepovoljnih kretanja početkom kolovoza, cijene dionica poduzeća u europskom području bile su nepovoljnije od cijena dionica u SAD-u. Zbog nepovoljnog utjecaja pogoršanja očekivanja glede zarada i većih premija za rizik, široki indeksi tržišta dionica u europskom području smanjili su se za 5 % u promatranom razdoblju, uz određene razlike među sektorima. Cijene dionica

nefinancijskih društava smanjile su se za 8 %, a cijene vlasničkih vrijednosnih papira banaka smanjile su se za 4 %. Opći indeks cijena dionica u Sjedinjenim Američkim Državama povećao se u promatranom razdoblju, pri čemu su se i cijene dionica nefinancijskih društava i cijene vlasničkih vrijednosnih papira banaka povećale za oko 3 %.

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 6. lipnja 2024. Posljednji podatci odnose se na 11. rujna 2024.

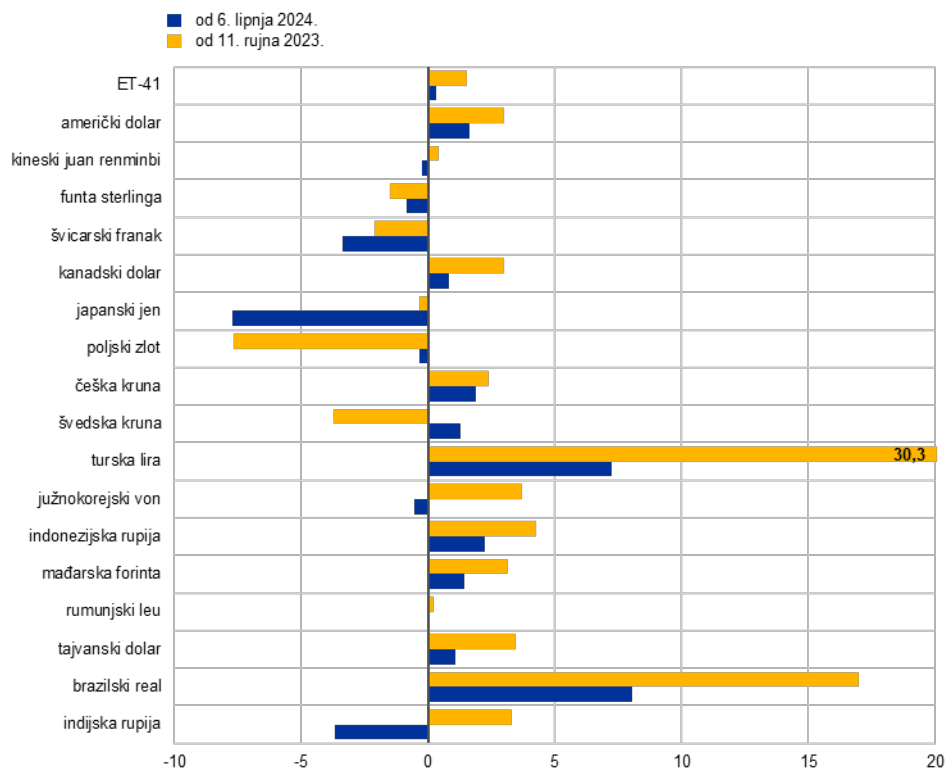
Na deviznim tržištima tečaj eura ponderiran obujmom trgovine ojačao je za 1,6 % u odnosu na američki dolar, premda je ostao uglavnom stabilan (Grafikon 19.).

Nominalni efektivni tečaj eura mjerjen u odnosu na valute 41 najvažnijega trgovinskog partnera europodručja ojačao je za 0,3 % u promatranom razdoblju. Aprecijacija eura u odnosu na američki dolar (1,6 %) uglavnom je potaknuta ponovnim određivanjem cijena naniže kada je riječ o očekivanjima sudionika na tržištu glede kretanja kamatnih stopa monetarne politike Sustava federalnih rezerva početkom kolovoza s obzirom na znakove normalizacije tržišta rada SAD-a. Euro je ojačao i u odnosu na neke valute zemalja s tržištima u nastajanju. Nasuprot tome, euro je znatno oslabio u odnosu na japanski jen (–7,7 %) i švicarski franak (–3,4 %) nakon smanjenja transakcija trgovanja pri kojima se skupljaju prekonoćne kamate (engl. *carry trades*) financiranih u tim valutama tijekom epizode povećane kolebljivosti na financijskim tržištima početkom kolovoza. Euro je oslabio za 0,8 % u odnosu na funtu sterlinga.

Grafikon 19.

Promjene tečaja eura u odnosu na odabrane valute

(promjene u postotcima)



Izvor: izračun ESB-a

Napomene: ET-41 jest nominalni efektivni tečaj eura u odnosu na valute 41 najvažnijega trgovinskog partnera europskog područja. Pozitivna (negativna) promjena odgovara aprecijaciji (deprecijaciji) eura. Sve promjene izračunate su primjenom deviznih tečajeva koji su vrijedili 11. rujna 2024.

5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja

Troškovi financiranja i nadalje su restriktivni. U srpnju 2024. složeni troškovi financiranja banaka i kamatne stope banaka na kredite u europodručju zadržali su se na visokim razinama. Stope rasta bankovnih kredita poduzećima i kućanstvima ostale su niske u uvjetima visokih kamatnih stopa na kredite, slaboga gospodarskog rasta i strogih standarda odobravanja kredita. U razdoblju od 6. lipnja do 11. rujna 2024. trošak tržišnog duga za poduzeća znatno se smanjio zbog pada nerizičnih kamatnih stopa, a trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima porastao je. Godišnja stopa rasta najširega monetarnog agregata (M3) pokazala je naznake stabiliziranja na niskim razinama, a neto inozemni priljevi i nadalje su najviše pridonosili rastu.

Troškovi financiranja banaka u europodručju zadržali su se na visokoj razini.

Složeni trošak dužničkog financiranja banaka europodručja ostao je stabilan na visokim razinama od siječnja 2024. i nije se mijenjao u srpnju (Grafikon 20., panel a)). Troškovi financiranja banaka i nadalje su bili visoki zbog kontinuiranog preusmjeravanja financiranja prema skupljim izvorima kao što su oročeni depoziti, na koje se primjenjuje viša stopa remuneracije nego na prekonoćne depozite, i izdavanje bankovnih obveznica u uvjetima postupnog ukidanja financiranja ciljanim operacijama dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO). Kamatne stope na oročene depozite i, u manjoj mjeri, prekonoćne depozite smanjivale su se od svibnja do lipnja, a u srpnju su ostale nepromijenjene. Kamatne stope na depozite s otkaznim rokom ostale su uglavnom stabilne. Prinosi na bankovne obveznice padali su u uvjetima smanjenja kamatnih stopa monetarne politike u lipnju i korekcije krivulje nerizičnih kamatnih stopa, iako je određena kolebljivost na tržištima obveznica tijekom ljeta sprječavala veću prilagodbu troškova tržišnog financiranja (Grafikon 20., panel b)).

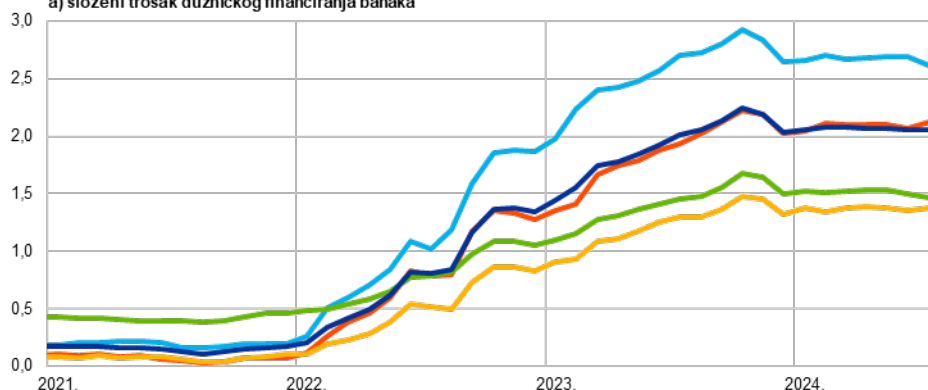
Grafikon 20.

Složeni troškovi financiranja banaka u odabranim državama europskog područja

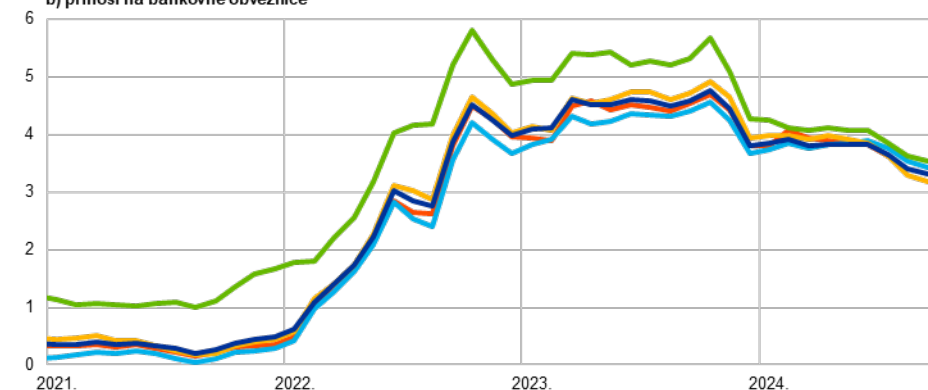
(postotci na godišnjoj razini)

■ europsko područje
■ Njemačka
■ Francuska
■ Italija
■ Španjolska

a) složeni trošak dužničkog financiranja banaka



b) prinosi na bankovne obveznice



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

Napomene: 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 dospelja i depozite s otkaznim rokom, ponderiranih odgovarajućim nepodmirenim iznosima. Prinosi na bankovne obveznice jesu mjesečni prosjeci za nadređene tranše obveznica. Posljednji podatci odnose se na srpanj 2024. za složeni trošak dužničkog financiranja banaka (panel a)) i na 11. rujna 2024. za prinose na bankovne obveznice (panel b)).

Kamatne stope banaka na kredite poduzećima i kućanstvima bile su neznatno manje u srpnju u odnosu na svibanj, pa su i nadalje ostale blizu najviših razina u posljednjih dvanaest godina. Nakon blagog pada u lipnju kamatne stope na kredite nefinancijskim društvima ostale su uglavnom nepromijenjene u srpnju i iznosile su 5,06 % (Grafikon 21., panel a)) uz razlike među državama europskog područja i dospijecima. Kamatne stope na nove kredite kućanstvima za kupnju kuće malo su se smanjile, na 3,75 % u srpnju, nakon što su četiri mjeseca bile uglavnom stabilne na razini od približno 3,80 % (Grafikon 21., panel b)), iako uz određeni stupanj heterogenosti među državama.

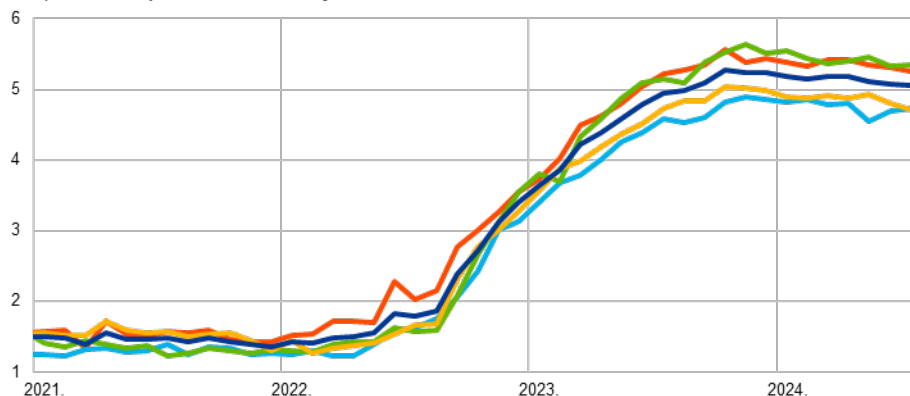
Grafikon 21.

Složene kamatne stope banaka na kredite poduzećima i kućanstvima u odabranim državama

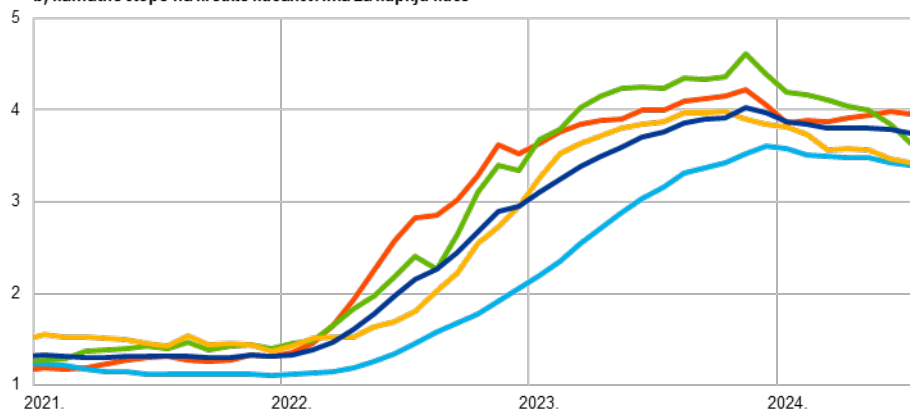
(postotci na godišnjoj razini)

■ europa područje
■ 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 uporabom 24-mjesečnog pomičnog prosjeka iznosa novih poslova. Posljednji podatci odnose se na srpanj 2024.

U razdoblju od 6. lipnja do 11. rujna 2024. trošak tržišnog duga za poduzeća znatno se smanjio zbog pada nerizičnih kamatnih stopa, a trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima porastao je. 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 srpnju, što je malo niže od razine u lipnju, odnosno ispod višegodišnje visoke razine koju je dosegnuo u listopadu 2023. (Grafikon 22.).⁹ To je posljedica pada troškova svih komponenata financiranja nefinancijskih društava osim troška kratkoročnih kredita banaka, koji su ostali gotovo nepromijenjeni. Dnevni podatci koji obuhvaćaju razdoblje od 6. lipnja do 11. rujna 2024. potvrđuju smanjenje troška tržišnog duga zbog znatnog smanjenja nerizične

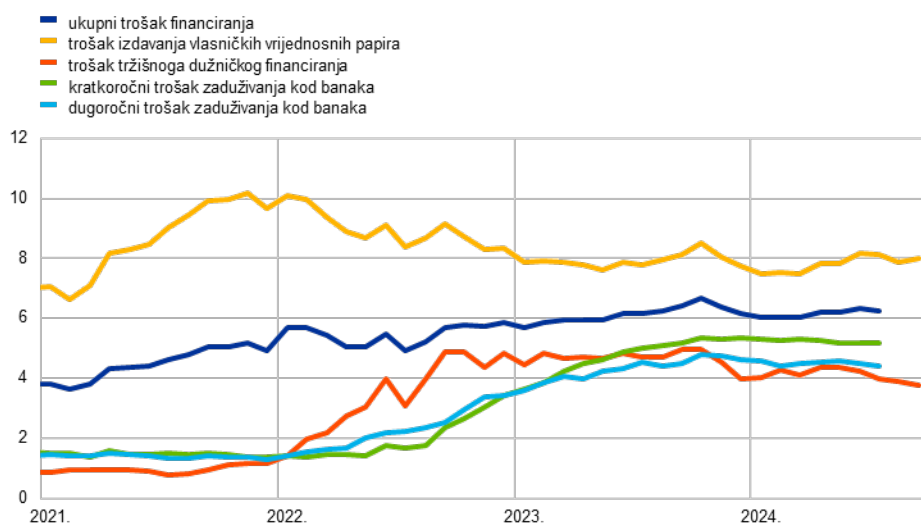
⁹ S obzirom na dostupnost podataka o troškovima zaduživanja kod banaka s odmakom podatci o ukupnom trošku financiranja za nefinancijska društva dostupni su samo za razdoblje do srpnja 2024.

kamatne stope, koja je aproksimirana kamatnom stopom na desetogodišnje prekonoćne ugovore o razmjeni, što je samo djelomično neutralizirano malim povećanjem razlika prinosa na obveznice koje su izdala nefinancijska društva, posebice u segmentima visokih prinosa. Bez obzira na pad nerizične kamatne stope trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima povećavao se tijekom istog razdoblja, potaknut rastom premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira.

Grafikon 22.

Nominalni trošak vanjskog financiranja za poduzeća u europodručju, raščlanjen na komponente

(postotci na godišnjoj razini)



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

Napomene: Ukupni trošak financiranja za nefinancijska društva zasniva se na mjesečnim podatcima i izračunava se kao ponderirani prosjek dugoročnog i kratkoročnog 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 11. rujna 2024. za trošak tržišnog dužničkog financiranja i za trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (dnevni podatci) i srpanj 2024. za ukupni trošak financiranja i trošak zaduživanja kod banaka (mjesečni podatci).

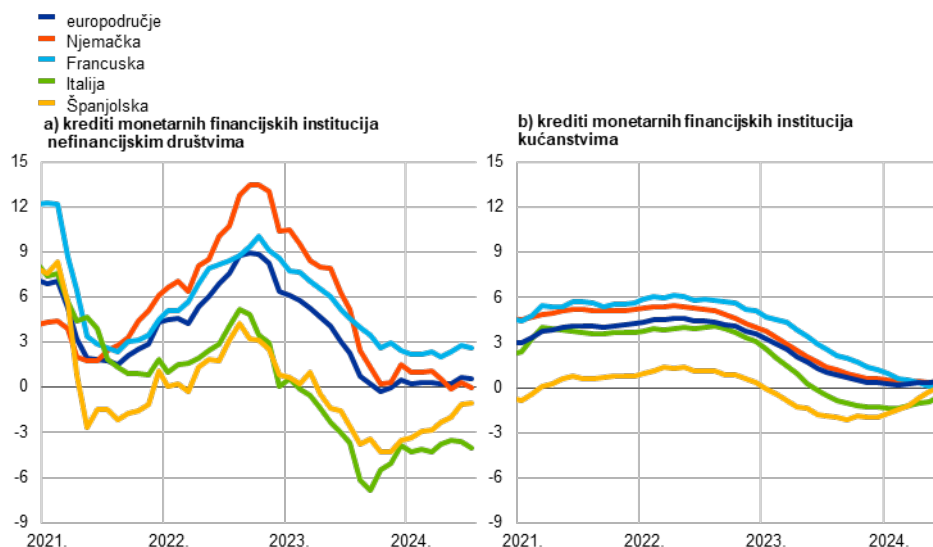
Tokovi vanjskog financiranja poduzeća i zaduživanje kućanstava ostali su slabi u uvjetima visokih kamatnih stopa na kredite, slaboga gospodarskog rasta i strogih standarda odobravanja kredita. U srpnju se godišnja stopa rasta bankovnog kreditiranja poduzeća smanjila na 0,6 %, što je neznatan pad u odnosu na 0,7 % u lipnju (Grafikon 23.).

Kratkoročni tokovi bankovnog kreditiranja poduzećima i nadalje su kolebljivi, a kreditiranje uz dulje rokove dospjeća usporava se, odnosno gotovo uopće ne raste, što je u skladu sa slabim ulaganjima. Izdavanje dužničkih vrijednosnih papira poduzeća u razdoblju od svibnja do srpnja također je bilo gotovo jednako nuli u uvjetima kolebljivosti. Godišnja stopa rasta kreditiranja kućanstava blago je porasla, s 0,3 % u lipnju na 0,5 % u srpnju, pa je i nadalje ostala niska. Takvi podatci odražavaju slabo kreditiranje za kupnju kuće (godišnji rast od 0,5 % u srpnju) i kreditiranje u druge svrhe (u srpnju je na godišnjoj razini zabilježena kontrakcija od 2,7 %). Međutim, rast potrošačkih kredita bio je otporniji (godišnji rast od 2,8 % u srpnju). ESB-ova [anketa o očekivanjima potrošača](#) u srpnju 2024. potvrdila je da i nadalje velik neto postotak ispitanika smatra da je dostupnost kredita bila otežana tijekom prethodnih dvanaest mjeseci te očekuje da će postati još teža tijekom idućih dvanaest mjeseci.

Grafikon 23.

Krediti monetarnih financijskih institucija u odabranim državama europodručja

(godišnje promjene u postotcima)



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. Posljednji podatci odnose se na srpanj 2024.

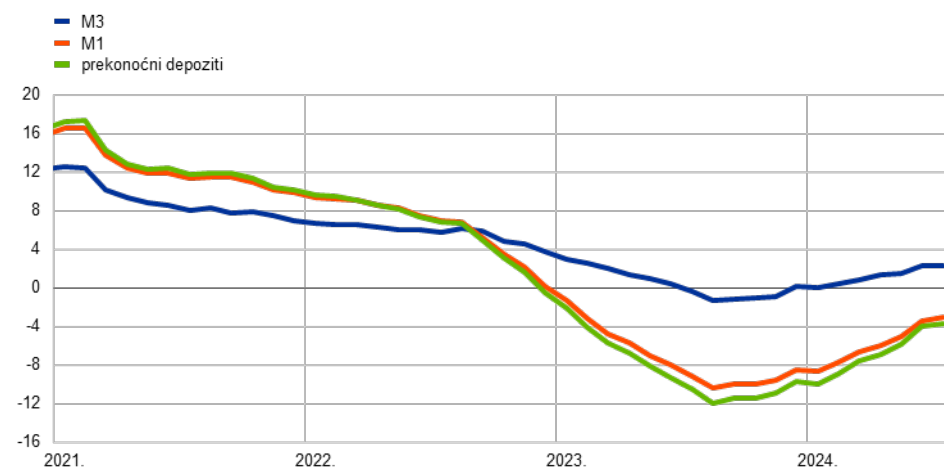
Godišnja stopa rasta najširega monetarnog agregata (M3) u europodručju pokazala je naznake stabiliziranja na niskim razinama, a neto inozemni priljevi i nadalje su najviše pridonosili rastu.¹⁰ Rast M3 ostao je nepromijenjen u srpnju i iznosio je 2,3 % u uvjetima kolebljivih mjesečnih tokova (Grafikon 24.). Godišnji rast najužega monetarnog agregata (M1), koji uključuje najlikvidniju imovinu M3, ostao je negativan, ali se dodatno povećao na –3,1 % u srpnju u odnosu na –3,4 % u lipnju. Isto tako, godišnja stopa rasta prekonoćnih depozita porasla je na –3,6 % u srpnju u odnosu na –4,0 % u lipnju. Inozemni priljevi i nadalje su jedini postojan pozitivan pokretač rasta novčane mase u uvjetima potisnutoga kreditiranja kućanstava i poduzeća, kontinuiranog smanjivanja bilance Eurosustava i izdavanja dugoročnih bankovnih obveznica (koje nisu uključene u M3) u okružju kontinuirane otplate sredstava odobrenih u sklopu operacija TLTRO.

¹⁰ Vidi okvir pod naslovom „Dinamika novčane mase i kredita u europodručju i usporedba s kretanjima u Sjedinjenim Američkim Državama” u ovom broju Ekonomskog biltena.

Grafikon 24.

M3, M1 i prekonoćni depoziti

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



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na srpanj 2024.

6. Fiskalna kretanja

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2024. očekuje se da će se manjak opće države u europodručju smanjiti s 3,6 % BDP-a u 2023. na 3,3 % BDP-a u 2024. i zatim na 3,2 % u 2025. i 3,0 % u 2026. Predviđa se da će se fiskalna politika u europodručju znatno pooštriti u 2024. te dodatno pooštriti, iako slabijim intenzitetom, u sljedeće dvije godine. Pooštavanje u 2024. uglavnom odražava ukidanje velikog dijela mjera potpore povezanih s energijom i inflacijom. Daljnje pooštavanje u 2025. i 2026. posljedica je daljnjeg smanjivanja preostalih mjera energetske potpore, povećanja izravnih poreza i doprinosa za socijalno osiguranje te sporijeg rasta fiskalnih transfera. Vlade će uskoro objaviti svoje srednjoročne fiskalno-strukturne planove prvi put u sklopu revidiranog okvira gospodarskog upravljanja EU-a. Provedba revidiranog okvira u cijelosti, transparentno i bez odgode pomoći će vladama u održivom smanjivanju proračunskog manjka i omjera duga i BDP-a. Vlade bi sad trebale odlučno krenuti u tom smjeru u srednjoročnim planovima.

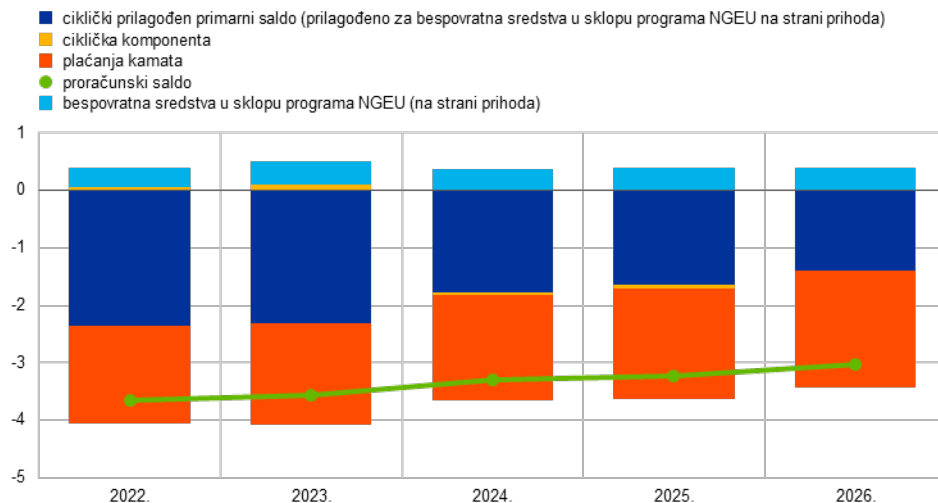
Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2024. saldo proračuna opće države u europodručju umjereno će se poboljšati u projekcijskom razdoblju (Grafikon 25.).¹¹ Proračunski manjak u europodručju u 2022. i 2023. bio je stabilan i iznosio je 3,6 % BDP-a, no trebao bi se postupno smanjiti tijekom projekcijskog razdoblja na 3,3 % BDP-a u 2024., te dodatno na 3,2 % u 2025. i 3,0 % u 2026. Predviđeno kretanje uglavnom odražava ciklički prilagođen primarni saldo koji se u projekcijskom razdoblju postupno smanjuje, ali ostaje negativan, s najvećim smanjenjem u 2024. zbog ukidanja preostalih mjera potpore povezanih s energijom i inflacijom. 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 dospijeca državnog duga.

¹¹ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, rujna 2024.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 12. rujna 2024.

Grafikon 25.

Proračunski saldo i njegove komponente

(postotak BDP-a)



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

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

U odnosu na projekcije stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2024. predviđa se nešto veći proračunski manjak tijekom cijeloga projekcijskog razdoblja. Na nepovoljnije izglede utječe viša razina diskrecijskih fiskalnih politika jer je sada u nekim državama manje vjerojatno da će se planovi konsolidacije ostvariti. Osim toga, negativni kompozicijski učinci iz novih makroekonomskih projekcija pridonose višem primarnom manjku i odražavaju korekcije naniže važnih izvora poreznih prihoda kao što su naknade zaposlenima i nominalna privatna potrošnja. Zbog toga je proračunski saldo kao postotak BDP-a korigiran naniže za 0,2 postotna boda u 2024. i za dodatnih 0,4 odnosno 0,5 postotnih bodova u 2025. i 2026.

I nadalje se predviđa da će se fiskalna politika u europodručju znatno pooštriti u 2024. i još nešto više u sljedeće dvije godine.¹² 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 0,5 postotnih bodova BDP-a). To uglavnom odražava ukidanje velikog dijela mjera državne potpore povezanih s energijom i inflacijom. Predviđa se da će se karakter fiskalne politike nastaviti pooštavati u 2025. i 2026., iako mnogo sporijim tempom, zbog daljnjeg smanjivanja preostalih mjera energetske potpore, povećanja izravnih poreza i doprinosa za socijalno osiguranje i sporijeg rasta fiskalnih transfera. Očekuje se da će te činitelje koji utječu na pooštavanje samo djelomično neutralizirati povećanja državne

¹² 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.

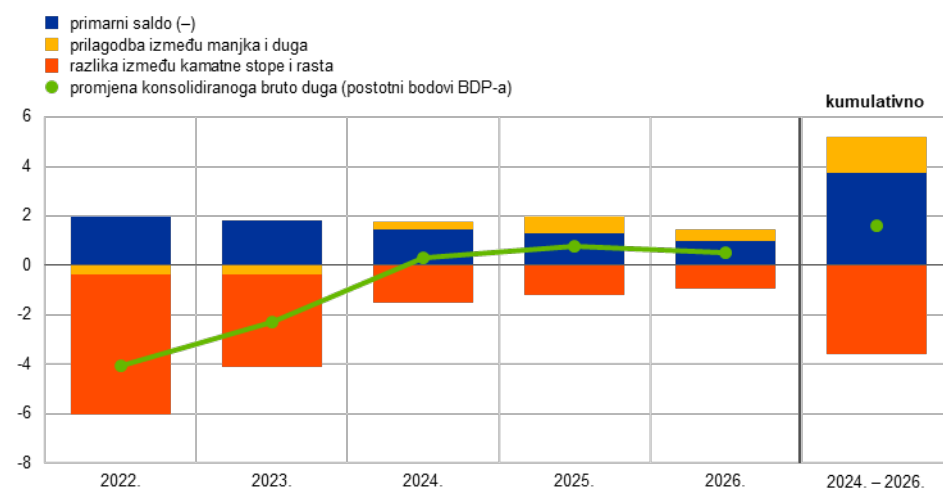
potrošnje i ulaganja. Stoga ukupno pooštavanje fiskalne politike u projekcijskom razdoblju od 2024. do 2026. iznosi 0,9 postotnih bodova BDP-a.

Očekuje se da će omjer duga i BDP-a europodručja polako porasti s već povišene razine (Grafikon 26.). Udio duga znatno se povećao u pandemiji i dosegnuo oko 97 % u 2020., iako se otada postupno smanjuje. Međutim, izgleda da je tome poboljšanju došao kraj. Sada se očekuje da će udio duga polako rasti s oko 88 % BDP-a u 2023. do gotovo 90 % BDP-a do kraja projekcijskog razdoblja zbog nastavka primarnog manjka i očekivanih pozitivnih usklađivanja manjka i duga, samo donekle neutraliziranih smanjenim, ali i nadalje negativnim razlikama između kamatnih stopa i stopa rasta.

Grafikon 26.

Pokretači promjene državnog duga u europodručju

(postotci BDP-a, ako nije navedeno drugačije)



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

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

Provedba revidiranog okvira gospodarskog upravljanja EU-a u cijelosti, transparentno i bez odgode pomoći će vladama u održivom smanjivanju proračunskog manjka i omjera duga i BDP-a. Kao prvi korak u fazi provedbe novog okvira upravljanja, države članice bile su dužne prvi put podnijeti svoje srednjoročne fiskalno-strukturne planove Europskoj komisiji do 20. rujna. Međutim, nekoliko je država najavilo kašnjenje do 15. listopada radi usklađivanja s podnošenjem nacrtu proračunskih planova za 2025. Vlade bi sad trebale odlučno krenuti u tom smjeru u srednjoročnim planovima. Na razini europodručja u godinama koje dolaze bit će potrebna konsolidacija javnih financija koja pogoduje rastu.

Okviri

1. Rast produktivnosti rada u europodručju i u Sjedinjenim Američkim Državama: kratkoročna i dugoročna kretanja

Priredili: António Dias da Silva, Paola Di Casola, Ramon Gomez-Salvador i Matthias Mohr

U razdoblju od četvrtog tromjesečja 2019. do drugog tromjesečja 2024.

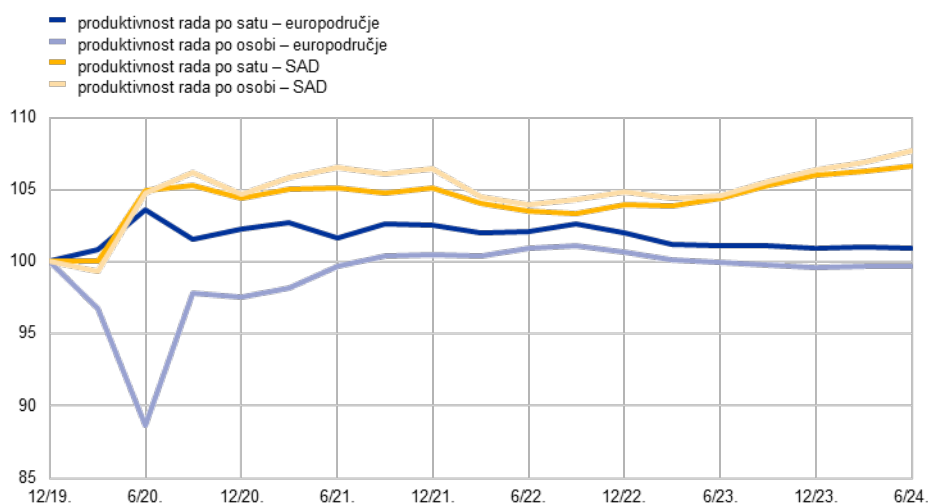
produktivnost rada po odrađenom satu u europodručju povećala se za 0,9 %, dok se u Sjedinjenim Američkim Državama povećala za 6,7 %. Rast

produktivnosti rada u europodručju u prošlosti zaostajao je za onim u Sjedinjenim Američkim Državama, ali kretanja u europodručju od početka pandemije bila su posebno slaba. Odstupanje u rastu produktivnosti započelo je u drugom tromjesečju 2020. kad je došlo do znatnijeg smanjenja ukupnog inputa rada kao udjela u BDP-u u Sjedinjenim Američkim Državama nego u europodručju, što je dovelo do izraženijeg oporavka produktivnosti (Grafikon A). Tome je djelomično pridonijela provedba programa za očuvanje radnih mjesta u europodručju, dok je nezaposlenost naglo rasla u SAD-u. Nakon kratkog smanjivanja, jaz u porastu produktivnosti počeo se opet povećavati nakon sredine 2022., kada je rast produktivnosti u europodručju bio potisnut nakon velikog šoka cijena energije. U ovom okviru bavimo se ulogom sektorske produktivnosti i povijesnih kretanja u objašnjavanju nedavnog jaza u ukupnom rastu produktivnosti između te dvije regije. Taj jaz odražava i cikličke i strukturne činitelje.

Grafikon A

Produktivnost rada u europodručju i u Sjedinjenim Američkim Državama

(4. tr. 2019. = 100)



Izvori: Eurostat, Bureau of Economic Analysis i Bureau of Labour Statistics

Napomena: Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2024.

Sporiji rast produktivnosti rada u europodručju u razdoblju od četvrtog tromjesečja 2019. do prvog tromjesečja 2024. bio je dosta široko rasprostranjen u svim sektorima.

U Sjedinjenim Američkim Državama produktivnost rada po satu u tržišnim uslugama povećala se za 12,4 %, dok se u europodručju povećala za samo 3,8 % u istom razdoblju (Grafikon B). Dva su podsektora zabilježila znatno jači rast u Sjedinjenim Američkim Državama nego u europodručju. U Sjedinjenim Američkim Državama informacije i komunikacije porasle su za 27,2 %, a stručne usluge za 18,7 %. Nasuprot tome, ti podsektori u europodručju porasli su samo za 6,5 % odnosno 5,0 %. Kada je riječ o industrijskom sektoru, produktivnost rada po satu povećala se za 8,8 % u Sjedinjenim Američkim Državama, a u europodručju za samo 0,8 %. Međutim, u razdoblju od četvrtog tromjesečja 2019. do prvog tromjesečja 2022. rast produktivnosti u industrijskom sektoru bio je sličan u obje regije. Nasuprot tome, rast cijena plina od 2021., čemu su znatno pridonijele posljedice rata koji Rusija vodi protiv Ukrajine, bio je jači i trajao je dulje u Europi nego u Sjedinjenim Američkim Državama. Stoga je imao znatno snažniji učinak na industrijski sektor u europodručju gdje se rast proizvodnje usporio, a zaposlenost se zadržala na visokoj razini. Od sva četiri sektora prikazana u Grafikonu B samo je sektor javnih usluga zabilježio viši rast produktivnosti u europodručju nego u Sjedinjenim Američkim Državama. Prethodna analiza pokazala je da je veći rast produktivnosti u Sjedinjenim Američkim Državama od pandemije povezan s nadomještanjem zaposlenih na tržištu rada i većim ulaganjem u digitalizaciju.¹ Ta opća kretanja naglašavaju suprotnu cikličku narav produktivnosti u dvjema regijama. Dok je produktivnost u europodručju vrlo prociklična, obično je manje takva u Sjedinjenim Američkim Državama, gdje je rad fleksibilnije prilagođen proizvodnji.² Budući da je rast BDP-a bio slabiji u europodručju u odnosu na Sjedinjene Američke Države, snažnija procikličnost u europodručju stoga je povećala razlike u rastu produktivnosti.

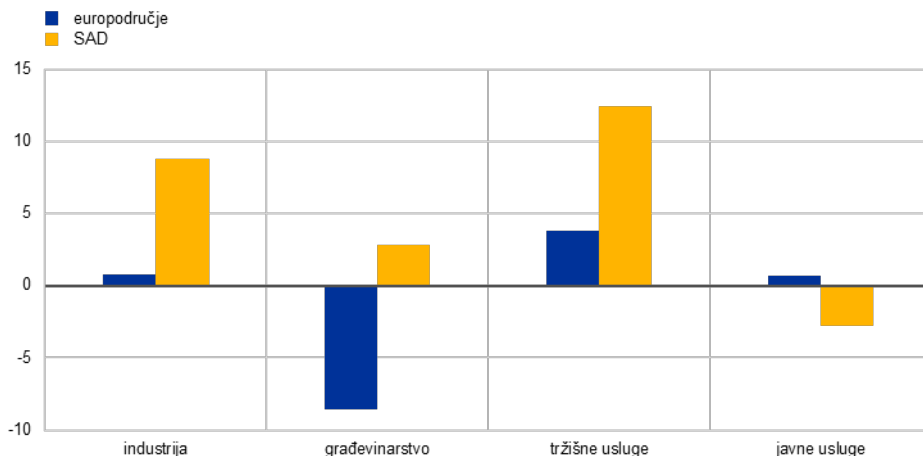
¹ Vidi Dao, M. i Platzer, J., „[Post-pandemic Productivity Dynamics in the United States](#)”, *IMF Working Papers*, sv. 2024, br. 124, MMF. U vezi s tim, industrijska politika u Sjedinjenim Američkim Državama, poput zakona o smanjenju inflacije i zakona o čipovima i znanosti, možda je bila učinkovitija u poticanju ulaganja u ključnim sektorima, kako zaključuju 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*, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 17. svibnja, 2024. Vidi i okvir pod naslovom „[Oporavak nakon pandemije – zašto je rast u europodručju sporiji nego u Sjedinjenim Američkim Državama](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2024., u kojem je pokazano da su privatna ulaganja bila znatnija u Sjedinjenim Američkim Državama nego u europodručju.

² Vidi Fernald, J. G. i Wang, J. C., „[Why Has the Cyclicalities of Productivity Changed? What Does It Mean?](#)”, *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, 2016-07, Arce, Ó. i Sondermann, D., „[Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#)”, *ESB-ov blog*, 6. svibnja 2024., okvir pod naslovom „[Pokretači rasta zaposlenosti u europodručju nakon pandemije – gledište zasnovano na modelu](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2024., okvir pod naslovom „[Povećanje profitnih marža pomoglo je poduzećima u zadržavanju radne snage](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2024. i Arce, Ó., Consolo, A., Dias Da Silva, A. i Mohr, M., „[More jobs but fewer working hours](#)”, *ESB-ov blog*, 7. lipnja 2023.

Grafikon B

Produktivnost rada po satu po glavnim sektorima

(kumulativna promjena od četvrtog tromjesečja 2019. do prvog tromjesečja 2024.)



Izvori: Eurostat, Bureau of Economic Analysis i Bureau of Labour Statistics

U obje regije rast produktivnosti uglavnom je bio potaknut rastom unutar sektora, a ne promjenom sektorskog sastava.

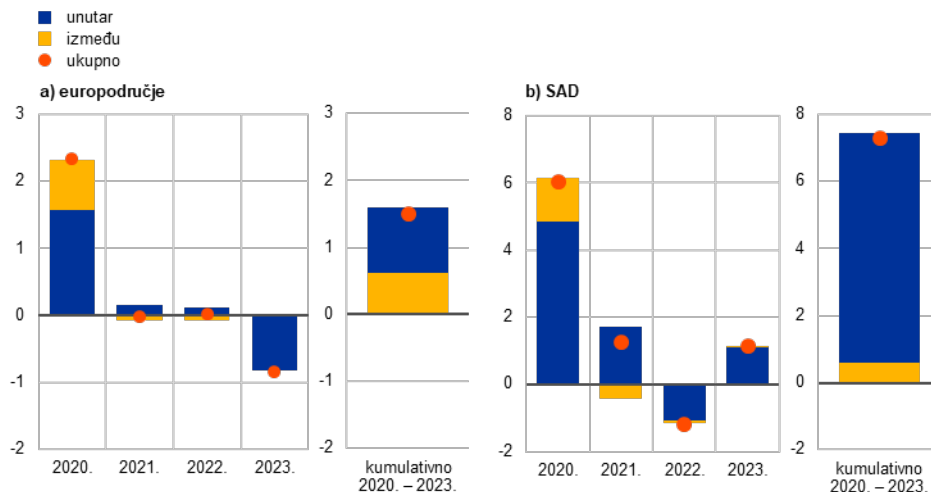
To se dogodilo unatoč naglim promjenama proizvodnje u svim sektorima za vrijeme pandemije – u početku zbog mjera zatvaranja, a potom zbog poremećaja u globalnim opskrbnim lancima.³ Preraspodjela rada iz sektora s niskom u sektore s visokom produktivnošću (između komponenata) bila je pozitivna 2020., ali imala je ograničen pozitivan učinak na kumulativnu promjenu produktivnosti nakon prvog tromjesečja 2020. u obje regije (Grafikon C). Taj ograničen utjecaj odražavao je zatvaranje i naknadno ponovno otvaranje sektora s niskom produktivnošću. Pozitivna preraspodjela ostvarena 2020. uglavnom čini polovinu kumulativnog rasta produktivnosti u europodručju od 2020. do 2023. Taj je učinak bio jednako velik u Sjedinjenim Američkim Državama, ali čini se ograničeniji u relativnom smislu zbog znatno većeg rasta produktivnosti te zemlje.

³ Vidi okvir pod naslovom „Recent country-specific and sectoral developments in labour productivity in the euro area“, *Ekonomski bilten*, broj 5, ESB, 2024.; članak pod naslovom „The impact of recent shocks and ongoing structural changes on euro area productivity growth“, *Ekonomski bilten*, broj 2, ESB, 2024. i Consolo, A. i Petroulakis, F., „Did COVID-19 induce a reallocation wave?“ *Economica*, uskoro.

Grafikon C

Analiza udjela pomaka kretanja produktivnosti rada po satu

(godišnje i kumulativne promjene, 2020. – 2023.)



Izvori: Izračun stručnjaka ESB-a na temelju podataka Eurostata, Bureau of Economic Analysis i Bureau of Labor Statistics
Napomena: Izračun slijedi analizu udjela pomaka u radu Denis, C., McMorrow, K. i Röger, W., „An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)”, *European Economy – Economic Papers*, broj 208, Europska komisija, srpanj 2004., str. 78.

Kretanja iz razdoblja nakon pandemije pridonose povećanju jaza u produktivnosti između europodručja i Sjedinjenih Američkih Država tijekom dva desetljeća, upućujući na ulogu strukturnih činitelja. U razdoblju od 1995. do 2019. produktivnost rada po odrađenom satu u SAD-u povećala se za oko 50 % odnosno 2,1 % godišnje. U europodručju povećao se za samo 28 %, odnosno 1 % godišnje u tom razdoblju.⁴ Dekompozicija produktivnosti u produbljivanje kapitala i ukupnu faktorsku produktivnost (engl. *total factor productivity*, TFP) pokazuje da je u prvom desetljeću ovog stoljeća produktivnost europodručja pretrpjela izražen pad TFP-a (Grafikon D). Od 2014. do 2019. TFP donekle se oporavio, dok je doprinos produbljivanja kapitala bio negativan. Neki autori smatraju da je veća sposobnost Sjedinjenih Američkih Država da stvaraju i rabe digitalne tehnologije u proizvodnom procesu jedan od glavnih činitelja jaza u produktivnosti između SAD-a i europodručja.⁵ Iako je nedavno povećanje nezakonitog useljavanja možda donekle povećalo rast produktivnosti od pandemije, procjenjuje se da je njegov učinak ograničen. Učinak digitalizacije u europodručju vrlo je heterogen u svim sektorima i pogoduje znatno manjem broju poduzeća nego u Sjedinjenim Američkim Državama. To djelomično može biti povezano s relativno manjom veličinom poduzeća u europodručju.⁶ Naš izračun pomoću baze podataka EU KLEMS (o inputima o

⁴ U istom razdoblju produktivnost rada po zaposlenom u SAD-u povećala se za oko 44 % odnosno 1,8 % godišnje, dok se u europodručju povećala za samo 20 % odnosno 0,8 % godišnje.

⁵ Vidi Van Ark, B., O'Mahoney, M. i Timmer, M., „The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes”, *Journal of Economic Perspectives*, sv. 22, br. 1, 2008., str. 25. – 44., Schivardi, F. i Schmitz, T., „The IT Revolution and Southern Europe's Two Lost Decades” *Journal of the European Economic Association*, sv. 8, br. 5, 2020., str. 2441. – 2486. i Hsieh, C.-T., Klenow, P. J. i Shimizu, K., „Romer or Ricardo?”, *Working Papers*, Hoover Institution, 2022.

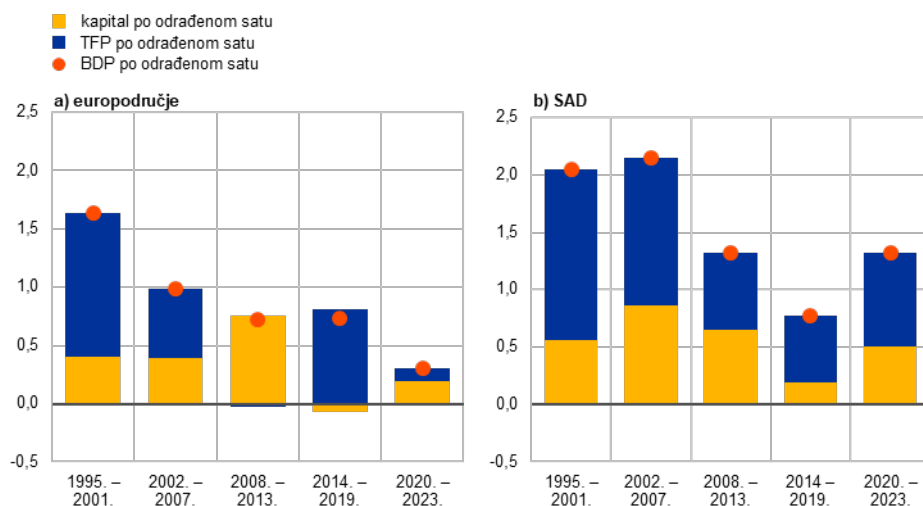
⁶ Vidi Reis, R., „Letting large European firms grow”, *Think Tank*, Europski parlament, 2024., i Poschke, M., „The Firm Size Distribution across Countries and Skill-Biased Change in Entrepreneurial Technology”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, sv. 10, br. 3, 2018., str. 1. – 41. i Anderton, R., Botelho, V. i Reimers, P., „Digitalisation and productivity: gamechanger or sideshow?”, *Working Paper Series*, br. 2794, ESB, Frankfurt na Majni, ožujak 2023.

kapitalu (K), radu (L), energiji (E), materijalima (M) i uslugama (S)) pokazuje da je u razdoblju od 1995. do 2019. sektor informacija i komunikacija pridonio oko 20 % ukupnog rasta produktivnosti rada po satu u Sjedinjenim Američkim Državama, dok je doprinos tog sektora u europodručju bio samo oko 12%.

Grafikon D

Dekompozicija rasta produktivnosti rada po satu

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: Baza podataka Europske komisije AMECO i izračun stručnjaka ESB-a

Ukratko, odstupanje u rastu produktivnosti između europodručja i Sjedinjenih Američkih Država ima i ciklička i strukturna obilježja.

Znatno niži rast produktivnosti u europodručju u prethodne četiri godine djelomično se objašnjava naglašenijom cikličkom naravi rasta produktivnosti u toj regiji, snažnijim i dugotrajnijim potiskivanjem produktivnosti i realnih dohoda povećanjem cijena energije i jačim učinkom neizvjesnosti povezan s ratom koji Rusija vodi protiv Ukrajine. Međutim, u dva desetljeća prije pandemije produktivnost rada u Sjedinjenim Američkim Državama povećala se gotovo dvostruko brže nego u europodručju. To upućuje na ulogu strukturnih činitelja. Ključni su činitelji bili i ostali veća produktivnost informacijskog i komunikacijskog sektora u Sjedinjenim Američkim Državama i usporedivo manji inovacijski kapacitet poduzeća u europodručju. Te se razlike mogu povezati s manjom prosječnom veličinom poduzeća u europodručju. Razlici su pridonijeli i manji doprinosi od produbljivanja kapitala i TFP-a u europodručju. Mjere za poticanje proizvodnih ulaganja i podizanje rasta TFP-a mogle bi poduprijeti produktivnost u srednjoročnom razdoblju.⁷

⁷ O povijesnom jazu u produktivnosti u odnosu na Sjedinjene Američke Države raspravlja se i na razini EU-a u Draghi, M., „The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe”, Izvješće Europskoj komisiji, 9. rujna 2024. Predlaže se da bi radi povećanja konkurentnosti Europa trebala poduzeti mjere poput poboljšavanja uvjeta za napredne inovacije.

2. Računovodstveno praćenje doprinosa prirode gospodarskoj aktivnosti europodručja

Priredili: Mariana Martins Cardoso i Miles Parker

Doprinos prirode gospodarskoj proizvodnji proizlazi iz niza ključnih usluga, od kojih većina nije u dovoljnoj mjeri obuhvaćena standardnim ekonomskim statistikama. Pod općenitim nazivom „usluge ekosustava” ti podatci uključuju ključne funkcije kao što su oprašivanje, filtriranje zraka i vode, sekvestracija ugljika i uzgoj usjeva, drva i drugih resursa. Vrijednost tih usluga rijetko se izravno mjeri u statistikama kao što je BDP. Primjerice, cijena hrane implicitno uključuje ekonomsku vrijednost prirodnog oprašivanja, ali zbog nedostatka izravne mjere ta se vrijednost pripisuje poljoprivrednom sektoru.

U tijeku su nastojanja da se poboljša računovodstveno praćenje doprinosa prirode u mjerama gospodarske aktivnosti. U ovom se okviru razmatraju dva: projekt *Integrated Natural Capital Accounting (INCA)* Zajedničkoga istraživačkog centra Europske komisije (JRC) i inicijativa Organizacije za gospodarsku suradnju i razvoj (OECD) za mjerenje rasta BDP-a prilagođenog za onečišćenje. Iako navedene mjere tek djelomično obuhvaćaju gospodarski doprinos prirode, one već pružaju koristan uvid u njezinu ulogu u gospodarskoj aktivnosti europodručja.

INCA-om je obuhvaćen veliki niz geoprostornih podataka te se on oslanja na niz alata za modeliranje kako bi se došlo do fer vrijednosti usluga ekosustava.¹

Primjerice, vrijednost sekvestracije ugljika izračunava se tako da se pomnoži procijenjena društvena cijena ugljika sa sekvestriranim obujmom, uporabom satelitskih podataka o vegetacijskom pokrovu. Procijenjena vrijednost usluga ekosustava u EU-u u 2019. iznosila je 234 mlrd. EUR, što je otprilike istovjetno kombiniranoj bruto dodanoj vrijednosti sektora poljoprivrede i šumarstva (Tablica A). Iako se na ta dva sektora odnosi znatan udio korištenih usluga ekosustava, i drugi su sektori bili značajni korisnici. Na kućanstva je pozitivno djelovala rekreacija u prirodi, usluga ekosustava najveće vrijednosti među svim uslugama koje su proučavane.

¹ Zajednički istraživački centar, „Accounting for ecosystems and their services in the European Union (INCA)”, Europska komisija, 2021.

Tablica A

Procijenjena vrijednost usluga ekosustava u 28 država članica EU-a u 2019.

(u mlrd. EUR)

usluga ekosustava	metoda vrednovanja	vrijednost
uzgoj usjeva	udio tržišne cijene usjeva	23.145
uzgoj drveta	udio proizvodnje drveta	16.379
oprašivanje	tržišna vrijednost povećane proizvodnje	4.977
sekvencijacija ugljika	društveni trošak ugljika	13.271
kontrola poplava	trošak izbjegnute štete	18.016
pročišćavanje vode	metoda troška zamjene	61.882
rekreacija u prirodi	metoda troška putovanja	80.262
opskrba vodom	metoda troška zamjene	4.887
pročišćivač zraka za čestice PM _{2,5}	izbjegnuti troškovi zdravstvene zaštite	10.446
ulov morske ribe	neto dobit	1.042
ukupno		234.307

Izvor: JRC (2021.)

Uključivanje doprinosa prirode i okolišnih činitelja obogaćuje analizu pokretača gospodarskog rasta.²

OECD izračunava rast BDP-a prilagođenog za utjecaj onečišćenja oduzimanjem procijenjenoga troška onečišćenja, uključujući onečišćenje od ugljikova dioksida, dušika, sumpora i čestica. Ti troškovi obuhvaćaju klimatske promjene, narušavanje ekosustava, bolest i smrt.³ BDP prilagođen za utjecaj onečišćenja tako je niži od BDP-a evidentiranog u nacionalnim računima. U standardnoj analizi računovodstva rasta tri glavna činitelja pridonose gospodarskom rastu: proizvedeni kapital (kao što su strojevi, građevine i infrastruktura), rad i ukupna faktorska produktivnost (engl. *total factor productivity*, TFP). TFP obično se izračunava kao rezidual nakon što je proizvodnja umanjena za doprinos kapitala i rada. OECD ide korak dalje u ovom postupku te mjeri i doprinos snažnijeg iskorištavanja prirode tom rastu (primjerice od porasta rudarstva ili sječe drveća). Tada je moguće izračunati TFP prilagođen za utjecaj okoliša kao rezidual koji proizlazi iz umanjenja BDP-a prilagođenog za utjecaj onečišćenja tim ulaznim činiteljima.

Ista razina proizvodnje od manje ulaznih činitelja predstavlja rast dodane vrijednosti pa tako i ista razina proizvodnje uz manje zagađenja predstavlja rast dodane vrijednosti s gledišta dugoročne zaštite okoliša.

Između 1996. i 2018. onečišćenje se znatno smanjilo u većini europskih gospodarstava, čime je dodano više od 0,3 postotna boda godišnjem rastu BDP-a (prilagođenog za utjecaj onečišćenja) u Njemačkoj, Francuskoj i Italiji (Tablica B), što je više nego dvostruko više od prilagodbe za onečišćenje u Sjedinjenim Američkim Državama. Cijena rasta BDP-a u Kini i Indiji bio je porast razine onečišćenja. Kada je riječ o činiteljima koji su tome pridonijeli, veće iskorištavanje prirode neznatno je pridonijelo prosječnom rastu u državama OECD-a, dok je njegov doprinos u Kini i Indiji bio malen.

² Cárdenas Rodríguez, M. *et al.*, „Environmentally adjusted multifactor productivity: Accounting for renewable natural resources and ecosystem services”, *OECD Green Growth Papers*, studeni 2023.

³ Kao ilustracija troška čestica, zagađenje zraka uzrokovalo je 238.000 prijevremenih smrti u EU-u samo u 2020., vidi Europska okolišna agencija, *Health impacts of air pollution in Europe*, 2022.

Tablica B

Doprinosi rastu u velikim gospodarstvima prilagođeni za prirodu

(rast: godišnja promjena u postotcima, doprinos: postotni bodovi)

država	mjere rasta proizvodnje			doprinosi rastu proizvodnje			
	rast BDP-a	rast BDP-a prilagođen za onečišćenje	razlika	doprinos rada	doprinos proizvedenoga kapitala	doprinos iskorištavanja prirode	rast TFP-a prilagođenog za utjecaj okoliša
Francuska	1,61	1,98	0,37	0,30	0,58	0,00	1,11
Njemačka	1,40	1,73	0,33	0,17	0,40	-0,01	1,17
Italija	0,60	0,95	0,36	0,17	0,41	-0,01	0,38
Nizozemska	1,99	2,22	0,22	0,55	0,57	-0,02	1,12
Španjolska	2,14	2,25	0,11	0,87	0,76	0,00	0,62
prosjeak 27 država članica EU-a	1,78	2,07	0,28	0,29	0,67	-0,01	1,12
Sjedinjene Američke Države	2,45	2,62	0,17	0,45	0,70	0,02	1,45
Kina	8,67	8,09	-0,58	0,33	2,60	0,12	5,05
Indija	6,81	6,28	-0,53	0,54	2,50	0,05	3,19

Izvori: Cárdenas Rodríguez *et al.* (2023.) i izračun ESB-a
Napomena: Prosjeak za razdoblje od 1996. do 2018.

Spomenute prilagodbe rezultiraju višim izmjerenim rastom produktivnosti u Europi (Grafikon A). Najnovije publikacije ESB-a prikazale su kako smanjenje emisija tijekom zelene tranzicije može privremeno sniziti izmjerenu produktivnost.⁴ Podatci upućuju na mogućnost da je taj proces već započeo. Standardne mjere TFP-a upućuju na usporavanje prosječnoga godišnjeg rasta produktivnosti u razdoblju od 2009. do 2018. u odnosu na razdoblje od 1996. do 2008. i u skupini od 12 država europodručja (EA-12) (0,2 % prema 0,5 %) i u Sjedinjenim Američkim Državama (0,6 % prema 1,2 %).⁵ Iako se i TFP prilagođen za utjecaj okoliša smanjio između ta dva razdoblja, on ocrtava manje pesimističnu sliku najnovijeg rasta produktivnosti. Na toj osnovi rast TFP-a prosječno je iznosio 0,6 % u 12 država europodručja i 1 % u Sjedinjenim Američkim Državama u razdoblju od 2009. do 2018.⁶

⁴ Vidi članak pod naslovom „How climate change affects potential output“, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB, 2023. i Bijnens *et al.*, 2024., „The impact of climate change and policies on productivity“, *ECB Occasional Paper Series*, br. 340.

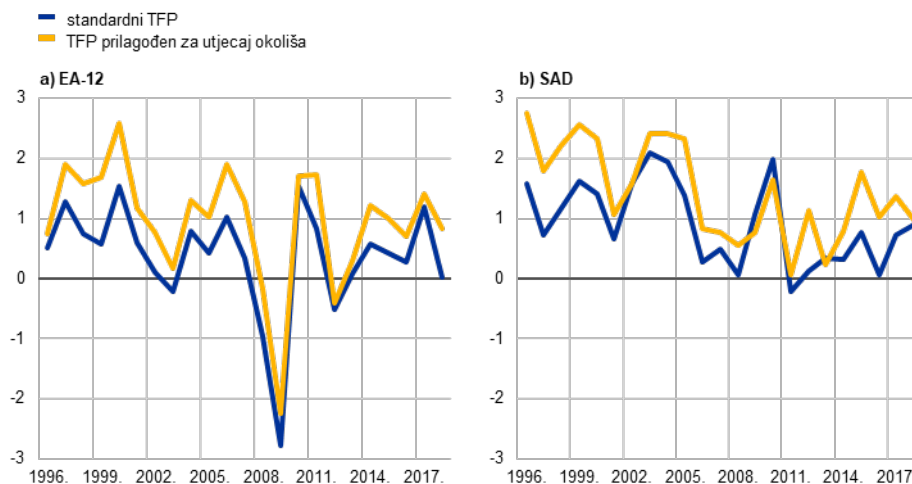
⁵ EA-12 uključuje Austriju, Belgiju, Finsku, Francusku, Njemačku, Grčku, Irsku, Luksemburg, Portugal i Španjolsku, vagano BDP-om za 2013.

⁶ Vrijednost za 12 država europodručja iz 2009. znatno utječe na te prosjeke. U razdoblju od 2010. do 2018. prosječan rast TFP-a prilagođenog za utjecaj okoliša u 12 država europodručja bio je uglavnom u skladu s vrijednosti u SAD-u.

Grafikon A

Razlika između standardnog rasta TFP-a i rasta TFP-a prilagođenog za utjecaj okoliša

(godišnji postotak)



Izvori: Cárdenas Rodríguez *et al.* (2023.), OECD i izračun ESB-a

Napomena: EA-12 uključuje Austriju, Belgiju, Finsku, Francusku, Njemačku, Grčku, Irsku, Luksemburg, Portugal i Španjolsku, vagano BDP-om za 2013.

Stvarno značenje prirode za gospodarsku aktivnost vjerojatno premašuje ranije navedene procjene tako da nastavak degradacije prirode može znatno smanjiti budući proizvodni kapacitet. ⁷ Mnoge usluge ekosustava još nisu

kvantificirane što dovodi do podcjenjivanja njihove vrijednosti. Osim toga, njihova gospodarska važnost ovisi i o tome mogu li biti zamijenjene drugim činiteljima proizvodnje. Primjerice, prirodno oprašivanje već se zamjenjuje fizičkim radom kod nekih visokovrijednih usjeva, ali bilo bi ga nemoguće provesti za sve usjeve. Prekomjerno iskorištavanje prirodnih resursa može kratkoročno potaknuti proizvodnju, ali neodrživo je tijekom duljih razdoblja budući da degradacija prirode naposljetku smanjuje tok usluga ekosustava, a time i gospodarsku aktivnost.⁸

Izravno mjerenje usluga ekosustava u sklopu BDP-a važan je korak naprijed, ali nedostatan za razumijevanje dugoročnih učinaka. Planirana su određena poboljšanja u prikupljanju podataka, pri čemu Eurostat planira objavljivanje računa ekosustava od 2026. nadovezujući se na aktivnosti obavljene u sklopu INCA-e. U početku će oni obuhvatiti sedam usluga ekosustava u fizičkim jedinicama (primjerice, obujam usjeva koji se može pripisati prirodnom oprašivanju ili tonažu sequestriranog ugljika), pri čemu se provodi studija izvedivosti novčanog vrednovanja.⁹ Međutim, *bruto* domaći proizvod ne odražava sve utjecaje degradacije prirode s obzirom na to da uključuje deprecijaciju kapitala. Degradacija prirode do koje dolazi zbog neodrživog iskorištavanja tako nikad neće biti uključena u BDP, čak i nakon

⁷ Vidi Döhring, B. *et al.*, „[Reflections on the Role of Natural Capital for Economic Activity](#)”, *European Economy Discussion Papers*, br. 180, Europska komisija, veljača 2023.

⁸ Vidi Kuchler, T. *et al.*, „[The economics of biodiversity loss](#)”, rad predstavljen na Forumu ESB-a u Sintri, 2024.

⁹ Uzgoj usjeva, oprašivanje usjeva, uzgoj drva, pročišćavanje zraka, regulacija globalne klime, regulacija lokalne klime, usluge povezane s turizmom koje se zasnivaju na prirodi. Vidi [COM/2022/329 Uredba o izmjeni Uredbe \(EU\) br. 691/2011 u pogledu uvođenja novih modula ekonomskih računa okoliša](#).

priznavanja usluga ekosustava. Potpuno razumijevanje implikacija za buduću proizvodnju nalaže i uzimanje u obzir *neto* domaćeg proizvoda, koji uključuje deprecijaciju. Osim toga, nekoliko usluga ekosustava smanjuje utjecaj klimatskih ekstrema kao što su poplave. Koristi za gospodarstvo mogu biti znatne, ali nisu mjerljive i moguće ih je izračunati samo primjenom ekonomskih modela kako bi se utvrdilo koliko bi aktivnost bila smanjena bez njihove zaštite.

Od napretka u ekonomskom modeliranju također se očekuje bolje kvantificiranje koristi koje proizlaze iz usluga ekosustava i utvrđivanje koji sektori o njima ovise. Ta saznanja pomoći će prepoznati slučajeve kod kojih bi ulaganje u prirodu moglo dovesti do neto koristi u srednjoročnom razdoblju. Također, pomoći će pojasniti kako se poremećaji usluga ekosustava i domaći i oni prekooceanski šire kroz gospodarstvo putem opskrbnih lanaca. Ti će poremećaji smanjiti stvarnu gospodarsku aktivnost neovisno o tome mjere li se usluge ekosustava izravno ili ne. Vidi članak 2. u ovom broju za opširniju raspravu o gospodarskim i financijskim utjecajima degradacije prirode i gubitka bioraznolikosti.

3. Zašto su kućanstva europodručja još pesimistična i koje su implikacije za osobnu potrošnju?

Priredili: Alina Bobasu, Dario Esposito i Johannes Gareis

Pouzdanje potrošača u europodručju snažno se smanjilo nakon što je Rusija pokrenula invaziju na Ukrajinu u punom opsegu i otad se nalazi na niskoj razini, unatoč određenom oporavku. Uslijedilo je postupno poboljšavanje pouzdanja potrošača u odnosu na nisku razinu iz rujna 2022., poslije invazije. Međutim, razina pouzdanja potrošača nije se još vratila na prosjek prije izbijanja pandemije, a od kolovoza 2024. pouzdanje potrošača bilo je na razini znatno nižoj od razina zabilježenih u razdoblju prije invazije (Grafikon A). U ovom se okviru analiziraju temeljni činitelji koji objašnjavaju slabo pouzdanje potrošača i procjenjuju implikacije trajno niskog pouzdanja za osobnu potrošnju u kratkoročnom razdoblju.

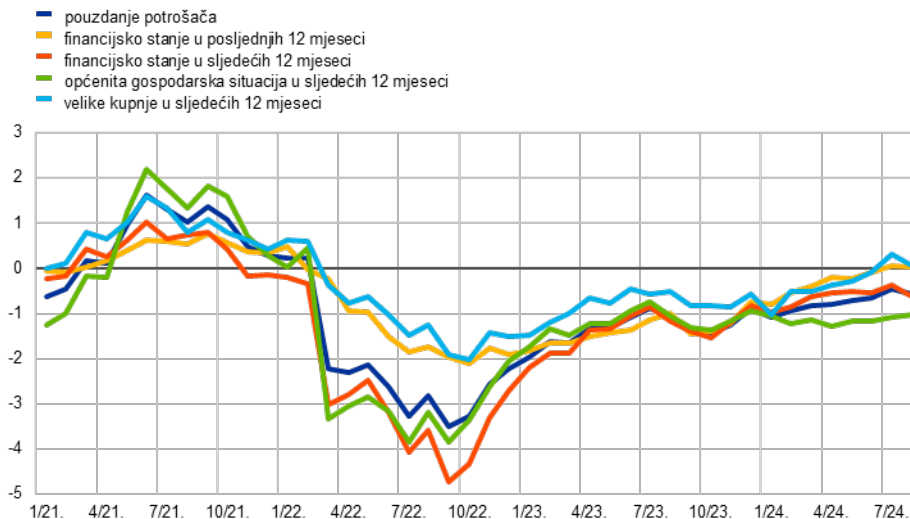
Očekivanja kućanstava koja se odnose na općenitu gospodarsku situaciju osobito narušavaju pouzdanje potrošača. Indeks pouzdanja potrošača Europske komisije kompozitni je pokazatelj koji se izračunava kao aritmetička sredina serija stanja (tj. postotak pozitivnih odgovora umanjen za postotak negativnih odgovora) za četiri anketna pitanja. Pitanja se odnose na očekivanja kućanstava za sljedećih 12 mjeseci u odnosu na njihovo financijsko stanje, općenitu gospodarsku situaciju i velike kupnje te njihovu percepciju vlastitoga financijskog stanja u proteklih 12 mjeseci.¹ Očekivanja kućanstava povezana s općenitom gospodarskom situacijom uglavnom su ostala nepromijenjena od sredine 2023., što je otežavalo daljnji oporavak pouzdanja potrošača poslije poboljšanja zabilježenog nakon pada poslije invazije (Grafikon A). S druge strane, ostali elementi pouzdanja potrošača nastavili su se poboljšavati, pri čemu su sredinom 2024. procjene prijašnjega financijskog stanja kućanstva i namjere obavljanja velikih kupnja bile neznatno veće od prosjeka zabilježenih prije izbijanja pandemije.

¹ Vidi „A revised consumer confidence indicator”, Europska komisija, 2018.

Grafikon A

Pouzdanje potrošača i njegovi elementi

(standardizirani postotci, stanja)



Izvori: Europska komisija i izračun ESB-a

Napomene: Podatci su standardizirani za razdoblje od siječnja 1999. do prosinca 2019., a nulta linija označuje prosjek prije izbijanja pandemije. Posljednji podatci odnose se na kolovoz 2024.

Povijesnu vezu između pouzdanja potrošača i različitih odrednica osobne potrošnje moguće je obuhvatiti linearnim regresijskim modelom.²

Pouzdanje potrošača u modelu regresirano je na konstantu, dva pomaka pouzdanja potrošača i trenutne vrijednosti stope inflacije, stopu nezaposlenosti, mjeru troškova zaduživanja, godišnju promjenu cijena dionica u postotcima, godišnju promjenu cijena stambenih nekretnina i očekivanja kućanstava povezana s inflacijom i nezaposlenošću za sljedećih 12 mjeseci.³ Pomaci omogućuju postupan odgovor pouzdanja potrošača na promjene ostalih varijabla. Očekivanja kućanstava povezana s budućom inflacijom i nezaposlenošću također su obuhvaćena modelom jer često bolje odražavaju pouzdanje potrošača nego stvarni rezultati s obzirom na to da oblikuju percepcije dobrobiti kućanstava.⁴ Također, po definiciji, odražavaju prospektivnu narav većine elemenata pouzdanja potrošača.⁵

Prema modelu, povećanje stvarne i očekivane inflacije bilo je početni uzrok smanjenja pouzdanja potrošača u odnosu na razdoblje prije izbijanja pandemije, nakon kojeg su uslijedili sve negativniji učinci viših troškova zaduživanja popraćeni smanjenjem cijena stambenih nekretnina. Rezultati

² Vidi također Bolhuis, M. A., Cramer, J. N., Schulz, K. O. i Summers, L. H., „[The Cost of Money is Part of the Cost of Living: New Evidence on the Consumer Sentiment Anomaly](#)”, *Working Paper*, br. 32163, Nacionalni ured za ekonomska istraživanja, veljača 2024.

³ Očekivanja kućanstava povezana s inflacijom i nezaposlenošću preuzeta su iz ankete poduzeća i potrošača Europske komisije. Prvospomenuto se odnosi na tromjesečna kvantitativna inflacijska očekivanja za sljedećih 12 mjeseci, a potonje na kvalitativna očekivanja kućanstava povezana s nezaposlenošću za sljedećih 12 mjeseci.

⁴ Za bolji uvid u važnost inflacijskih očekivanja kućanstava za pouzdanje potrošača u europodručju vidi „[European Business Cycle Indicators 2nd Quarter 2024: Low consumer confidence and the economy – Insights from the euro area](#)”, *Technical Paper*, br. 074, Europska komisija, srpanj 2024.

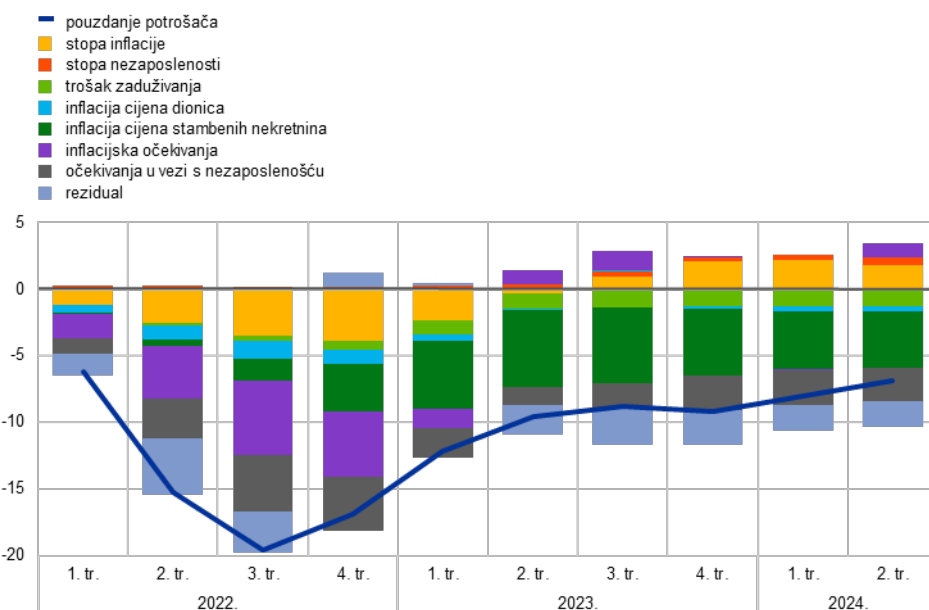
⁵ Unatoč tome, budući da su očekivanja kućanstava povezana s budućom inflacijom i nezaposlenošću u 2022. bila kolinearna s općenitom neizvjesnošću povezanom s ruskom invazijom na Ukrajinu, procijenjenim koeficijentima za te dvije varijable modela također se mogu obuhvatiti činitelji povezani s ratom koji nisu učinci inflacije i nezaposlenosti.

modela pokazuju da se smanjenje pouzdanja potrošača u europodručju nakon ruske invazije na Ukrajinu u odnosu na četvrto tromjesečje 2021. uvelike može objasniti rastom inflacije, i stvarne i očekivane (Grafikon B). Oporavak pouzdanja potrošača koji je uslijedio uglavnom je, pak, bio poduprt padom stvarne inflacije i nižom očekivanom inflacijom. Očekivanja kućanstava povezana s nezaposlenošću također su se smanjila u 2023. u odnosu na 2022., ali su od drugog tromjesečja 2024. na razini višoj od one zabilježene u četvrtom tromjesečju 2021.⁶ Usto, pooštavanje monetarne politike pridonijelo je povećanju troškova zaduživanja i smanjenju cijena stambenih nekretnina, što je počelo negativno utjecati na pouzdanje potrošača od sredine 2022. nadalje. Konačno, kao što pokazuje negativan doprinos regresijskih reziduala, pouzdanje potrošača ostalo je neznatno slabije u odnosu na četvrto tromjesečje 2021. zbog drugih činitelja koji nisu obuhvaćeni modelom, što možda odražava povišenu razinu geopolitičke neizvjesnosti i neizvjesnosti povezane s ekonomskom politikom.⁷

Grafikon B

Pokretači pouzdanja potrošača na temelju modela

(stanje u postotcima i doprinosi u postotnim bodovima, odstupanja od 4. tr. 2021.)



Izvori: Europska komisija, Eurostat, ESB i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje doprinose regresora za regresiju tromjesečnog pouzdanja potrošača na konstantu, dva pomaka pouzdanja potrošača i trenutačne vrijednosti stope inflacije, stopu nezaposlenosti, mjeru troškova zaduživanja, godišnju promjenu cijena dionica u postotcima, godišnju promjenu tromjesečnih cijena stambenih nekretnina i očekivanja kućanstava povezana s inflacijom i nezaposlenošću za sljedećih 12 mjeseci. Troškovi zaduživanja aproksimirani su kamatnom stopom na potrošačke kredite. Model je procijenjen primjenom podataka iz razdoblja od prvog tromjesečja 2004. do drugog tromjesečja 2024. i obuhvaća indikatorsku varijablu za svako tromjesečje u 2020. Najnoviji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2024., osim za inflaciju cijena stambenih nekretnina, koje su projicirane za drugo tromjesečje 2024. primjenom univarijatnog modela AR(2).

⁶ Povišena očekivanja u vezi s nezaposlenošću u odnosu na četvrto tromjesečje 2021. oprečna su povoljnim ishodima na tržištu rada, pri čemu se stopa nezaposlenosti postojano smanjivala od četvrtog tromjesečja 2021. do drugog tromjesečja 2024. i neznatno podupirala pouzdanje potrošača tijekom navedenog razdoblja. Stopa nezaposlenosti i očekivanja u vezi s nezaposlenošću podupirala su pouzdanje potrošača u drugom tromjesečju 2024. jer su obje varijable bila na razini nižoj od njihovih prosjeka u razdoblju prije izbijanja pandemije.

⁷ Navedeno je uglavnom u skladu s indeksom nesigurnosti potrošača Europske komisije, koji se znatno smanjio sa svoje najviše razine iz trećeg tromjesečja 2022. u drugom tromjesečju 2024., ali je ostao povišen u odnosu na razinu iz četvrtog tromjesečja 2021.

Pouzdanje potrošača obično je u snažnoj korelaciji s rastom osobne potrošnje.

Kao što je već pokazano, pouzdanje potrošača oblikuju varijable koje su ujedno i odrednice osobne potrošnje. Zbog toga odražava temeljne informacije o trenutačnom i budućem stanju gospodarstva.⁸ U razdoblju prije izbijanja pandemije, primjerice, pouzdanje potrošača općenito je bilo u visokoj korelaciji s tromjesečnim rastom potrošnje, osobito pri padu gospodarske aktivnosti.⁹

Činjenica da je pouzdanje potrošača i nadalje slabo upućuje na to da će se u kratkoročnom razdoblju osobna potrošnja samo umjereno oporaviti. Model s jednadžbom premošćivanja koji povezuje tromjesečno pouzdanje potrošača s tromjesečnim rastom osobne potrošnje predviđa blago povećanje osobne potrošnje u trećem tromjesečju 2024. (Grafikon C).¹⁰ Međutim, izgledi za osobnu potrošnju zasjenjeni su neizvjesnošću povezanom s kretanjima temeljnih pokretača pouzdanja potrošača. U budućnosti pouzdanje potrošača u europodručju vjerojatno će se nastaviti poboljšavati uz smanjivanje inflacije, kontinuiranu potporu koju pružaju otporna tržišta rada i oporavak realnih dohodaka. Međutim, učinci nedavnog ciklusa pooštavanja monetarne politike vjerojatno će biti prisutni još neko vrijeme, a povećana geopolitička neizvjesnost i neizvjesnost povezana s ekonomskom politikom mogle bi oslabiti njegov oporavak.

⁸ Jedna očita prednost indeksa pouzdanja potrošača u odnosu na odrednice osobne potrošnje jest njegova pravodobnost. Vidi i okvir pod naslovom „[Does consumer confidence predict private consumption?](#)“, Ekonomski bilten, broj 5, ESB, 2015.

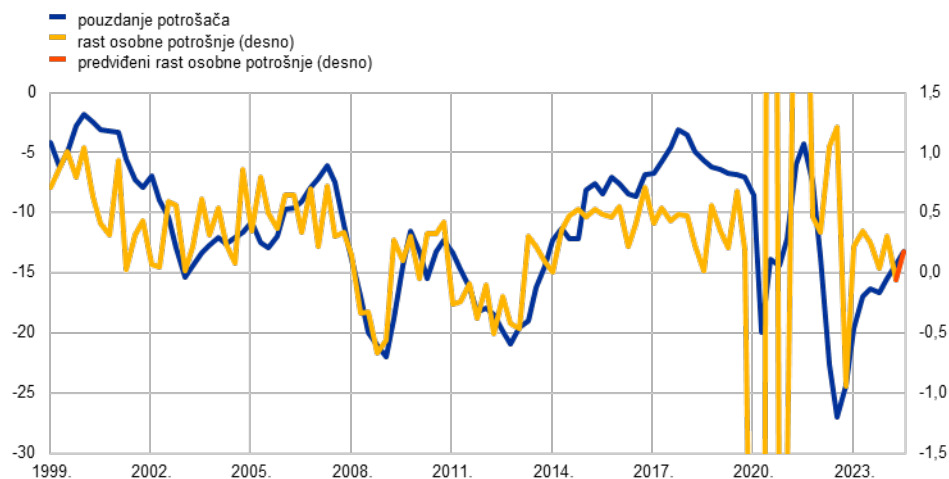
⁹ Vidi članak pod naslovom „[Confidence indicators and economic developments](#)“, *Mjesečni bilten*, ESB, siječanj 2013.

¹⁰ Procjena modela s jednadžbom premošćivanja provedena izvan uzorka pokazuje da se prediktivna snaga mjerena korijenom srednje kvadratne pogreške u prognoziranju znatno pogoršala tijekom pandemije, ali se poboljšala od početka 2023. do danas. Što se tiče elemenata pouzdanja potrošača, procjena pokazuje da su financijska očekivanja kućanstava bila u blago tješnjoj korelaciji s rastom osobne potrošnje nego s općenitim pouzdanjem potrošača prije pandemije, no relativne razlike između prediktivne snage elemenata u nedavnom su razdoblju postale neznatne. Općenito, takve rezultate procjene treba tumačiti oprezno s obzirom na maleni uzorak koji je dostupan za nedavno razdoblje i preispitati uz pomoć najnovijih podataka. Vidi i okvir pod naslovom „[Is the PMI a reliable indicator for nowcasting euro area real GDP?](#)“, Ekonomski bilten, broj 1, ESB, 2024.

Grafikon C

Pouzdanje potrošača i rast osobne potrošnje

(lijevo: stanje u postotcima; desno: tromjesečne promjene u postotcima)



Izvori: Europska komisija, Eurostat i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2024. za rast osobne potrošnje i na kolovoz 2024. za pouzdanje potrošača. Crvena linija pokazuje predviđanje rasta osobne potrošnje za treće tromjesečje 2024. na temelju modela s jednadžbom premošćivanja koji regresira tromjesečni rast osobne potrošnje na konstantu, vlastiti pomak i trenutno tromjesečno pouzdanje potrošača na temelju podataka od prvog tromjesečja 1999. do drugog tromjesečja 2024., uključujući indikatorsku varijablu za svako tromjesečje 2020. Predviđanje za treće tromjesečje 2024. pretpostavlja tromjesečno pouzdanje potrošača na prosječnoj razini iz srpnja i kolovoza.

4. Rezultati ankete vodećih poduzeća o trendovima na tržištu rada i prihvatanju generativne umjetne inteligencije

Agostino Consolo, Guzman Gonzalez-Torres Fernandez, Richard Morris i Christofer Schroeder

U nedavno provedenoj ESB-ovoj anketi vodeća nefinancijska društva ispitana su o razlozima nekih ključnih obilježja tržišta rada europodručja u posljednjim godinama. Ta obilježja uključuju povećanu sklonost poduzeća da iskazuju poteškoće u zapošljavanju, visoku i rastuću zaposlenost unatoč stagnaciji gospodarske aktivnosti (što podrazumijeva smanjenu produktivnost rada), znatan pad prosječnog broja odrađenih sati i povećanje rada na daljinu. Ovaj dio ankete uključivao je skup općenitih izjava s kojima su se ispitanici mogli složiti, potpuno se složiti, ne složiti se, uopće se ne složiti i niti se složiti niti se ne složiti. Od ispitanika se tražilo da situaciju sagledaju u srednjoročnoj perspektivi i usporede sadašnje okruženje s onim od prije pet do deset godina. Od ispitanika koji su se složili ili potpuno složili s općenitom izjavom tražilo se da odgovore i na skup dopunskih izjava kojima su se ispitali razlozi za slaganje.

Poduzećima je postavljeno i pitanje o upotrebi generativne umjetne inteligencije (generativne UI). Generativna UI najnoviji je napredak u fazi brzoga tehnološkog razvoja i mogla bi snažno utjecati na tržište rada i produktivnost. U anketi su poduzećima postavljena sljedeća pitanja: (1) upotrebljavaju li u svojem poslovanju generativnu UI i, ako je odgovor potvrđan, (2) od kada, (3) koji postotak zaposlenika upotrebljava generativnu UI u svojem radu najmanje jednom tjedno i (4) koji su glavni motivi za njezino prihvatanje. Anketa je poslana poduzećima s kojima ESB održava redovite kontakte radi prikupljanja informacija o izgledima glede aktivnosti, cijena i zaposlenosti.¹ Anketa je provedena od kraja svibnja do kraja lipnja 2024., a primljeno je 46 odgovora.

Ispitanici su se u velikoj mjeri složili s time da je zapošljavanje posljednjih godina postalo teže i istaknuli nedostatak radnika s potrebnim vještinama (Grafikon A). Više od 90 % složilo se ili potpuno složilo s izjavom da je zapošljavanje potrebnih radnika postalo teže nego što je bilo prije pet do deset godina, što upućuje na sveobuhvatan manjak radne snage. Od tog postotka, 90 % složilo se da postoji nedostatak kandidata s potrebnim vještinama, što upućuje na manjak kvalificirane radne snage. Manji, ali i nadalje znatan, udio (malo manji od 50 %) ispitanika izjavio je da općenito nedostaje kandidata, bez obzira na potrebne vještine. Poduzeća koja su uočila opći nedostatak kandidata uglavnom posluju u radno intenzivnim uslužnim djelatnostima ili imaju znatnu proizvodnju u Njemačkoj. Što se tiče činitelja na strani potražnje, oko dvije trećine ispitanika složilo se da su promjene vještina koje traže dovele do povećanih poteškoća u zapošljavanju, a

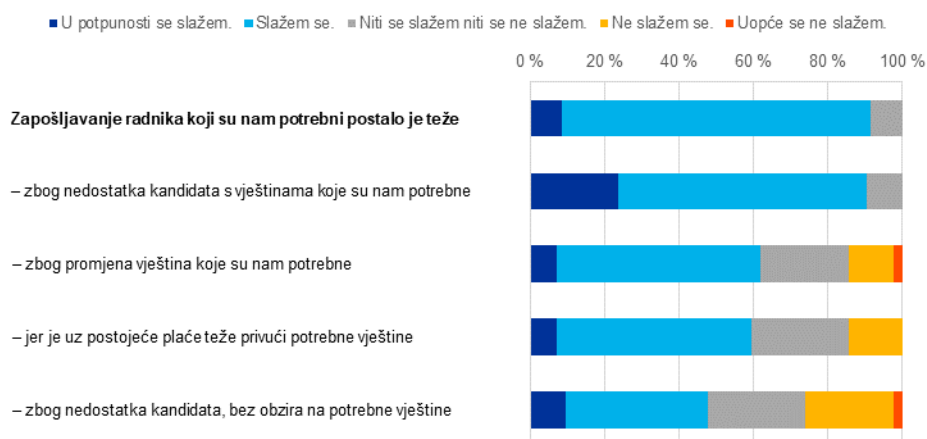
¹ Više informacija o naravi i svrsi tih kontakata vidi u članku pod naslovom „The ECB's dialogue with non-financial companies”, *Ekonomski bilten*, broj 1, ESB, 2021.

gotovo 60 % izjavilo je da postojeće stope plaća otežavaju privlačenje zaposlenika s potrebnim vještinama.

Grafikon A

Sažetak odgovora povezanih s manjkom radne snage

(postotci odgovora)



Izvor: ESB

Napomene: Stupci prikazuju postotke ispitanika koji su dali jedan od pet mogućih odgovora. Od svih se ispitanika tražilo da odgovore na općenitu izjavu olistanu masnim slovima. Ako su se s njom slagali ili potpuno slagali, zatraženo je da odgovore i na dopunske izjave. Udjeli za dopunske izjave odnose se na podskup ispitanika koji su se složili ili potpuno složili s općenitom izjavom.

Malo manje od trećine ispitanika složilo se da su njihova poduzeća sklonija zadržati zaposlenike kad se pogoršavaju poslovni uvjeti, a gotovo sva su to povezivala s pretpostavljenim poteškoćama u zapošljavanju kad se uvjeti poboljšaju (Grafikon B). To upućuje na snažnu povezanost između zadržavanja radne snage i manjka radne snage. Glede ostalih dopunskih izjava poduzeća su iskazala više neslaganja nego slaganja, iako se oko polovine poduzeća koja su bila sklonija zadržavanju zaposlenika složilo da je najmanje još jedan činitelj bio važan. Oko trećine ispitanika izjavilo je da je prisutan utjecaj očekivanog povećanja odlaska u mirovinu u bliskoj budućnosti. Sličan udio ispitanika složio se da je profitabilnost ostvarena u posljednje vrijeme povećala priuštivost zadržavanja radne snage, a oko 20 % složilo se da je na to utjecao slabiji rast realnih plaća. To donekle, iako u ograničenoj mjeri, podupire prethodne analize važnosti tih činitelja za otpornost zapošljavanja od kraja 2022.² Nijedan ispitanik nije se složio s izjavom da su vladini programi za očuvanje radnih mjesta imali pozitivan učinak.

² Vidi okvire pod naslovom „Povećanje profitnih marža pomoglo je poduzećima u zadržavanju radne snage” i „Pokretači rasta zaposlenosti u europodručju nakon pandemije – gledište zasnovano na modelu”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2024.

Grafikon B

Sažetak odgovora povezanih sa zadržavanjem radne snage

(postotci odgovora)



Izvor: ESB

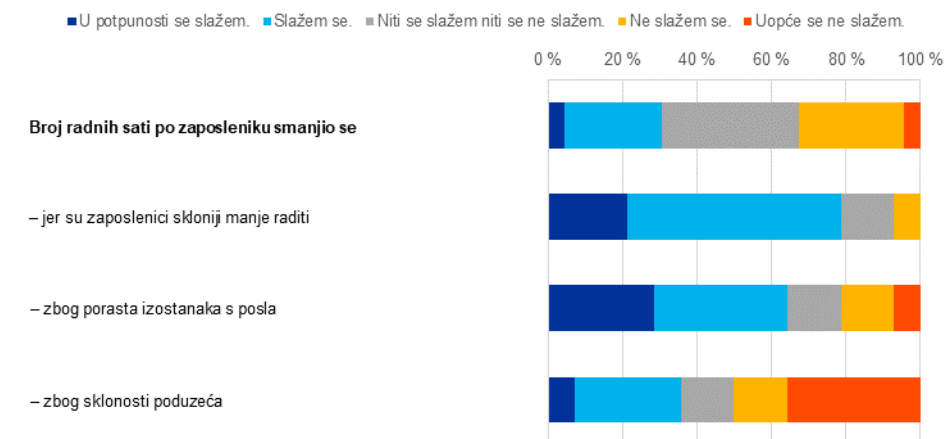
Napomena: Vidi napomene uz Grafikon A.

Među ispitanicima koji su se složili da je došlo do smanjenja broja radnih sati po zaposleniku najvažniji navedeni razlog bila je sklonost zaposlenika da manje rade (Grafikon C). Među onima koji su se složili da je došlo do smanjenja broja radnih sati, 80 % izjavilo je da je to (barem djelomično) zbog toga što su zaposlenici skloniji manje raditi, a dvije trećine ispitanika smatralo je da je tome pridonio porast izostanaka s posla. Nasuprot tome, samo trećina ispitanika izjavila je da to odražava sklonosti poduzeća (a više od polovine nije se složilo s tom dopunskom izjavom, uključujući trećinu ispitanika koji se s njom uopće nisu slagali).

Grafikon C

Sažetak odgovora povezanih s brojem odrađenih sati

(postotci odgovora)



Izvor: ESB

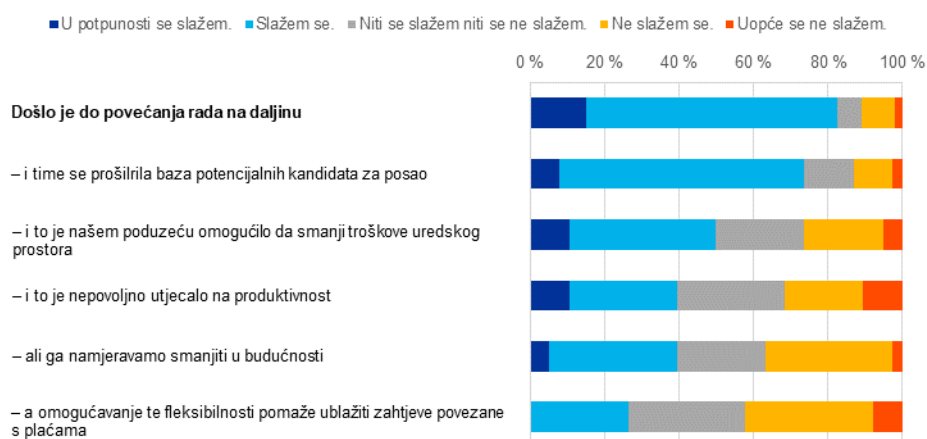
Napomena: Vidi napomene uz Grafikon A.

Ispitanici su potvrdili da je došlo do sveobuhvatnog povećanja rada na daljinu, a većina se složila s tim da se tako proširila baza potencijalnih kandidata za posao (Grafikon D). Među malo više od 80 % ispitanika koji su izjavili da je došlo do povećanja rada na daljinu, tri četvrtine složilo se s tim da se tako proširila baza potencijalnih kandidata za posao. Oko polovine ispitanika reklo je da je to omogućilo njihovu poduzeću da smanji troškove uredskog prostora i povezane fiksne troškove. Nasuprot tome, samo četvrtina ispitanika složila se s izjavom da je to pomoglo ublažiti zahtjeve povezane s plaćama, a gotovo se polovina nije složila. Oko 40 % ispitanika složilo se s izjavom da je povećanje rada na daljinu nepovoljno utjecalo na produktivnost (a sličan udio izjavio je da u budućnosti namjeravaju smanjiti rad na daljinu), a samo neznatno više od 30 % s time se nije složilo.

Grafikon D

Sažetak odgovora povezanih s radom na daljinu

(postotci odgovora)



Izvor: ESB

Napomena: Vidi napomene uz Grafikon A.

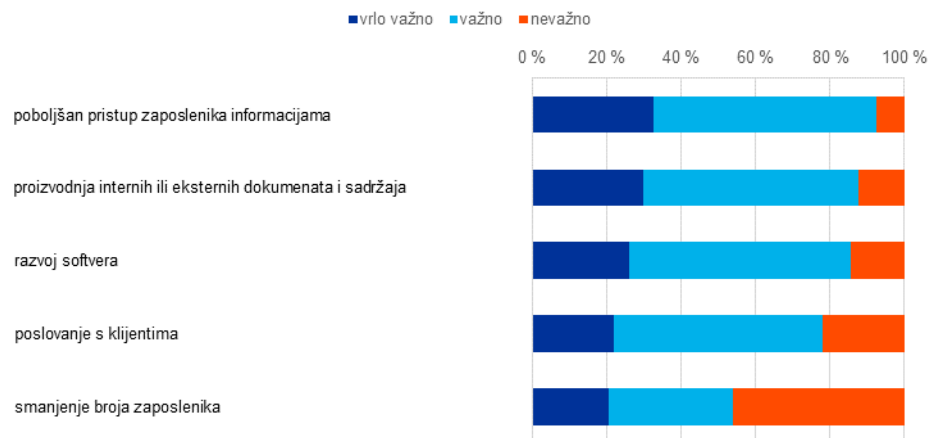
Kada je riječ o pitanjima o upotrebi generativne UI, gotovo tri četvrtine ispitanika izjavilo je da njihova poduzeća već upotrebljavaju tu tehnologiju, a motivi za to bili su raznovrsni (Grafikon E). Među onima koji se u svom

poslovanju već koriste generativnom UI, većina je s tim započela relativno nedavno, a znatna primjena ostvarena je tijekom 2023. Oko polovine ispitanika procijenilo je da se najviše 10 % njihove radne snage koristi generativnom UI najmanje jednom tjedno, a samo 6 % procijenilo je da se više od 25 % njihove radne snage redovito koristi tom tehnologijom. Kada je riječ o glavnim motivima za prihvaćanje generativne UI, na prvom mjestu bio je poboljšani pristup zaposlenika informacijama, što je više od 90 % ispitanika smatralo važnim ili vrlo važnim. Nakon toga slijedila je upotreba generativne UI za proizvodnju sadržaja, razvoj softvera i poslovanje s klijentima. Oko polovine ispitanika koji se koriste tom tehnologijom složilo se da je smanjenje broja zaposlenika također bio važan motiv. Osim toga, nekoliko ispitanika naglasilo je da je upotreba generativne UI još uvijek u eksperimentalnoj fazi, pri čemu poduzeća uče i nastoje utvrditi mogućnosti njezine upotrebe za povećanje produktivnosti, kvalitete i učinkovitosti.

Grafikon E

Sažetak odgovora povezanih s glavnim motivima za prihvaćanje generativne UI

(postotci odgovora)



Izvor: ESB

Napomena: Stupci prikazuju postotke ispitanika koji su dali jedan od tri moguća odgovora.

5. Najnovija kretanja plaća i uloga rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće

Priredili: Colm Bates, Katalin Bodnár i Kathinka Schlieker

Praćenje plaća ključan je element u ESB-ovu pristupu analizi inflacijskih izgleda. To odražava istaknutu ulogu plaća u dinamici temeljne inflacije, posebno u komponenti usluga koja je ostala ustrajna. Izgledi za daljnju dezinflaciju u Makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2024. temelje se, među ostalim, na očekivanju smanjivanja rasta plaća.

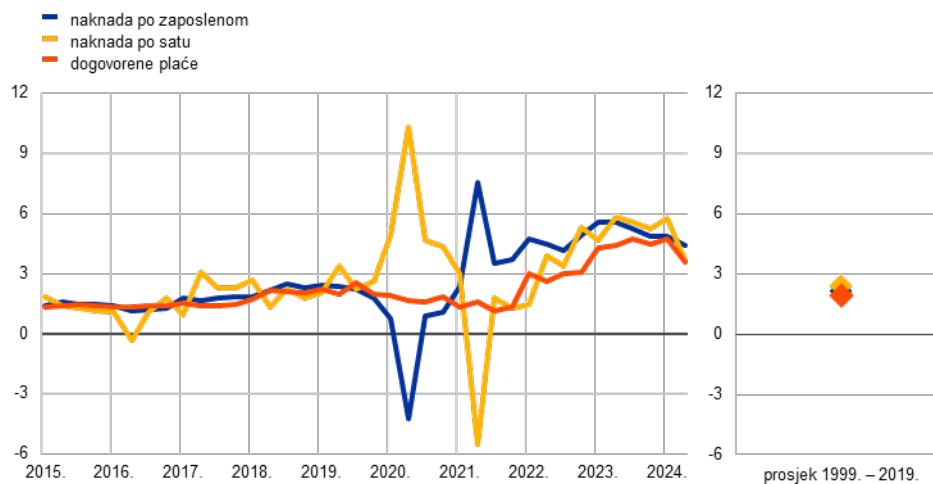
Rast plaća u europodručju povećao se od ponovnog otvaranja poslije pandemije, što odražava i inflacijski šok nakon izbijanja neopravdanog rata koji Rusija vodi protiv Ukrajine, ali sada se bilježe naznake slabljenja. Ključni je pokazatelj u procjeni rasta plaća u europodručju godišnja stopa rasta naknade po zaposlenom. Ojačala je uzastopno do povišene razine od 5,5 % u drugom tromjesečju 2023., ali smanjila se na 4,8 % u prvom tromjesečju 2024. i dodatno na 4,3 % u drugom tromjesečju, što je nešto snažnije smanjenje od očekivanoga u rujanskim projekcijama stručnjaka ESB-a. Ostale mjere plaća, poput naknade po satu, također pokazuju naznake slabljenja. Unatoč tom smanjenju, stope rasta za različite pokazatelje ostale su na razinama gotovo dvostruko višima od povijesnih prosjeka (oko 2,1 % za sve pokazatelje). Dugoročni prosjek uključuje i razdoblja niskog rasta plaća pa ga ne bi trebalo smatrati pokazateljem cilja. Stoga i stope rasta ostaju iznad rasta plaća u skladu s inflacijskim ciljem od 2 % i rastom produktivnosti od 1 %. To ponajprije odražava snažan utjecaj naknade za prethodno visoku inflaciju i navedenog dostizanja realnih plaća (Grafikon A). Razlike između rasta naknade po zaposlenom i rasta dogovorenih plaća upućuju na ulogu rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće u objašnjavanju dinamike plaća.¹

¹ Vidi i okvir pod naslovom „Recent developments in the wage drift in the euro area”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB, 2018.

Grafikon A

Pokazatelji troškova rada europodručja

(godišnji postotak stopa rasta)



Izvori: Eurostat, ESB i izračun stručnjaka ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2024.

Po definiciji, rast ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće obuhvaća sve elemente stvarno isplaćenih plaća i nadnica po zaposlenom, koji nisu obuhvaćeni kolektivno dogovorenim plaćama, poput pojedinačnih isplata bonusa i prekovremenog rada. Rast naknade po zaposlenom sastoji se od doprinosa iz plaća i nadnica i doprinosa za socijalno osiguranje poslodavaca. Rast plaća i nadnica po zaposlenom pak sastoji se od rasta dogovorenih plaća i rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće, pri čemu se potonje izračunava kao razlika između rasta plaća i nadnica po zaposlenom i rasta dogovorenih plaća. Serija dogovorenih plaća u europodručju obuhvaća ishod postupaka kolektivnog pregovaranja kao promjene plaće prosječnoga ili reprezentativnoga zaposlenog u obuhvaćenim sektorima. Uključuje i jednokratne isplate kada su obuhvaćene kolektivnim ugovorima. Međutim, plaće i nadnice imaju druge komponente koje nisu obuhvaćene kolektivnim ugovorima, uključujući pojedinačne isplate bonusa i povišica zbog promaknuća. Prikazane su u stvarnom rastu plaća i nadnica po zaposlenom, a time i u rastu ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće. Na agregatnoj razini, rast ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće odražava i elemente poput razlika između rasta pojedinačno odnosno kolektivno dogovorenih plaća, čije se značenje povećava s padom broja radnika obuhvaćenih kolektivnim pregovaranjem (i obratno). Konačno, budući da dogovorene plaće odražavaju plaću reprezentativnoga ili prosječnoga zaposlenog s punim radnim vremenom, rast ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće pokazuje i promjene prosječnog broja odrađenih sati (na primjer, prekovremenim radom ili zbog promjene između punoga i nepunoga radnog vremena) koji određuju stvarnu plaću. Neki od tih činitelja upućuju na to da rast ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće može odražavati kratkoročne promjene gospodarskih uvjeta brže nego dogovorene plaće koje su obično nepromjenjive u nekom doglednom vremenu. Time je rast ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće važan element u analizi stvarnog rasta naknada zaposlenima.

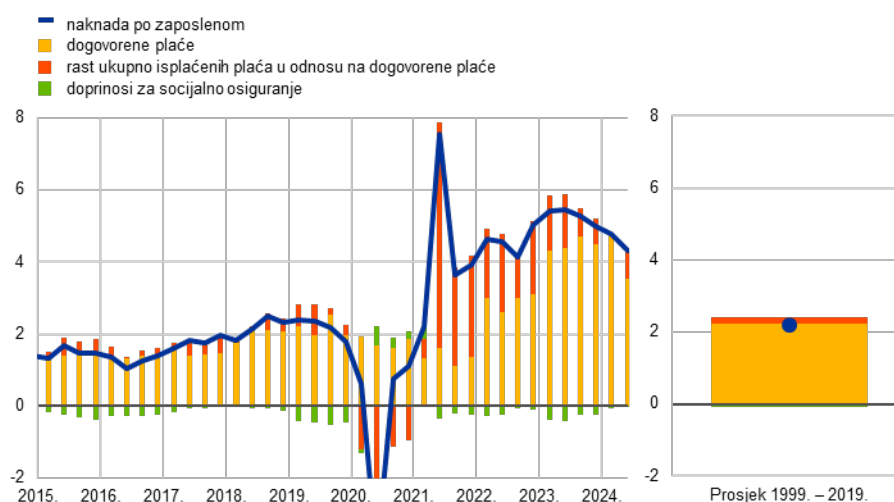
Najnovije smanjenje rasta naknade po zaposlenom prouzročeno je slabljenjem rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće.

Rast ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće bio je snažan činitelj rasta naknade po zaposlenom nakon naglog rasta inflacije, što može odražavati provedbu naknade za taj nagli rast ranije za pojedinačno dogovorene ugovore ili prije vremena (možda na dobrovoljnoj osnovi) za kolektivno dogovorene ugovore. Umjesto rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće, dogovorene plaće nastavile su održavati pritisak na rast naknade po zaposlenom u 2023., što se nastavilo u drugom tromjesečju 2024. (Grafikon B). Taj pomak u relativnoj važnosti u skladu je s konceptom da je naknada za inflaciju tijekom vremena „preraspodijeljena” s komponente rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće na dogovorene plaće, oboje u obliku povećanja osnovne plaće i jednokratnih isplata. Rast ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće pridonio je rastu naknade po zaposlenom prosječno 1,5 postotnih bodova u razdoblju od 2022. do 2023., što je dosta iznad doprinosa zabilježenog prije pandemije, a unatoč određenoj kolebljivosti, najnovije razine i dalje su iznad pretpandemijskog prosjeka (0,2 postotna boda u razdoblju od 1999. do 2019.).

Grafikon B

Raščlamba rasta naknade po zaposlenom

(godišnje stope rasta u postotcima i doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun zaposlenika ESB-a

Napomene: Na lijevom panelu skala je smanjena zbog čitljivosti. Vrijednost rasta naknade po zaposlenom u drugom tromjesečju 2020. iznosila je -4,2 %. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2024.

Najnovije razdoblje stoga je primjer kako se gospodarski uvjeti brže odražavaju u rastu ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće nego u rastu dogovorenih plaća.

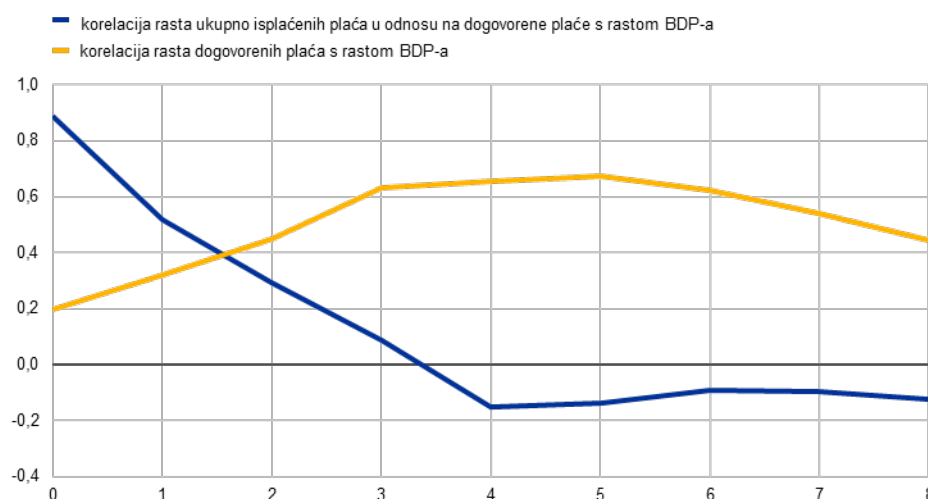
Općenito gledano, u uvjetima nestašice radne snage na tržištu rada na kojem poslodavci žele zadržati i nagraditi zaposlenike, poduzeća bi novozaposlenima ili postojećim zaposlenima mogla ponuditi plaću po ljestvicama koje su više od onih u važećim kolektivnim ugovorima, promaknuti zaposlenike u više raspone unutar kolektivno dogovorenih platnih ljestvica ili jednostavno isplatiti bonuse povrh dogovorenih plaća. Osim toga, zaposleni koji nisu obuhvaćeni kolektivnim ugovorima imaju mogućnost dogovoriti usklađivanja plaća brže nego sindikati koji su vezani duljinom ugovora. Oba ta činitelja dovela bi do

povećanja rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće. Vjerojatnost da do svega toga dođe povećava se u situaciji kada nestašica radne snage na tržištima rada postoji istodobno sa znatnim gubitcima realne plaće zbog visoke inflacije. Međutim, kako se rast dogovorenih plaća prilagođava potražnji za naknadom za inflaciju, doprinos rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće smanjuje se, što naposljetku vodi do suprotnih kretanja tih dviju glavnih komponenata rasta plaća. To pokazuje jednostavna analiza korelacija u ranijoj reakciji rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće na poslovni ciklus u usporedbi s dogovorenim plaćama. Na Grafikonu C prikazuje se visoka pozitivna trenutačna korelacija rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće s rastom BDP-a, koji zatim pada, a rast dogovorenih plaća reagira s vremenskim odmakom od nekoliko tromjesečja.

Grafikon C

Korelacija rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće i dogovorenih plaća s rastom realnog BDP-a

(koeficijent korelacije godišnjih stopa rasta)



Izvori: Eurostat, ESB i izračun stručnjaka ESB-a

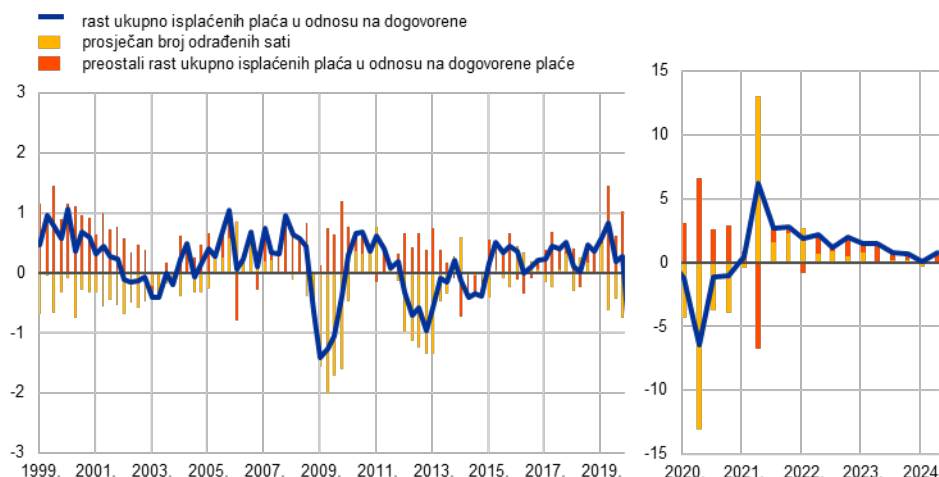
Napomene: Na osi x prikazan je broj tromjesečja za koja su rast ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće i rast dogovorenih plaća odgođeni u usporedbi s rastom BDP-a. Izračun se zasniva na podacima od 1999. do drugog tromjesečja 2024. Rezultati se temeljno ne mijenjaju ako se razmatra samo razdoblje prije izbijanja pandemije (od prvog tromjesečja 1999. do četvrtog tromjesečja 2019.).

Prosječan broj odrađenih sati jedan je kanal kroz koji poslovni ciklus utječe na rast ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće. Kada poduzeća imaju povećanje potražnje, početni odgovor obično je da se od zaposlenika traži da rade više sati. Plaćeni prekovremeni rad tada se odražava u rastu ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće. Snažan doprinos prosječnog broja odrađenih sati rastu ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće odmah nakon pandemije ipak se ne objašnjava tim cikličkim učinkom nego oporavkom prosječnog broja odrađenih sati s padom sudjelovanja u programima za očuvanje radnih mjesta (Grafikon D). Taj je utjecaj nedavno ublažen, što je pridonijelo smanjenju rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće. No razlika između rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće i rasta prosječnog broja odrađenih sati također je nedavno bila nešto veća, što upućuje na ulogu naknade za inflaciju.

Grafikon D

Raščlamba rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće na rast prosječnog broja odrađenih sati i druge činitelje

(godišnji rast u postotcima i doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat, ESB i izračun stručnjaka ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2024.

Pri tumačenju kretanja rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće treba imati na umu i neke tehničke činitelje. Prosječne plaće i nadnice, pa time i rast ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće, mogu se promijeniti kada se sektori ili razine vještina povežu s različitim visinama plaća i kada se sastav zaposlenih u svim tim kategorijama mijenja. Na primjer, tijekom pandemije zaposlenost u sektorima povezanim s turizmom, koji obično imaju relativno niske visine plaća, bila je pod negativnim utjecajem, što je vjerojatno utjecalo na stvaranje pritiska na rast naknade po zaposlenom, koji se pak odražava u rastu ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće, zbog čega je bio donekle protucikličan i djelomično je neutralizirao procikličke činitelje. Nadalje, izračun rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće oslanja se na razliku između dva pokazatelja s različitom pokrivenosti država: serija dogovorenih plaća agregirana je iz neusklađenih nacionalnih podataka i ne obuhvaća sve države europskog područja, dok je naknada po zaposlenom preuzeta iz Europskog sustava nacionalnih i regionalnih računa, koji obuhvaća sve države na usklađen način.² Zbog te razlike u pokrivenosti, rast ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće uključuje određenu pristranost agregiranja, pri čemu odražava, na primjer, činjenicu da baltičke države nemaju podatke o kolektivno dogovorenim plaćama, ali imale su vrlo visok rast naknade po zaposlenom.³ Ta je pristranost obično vrlo mala, ali u nedavnim tromjesečjima bila je nešto veća (prosječno 0,2 postotna boda u razdoblju od prvog tromjesečja 2022. do drugog tromjesečja 2024.) nego prije pandemije (0,1 postotni bod u razdoblju od 1999. do 2019.). Konačno, kako je već navedeno, učinak

² Seriju dogovorenih plaća u europskom području prikuplja ESB na osnovi devet zemalja (Austrija, Belgija, Njemačka, Španjolska, Finska, Francuska, Italija, Nizozemska i Portugal) i pokriva oko 94 % naknade zaposlenima u europskom području.

³ Premda je u većini država europskog područja veći dio radnika pokriven sektorskim kolektivnim ugovorima o plaćama, u nekoliko država većina zaposlenih pokrivena je pregovaranjem na razini poduzeća. Vidi i Górnicka, L. i Koester, G. (urednici), „A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area”, *Occasional Paper Series*, br. 338, ESB, veljača 2024.

programa za očuvanje radnih mjesta tijekom pandemije na naknadu po zaposlenom ponajprije se odrazio na rast ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće jer te nepravilnosti nisu utjecale na dogovorene plaće.⁴

Ukratko, rast naknade po zaposlenom može se općenito podijeliti na rast dogovorenih plaća i rast ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće, s tim da potonji vodi rast dogovorenih plaća kroz gospodarski ciklus.

Dok se u europodručju i dalje bilježe povijesno visoke razine rasta naknade po zaposlenom, trenutačno smo u fazi dezinflacije u kojoj pritisak na rast koji dolazi iz rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće slabi. Umjesto toga, budući da je naknada za inflaciju sve više ugrađena u kolektivno pregovaranje o plaćama, velik rast dogovorenih plaća održava sadašnje razine rasta naknade po zaposlenom. S obzirom na to da je nagli rast inflacije prošao, može postojati određeno preostalo dostizanje realnih plaća, ali pritisci na rast dogovorenih plaća vjerojatno će se smanjiti.

⁴ Revizije rasta naknade po zaposlenom također se ponajprije odražavaju u rastu ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće jer se podatci o rastu dogovorenih plaća revidiraju u manjoj mjeri.

6. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 17. travnja do 23. srpnja 2024.

Priredili: Samuel Bieber i Christian Lizarazo

U ovom se okviru opisuju likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike Eurosustava tijekom trećeg i četvrtog razdoblja održavanja pričuva u 2024. Ta su dva razdoblja zajedno trajala od 17. travnja do 23. srpnja 2024. („promatrano razdoblje”).

Prosječan višak likvidnosti u bankovnom sustavu europodručja nastavio se smanjivati tijekom promatranog razdoblja i iznosio je 3.176,5 mlrd. EUR. To je bilo posljedica dospijeća osme operacije u sklopu treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO III.8.) i prijevremenih bankovnih otplata nepodmirenih iznosa u sklopu ostalih operacija TLTRO III 26. lipnja 2024. Puštanje likvidnosti također se smanjilo zbog smanjenog držanja vrijednosnih papira u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (APP) koje je rezultat prestanka reinvestiranja u sklopu APP-a od početka srpnja 2023. Držanja u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije (PEPP) također su se počela smanjivati od početka srpnja, pri čemu se glavnice dospjelih vrijednosnih papira sada tek djelomično reinvestiraju. Smanjeno puštanje likvidnosti djelomično je neutralizirano nastavkom smanjivanja neto autonomnih činitelja.

Potrebe za likvidnošću

Prosječne dnevne potrebe za likvidnošću bankovnog sustava, definirane kao zbroj neto autonomnih činitelja i obveznih pričuva, smanjile su se za 47,1 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na 1.484,0 mlrd. EUR. To je gotovo u potpunosti rezultat smanjenja neto autonomnih činitelja za 47,2 mlrd. EUR, odnosno na 1.322,5 mlrd. EUR (vidi odjeljak u Tablici A pod naslovom „Ostale informacije zasnovane na likvidnosti”), koje je, pak, bilo potaknuto povećanjem autonomnih činitelja puštanja likvidnosti koje nije bilo u potpunosti neutralizirano povećanjem autonomnih činitelja povlačenja likvidnosti. Minimalne obvezne pričuve neznatno su se smanjile, za 0,1 mlrd. EUR na razinu od 161,6 mlrd. EUR.

Autonomni činitelji povlačenja likvidnosti povećali su se za 20,8 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na 2.640,6 mlrd. EUR, uglavnom zbog povećanja ostalih autonomnih činitelja. Neto ostali autonomni činitelji porasli su prosječno za 47,5 mlrd. EUR. To je uglavnom bilo posljedica povećanja salda na računima revalorizacije za 66,4 mlrd. EUR povezanog s rastom cijena zlata, čiji je likvidnosni učinak u velikoj mjeri neutraliziran porastom neto inozemne imovine. Državni depoziti, koji su tijekom promatranog razdoblja bili niži za prosječno 36,9 mlrd. EUR i iznosili 117,7 mlrd. EUR, bili su stoga glavni uzrok smanjenja neto autonomnih činitelja (vidi odjeljak u Tablici A pod naslovom „Ostale informacije zasnovane na likvidnosti”). Spomenuto smanjenje rezultat je nastavka normalizacije ukupnog obujma depozita koje drže nacionalne riznice u Eurosustavu, potaknute i

promjenama u remuneraciji koje su stupile na snagu 1. svibnja 2023. i koje je Upravno vijeće potom potvrdilo 16. travnja 2024. (vidi Ekonomski bilten, broj 4, 2024.). U promatranom se razdoblju prosječna vrijednost novčanica u optjecaju povećala za 10,3 mlrd. EUR, odnosno na 1.554,9 mlrd. EUR. Potražnja za novčanicama stabilizirala se na nižim razinama nakon što je u srpnju 2022. dosegla najvišu razinu, malo višu od 1.600 mlrd. EUR.

Autonomni činitelji puštanja likvidnosti porasli su za 68,3 mlrd. EUR i iznosili su 1.318,6 mlrd. EUR, ponajprije zbog povećanja neto inozemne imovine za 65,8 mlrd. EUR. Glavni pokretač rasta neto inozemne imovine bilo je povećanje vrijednosti pričuva zlata za prosječno 61,4 mlrd. EUR zbog rasta cijena zlata. Neto imovina nominirana u eurima porasla je samo za 2,5 mlrd. EUR u promatranom razdoblju.

Tablica A
Likvidnosni uvjeti u Eurosustavu

Obveze									
(prosjeci, mlrd. EUR)									
	sadašnje promatrano razdoblje: 17. travnja – 23. srpnja 2024.						prethodno promatrano razdoblje: 31. siječnja – 16. travnja 2024.		
	treće i četvrto razdoblje održavanja		treće razdoblje održavanja: 17. travnja – 11. lipnja 2024.		četvrto razdoblje održavanja: 12. lipnja – 23. srpnja 2024.		prvo i drugo razdoblje održavanja		
autonomni činitelji povlačenja likvidnosti	2.640,6	(+20,8)	2.632,4	(+14,1)	2.651,5	(+19,1)	2.619,7	(-33,7)	
novčanice u optjecaju	1.554,9	(+10,3)	1.551,5	(+5,2)	1.559,5	(+8,0)	1.544,6	(-9,1)	
državni depoziti	117,7	(-36,9)	119,5	(-18,3)	115,2	(-4,3)	154,6	(-27,7)	
ostali autonomni činitelji (neto) ¹⁾	968,0	(+47,5)	961,4	(+27,2)	976,8	(+15,4)	920,6	(+3,1)	
tekući računi iznad minimalnih obveznih pričuva	5,7	(-1,3)	5,4	(-1,4)	6,2	(+0,8)	7,0	(-1,1)	
minimalne obvezne pričuve ²⁾	161,6	(+0,1)	161,3	(-0,3)	161,9	(+0,7)	161,5	(-1,7)	
novčani depozit	3.170,8	(-250,6)	3.214,0	(-124,0)	3.113,2	(-100,7)	3.421,3	(-99,1)	
operacije fine prilagodbe za povlačenje likvidnosti	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	

Izvor: ESB
Napomene: Svi podatci u tablici zaokruženi su na najbližu 0,1 mlrd. EUR. Podatci u zagradama pokazuju promjenu u odnosu na prethodno promatrano razdoblje ili razdoblje održavanja.
1) Izračunato kao zbroj računa revalorizacije, ostalih potraživanja i obveza rezidenata europodručja, kapitala i pričuva
2) Bilješka se ne navodi u bilanci Eurosustava i stoga se ne smije uključiti u izračun ukupnih obveza.

imovina

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 17. travnja – 23. srpnja 2024.						prethodno promatrano razdoblje: 31. siječnja – 16. travnja 2024.	
	treće i četvrto razdoblje održavanja		treće razdoblje održavanja: 17. travnja – 11. lipnja 2024.		četvrto razdoblje održavanja: 12. lipnja – 23. srpnja 2024.		prvo i drugo razdoblje održavanja	
autonomni činitelji puštanja likvidnosti	1.318,6	(+68,3)	1.311,3	(+39,1)	1.328,3	(+17,1)	1.250,3	(+64,1)
neto inozemna imovina	1.045,4	(+65,8)	1.031,7	(+36,2)	1.063,7	(+32,1)	979,6	(+34,8)
neto imovina nominirana u eurima	273,2	(+2,5)	279,6	(+2,9)	264,6	(-15,0)	270,7	(+29,3)
instrumenti monetarne politike	4.660,5	(-299,0)	4.702,3	(-150,3)	4.604,9	(-97,4)	4.959,5	(-199,9)
operacije na otvorenom tržištu	4.660,5	(-299,0)	4.702,3	(-150,3)	4.604,9	(-97,4)	4.959,5	(-199,9)
kreditne operacije	134,0	(-199,9)	151,6	(-100,6)	110,6	(-40,9)	334,0	(-123,5)
MRO	3,9	(-0,0)	2,5	(-0,3)	5,7	(+3,2)	3,9	(-3,7)
tromjesečni LTRO	7,7	(+1,3)	8,1	(+0,2)	7,0	(-1,2)	6,4	(+2,0)
TLTRO III	122,5	(-201,2)	140,9	(-100,5)	97,9	(-43,0)	323,7	(-121,8)
portfelji izravnih monetarnih transakcija ¹⁾	4.526,5	(-99,0)	4.550,7	(-49,7)	4.494,3	(-56,5)	4.625,5	(-76,5)
moгуćnost 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: 17. travnja – 23. srpnja 2024.						prethodno promatrano razdoblje: 31. siječnja – 16. travnja 2024.	
	treće i četvrto razdoblje održavanja		treće razdoblje održavanja: 17. travnja – 11. lipnja 2024.		četvrto razdoblje održavanja: 12. lipnja – 23. srpnja 2024.		prvo i drugo razdoblje održavanja	
agregatne potrebe za likvidnošću ¹⁾	1.484,0	(-47,1)	1.482,9	(-25,1)	1.485,5	(+2,6)	1.531,2	(-99,7)
neto autonomni činitelji ²⁾	1.322,5	(-47,2)	1.321,6	(-24,8)	1.323,6	(+1,9)	1.369,7	(-98,0)
višak likvidnosti ³⁾	3.176,5	(-251,8)	3.219,3	(-125,3)	3.119,4	(-100,0)	3.428,3	(-100,2)

Izvor: ESB

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

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

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

3) Izračunato kao zbroj tekućih računa iznad minimalnih obveznih pričuva i korištenja mogućnosti novčanog depozita umanjeno za korištenje mogućnosti posudbe na kraju dana

Kretanja kamatnih stopa

(prosjeci, postotci i postotni bodovi)

	sadašnje promatrano razdoblje: 17. travnja – 23. srpnja 2024.				prethodno promatrano razdoblje: 31. siječnja – 16. travnja 2024.			
	treće razdoblje održavanja: 17. travnja – 11. lipnja 2024.		četvrto razdoblje održavanja: 12. lipnja – 23. srpnja 2024.		prvo razdoblje održavanja: 31. siječnja – 12. ožujka 2024.		drugo razdoblje održavanja: 13. ožujka – 16. travnja 2024.	
MRO	4,50	(+0,00)	4,25	(-0,25)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)
moгуćnost posudbe na kraju dana	4,75	(+0,00)	4,50	(-0,25)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)
novčani depozit	4,00	(+0,00)	3,75	(-0,25)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)
€STR	3,907	(-0,000)	3,663	(-0,244)	3,907	(+0,01)	3,907	(+0,000)
RepoFunds Rate Euro	3,953	(+0,007)	3,714	(-0,239)	3,955	(+0,049)	3,947	(-0,008)

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 299,0 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 4.660,5 mlrd. EUR (Grafikon A). Smanjenje ponude likvidnosti bilo je prije svega posljedica smanjenja kreditnih operacija i, u manjoj mjeri, smanjenja portfelja izravnih monetarnih transakcija.

Prosječan iznos likvidnosti osigurane kreditnim operacijama smanjio se za 199,9 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 134,0 mlrd. EUR.

To uglavnom odražava smanjenje nepodmirenih iznosa u sklopu operacija TLTRO III zbog dospijea osme operacije u sklopu operacija TLTRO III (47,4 mlrd. EUR) i prijevremene otplate ostalih sredstava odobrenih u sklopu operacija TLTRO III (17,1 mlrd. EUR) 26. lipnja 2024. Prosječni nepodmireni iznos u sklopu tromjesečnih operacija dugoročnijeg refinanciranja (LTRO) Eurosustava povećao se neznatno, za 1,3 mlrd. EUR, dok je stanje glavnih operacija refinanciranja (MRO) ostalo uglavnom nepromijenjeno. Banke su ograničile sudjelovanje u tim redovitim operacijama, a njihova sposobnost otplate znatnih iznosa sredstava odobrenih u sklopu operacija TLTRO bez posezanja za redovitim operacijama refinanciranja upućuje na sveukupno dostatne likvidnosne pozicije banaka i dostupnost alternativnih izvora financiranja po atraktivnim stopama.

Prosječan iznos likvidnosti osigurane portfeljima izravnih monetarnih transakcija smanjio se za 99,0 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 4.526,5 mlrd. EUR. Do tog je smanjenja došlo zbog prestanka reinvestiranja u sklopu APP-a od 1. srpnja 2023. i, u manjoj mjeri, zbog djelomičnog reinvestiranja u sklopu PEPP-a od 1. srpnja 2024.^{1, 2}

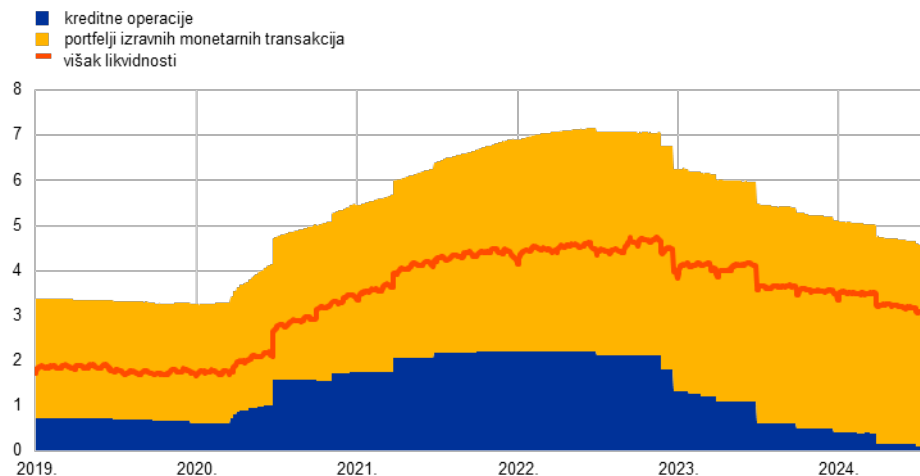
¹ Vrijednosni papiri koji se drže u portfeljima izravnih monetarnih transakcija iskazuju se po amortiziranom trošku i revaloriziraju na kraju svakog tromjesečja, što također utječe na ukupne prosjeke i promjene u portfeljima izravnih monetarnih transakcija.

² Upravno vijeće potvrdilo je u lipnju 2024. da će ESB tek djelomično reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu PEPP-a u drugoj polovini 2024. te potpuno obustaviti reinvestiranje u sklopu PEPP-a na kraju 2024.

Grafikon A

Promjene u likvidnosti osiguranoj operacijama na otvorenom tržištu i višku likvidnosti

(bil. EUR)



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na 23. srpnja 2024.

Višak likvidnosti

Prosječan višak likvidnosti bio je niži za 251,8 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja i iznosio je 3.176,5 mlrd. EUR (Grafikon A). Višak likvidnosti zbroj je pričuva banaka iznad minimalnih 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., višak likvidnosti postojano se smanjuje.

Kretanja kamatnih stopa

Upravno vijeće smanjilo je svaku od tri ključne kamatne stope ESB-a za 25 baznih bodova. Smanjenje je stupilo na snagu 12. lipnja 2024. Kamatne stope za novčani depozit, glavne operacije financiranja i mogućnost posudbe na kraju dana iznosile su 3,75 %, 4,25 % i 4,50 % na kraju promatranog razdoblja.

Prosječna eurska kratkoročna kamatna stopa (€STR) odraz je smanjenja kamatnih stopa monetarne politike, pri čemu je zadržala stabilnu razliku u odnosu na kamatnu stopu na novčani depozit ESB-a. €STR je bio prosječno za 9,0 baznih bodova niži od kamatne stope na novčani depozit tijekom promatranog razdoblja, u usporedbi s prosječno 9,3 bazna boda u prva dva razdoblja održavanja u 2024.

Prosječna repo stopa europodručja, mjerena indeksom RepoFunds Rate Euro, ostala je blizu kamatne stope na novčani depozit. Repo stopa bila je prosječno za 4,2 bazna boda niža od kamatne stope na novčani depozit tijekom promatranog

razdoblja, u usporedbi s prosječno 4,9 baznih bodova u prva dva razdoblja održavanja u 2024. To je rezultat nastavka promjene u činiteljima koji su stvarali pritisak na smanjenje repo stopa, kao što su veće neto izdavanje od početka godine, oslobađanje kolaterala mobiliziranog u dospjelim/otplaćenim operacijama TLTRO i sve veća dostupnost vrijednosnih papira javnog sektora zbog smanjivanja stanja APP-a i PEPP-a.

7. Dinamika novčane mase i kredita u europodručju i usporedba s kretanjima u Sjedinjenim Američkim Državama

Priredili: Ramón Adalid, Lucía Kazarian, Davide Malacrino i Silvia Scopel

U ovom se okviru razmatra nedavna transmisija monetarne politike na obujam novčane mase i kredita te kamatne stope u europodručju i daje usporedba s kretanjima u Sjedinjenim Američkim Državama, uz naglasak na ključnim razlikama i sličnostima u pandemijskom razdoblju. Prvo, kamatne stope na depozite snažnije su se povećale u europodručju nego u Sjedinjenim Američkim Državama (SAD), unatoč manjem povećanju kamatne stope monetarne politike i nižoj polaznoj točki. Drugo, od početka pooštavanja monetarne politike kreditni rast više se usporio u europodručju, vjerojatno zbog snažnije potražnje i većeg obujma depozita u SAD-u. Treće, čini se da je slabljenje rasta najširega monetarnog agregata u SAD-u nakon vrhunca dosegnutog tijekom pandemije mnogo intenzivnije jer su kupnje vrijednosnih papira od strane Sustava federalnih rezerva (Fed) tijekom pandemije gotovo dvostruko premašivale kupnje vrijednosnih papira od strane Eurosustava ako se promatra BDP.

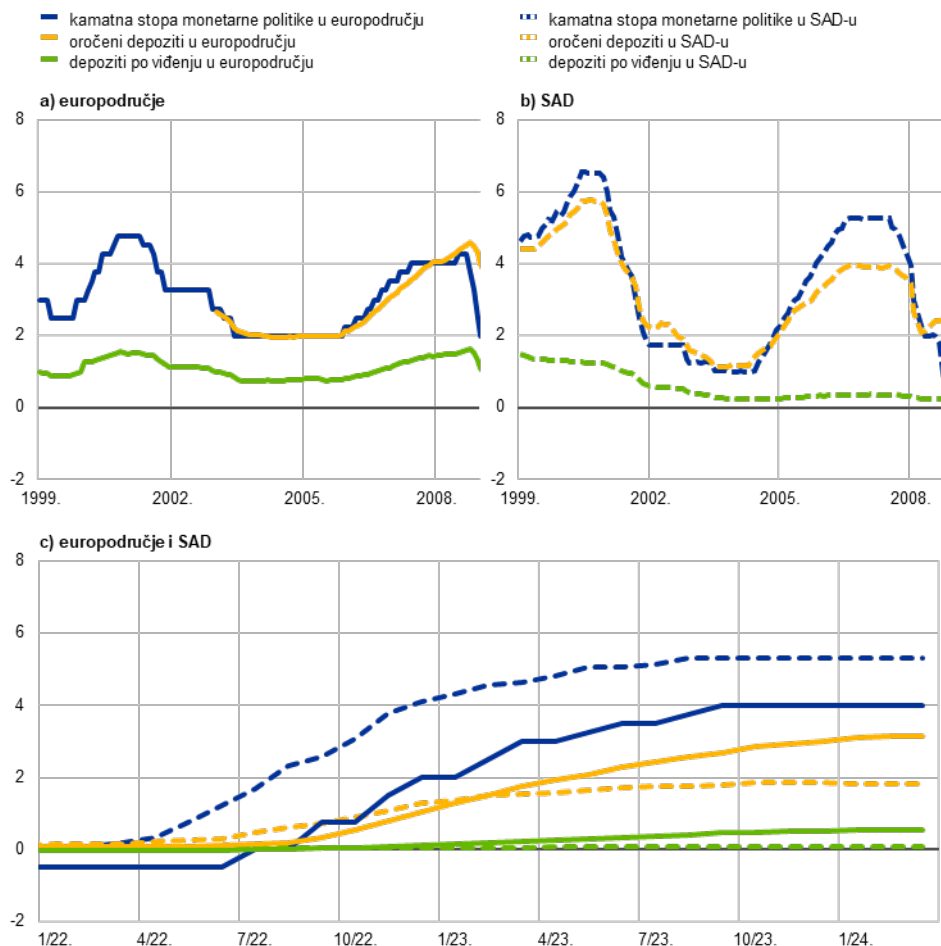
Kamatne stope na depozite clijenata više su se povećale u europodručju unatoč manjem povećanju kamatne stope monetarne politike i nižoj polaznoj točki. Pooštavanje monetarne politike djelovalo je na povećanje kamatnih stopa na depozite i u europodručju i u SAD-u.¹ Oročeni depoziti brže su i snažnije reagirali od prekonoćnih depozita u obama gospodarstvima, slično kao u prvom desetljeću ovog stoljeća, kada su kamatne stope monetarne politike bile izrazito pozitivne (Grafikon A, paneli a) i b)). Međutim, transmisija je bila znatno snažnija u europodručju nego u SAD-u. Usprkos nižoj kamatnoj stopi monetarne politike (4 % u europodručju u odnosu na raspon od 5,25 % do 5,50 % u SAD-u), u ožujku 2024. ponderirana prosječna remuneracija kratkoročnih oročenih depozita bila je iznad 3 % u europodručju, a u SAD-u je iznosila manje od 2 %. Prekonoćni depoziti slično su se kretali, na razini malo većoj od 0,5 % u europodručju i manjoj od 0,1 % u SAD-u (Grafikon A, panel c)).

¹ Zbog dostupnosti usporedivih podataka analiza se zasniva na kamatnim stopama na neotplaćene iznose. Dinamika kamatnih stopa na neotplaćene depozite u europodručju uglavnom je slična dinamici kamatnih stopa na novougovorene depozite.

Grafikon A

Kamatne stope na neotplaćene iznose depozita klijenata

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: ESB (statistički podatci o kamatnim stopama monetarnih finansijskih institucija, podatci o finansijskim tržištima), RateWatch, Savezno društvo za osiguranje depozita i izračun ESB-a
 Napomene: „Depoziti po viđenju” odnose se na prekonoćne depozite kada je riječ o europa području i na čekovne depozite kada je riječ o SAD-u. „Oročeni depoziti” odnose se na depozite s ugovorenim rokom dospelja do dvije godine u europa području i potvrde o depozitu s oročenjem od 12 mjeseci u SAD-u. Posljednji podatci odnose se na ožujak 2024.

Iako su banke u SAD-u akumulirale više depozita u razdoblju pandemije, tijekom ciklusa pooštavanja došlo je do snažnijeg smanjivanja depozita, djelomično zbog većih prinosa na obveznice i konkurentnosti novčanih fondova koji tradicionalno imaju veći udio u portfeljima u SAD-u u usporedbi s europa područjem. Prekonoćni depoziti snažno su se povećali u obama gospodarstvima tijekom pandemijskog razdoblja, u okruženju niskih kamatnih stopa, monetarne ekspanzije i prisilnih ušteda. S pooštavanjem monetarne politike došlo je do povećavanja prinosa na druge instrumente štednje i do smanjivanja priljeva sredstava u najlikvidnije depozite. Tijekom ciklusa pooštavanja u SAD-u zabilježen je odljev likvidnih depozita u iznosu od 11 % BDP-a, dok je u europa području taj odljev iznosio manje od 8 %, stoga je rast M1 postao izrazito negativan u obama gospodarstvima. Obujam depozita akumuliranih prije ciklusa pooštavanja, koji je bio snažniji u SAD-u nego u europa području, možda je utjecao na to da su banke bile manje sklone povećavati kamatne stope na depozite, barem u početku. To je vjerojatno pridonijelo tome da razlika između prinosa na državne obveznice i

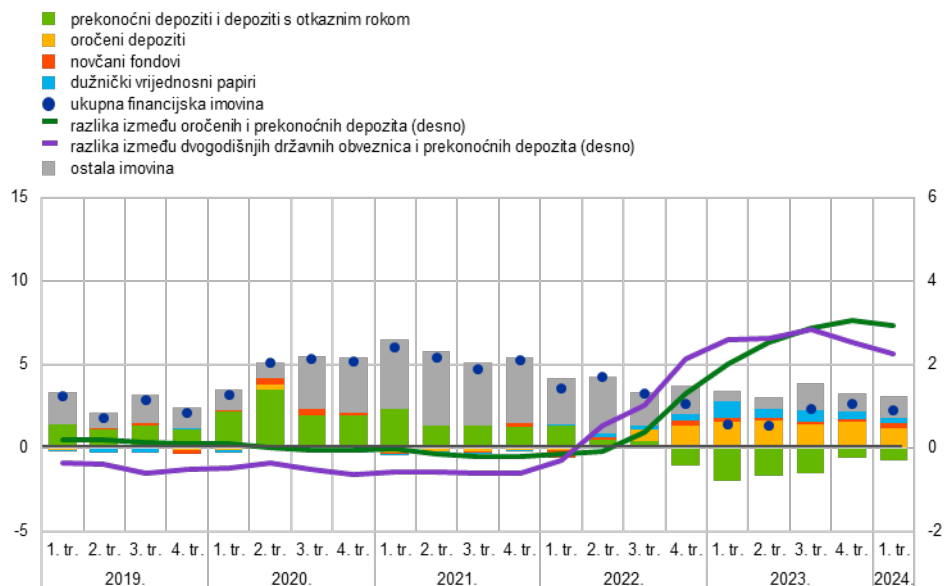
kamatnih stopa na depozite ostane dosljedno veća u SAD-u nego u europodručju s početkom od drugog tromjesečja 2022., a time se može objasniti i veći odljev depozita u SAD-u (Grafikon B). U skladu s tim, imatelji novca u SAD-u više su sredstava preusmjeravali u obveznice (oko 10 % BDP-a) nego u oročene depozite (oko 8 %), dok su u europodručju oročeni depoziti imali najveće priljeve (gotovo 9 % BDP-a u odnosu na nešto više od 3 % kada je riječ o priljevima u obveznice). Priljevi u novčane fondove također su bili znatno veći u SAD-u (5 % BDP-a) nego u europodručju (1 %), iako se to djelomično može pripisati razdoblju poremećaja zbog propasti banke Silicon Valley Bank, do kojih je došlo zbog zabrinutosti glede solventnosti regionalnih banaka u SAD-u. U tom je razdoblju zabilježena oko polovina priljeva u novčane fondove u SAD-u. Nedavno su se priljevi u oročene depozite, obveznice i novčane fondove smanjili u obama gospodarstvima usporedno s ulaskom ciklusa pooštavanja u zrelu fazu.

Grafikon B

Ponovno uravnoteženje portfelja

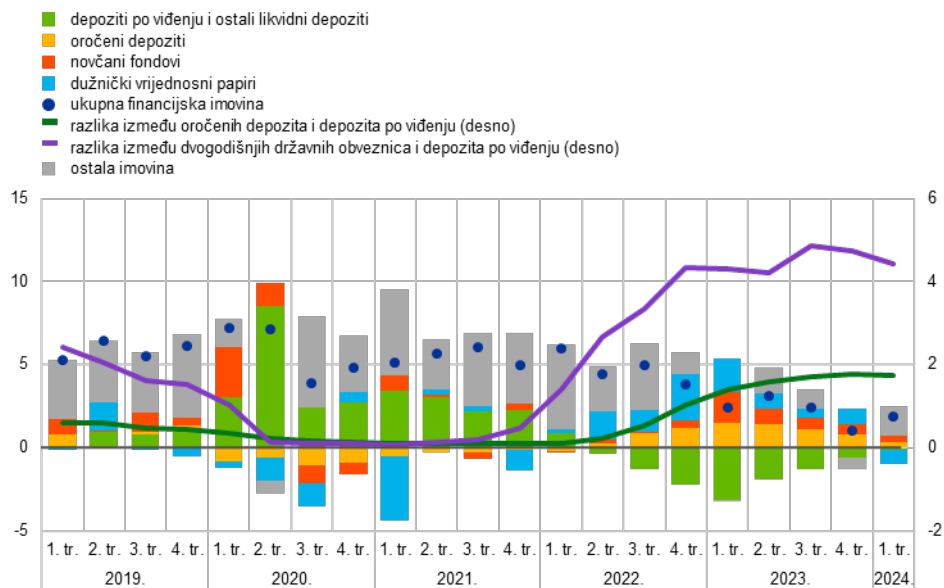
a) europa područje

(lijevo: postotci godišnjeg BDP-a, desno: postotni bodovi)



b) SAD

(lijevo: postotci godišnjeg BDP-a, desno: postotni bodovi)



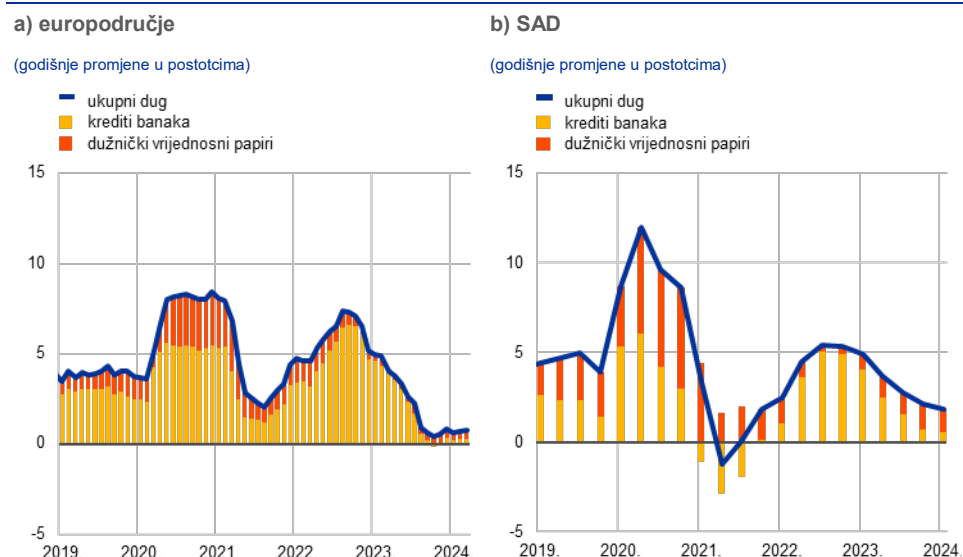
Izvori: za panel a): ESB (bilančne stavke monetarnih financijskih institucija, tromjesečni sektorski računi, statistički podatci o kamatnim stopama monetarnih financijskih institucija, podatci o financijskim tržištima), Eurostat i izračun ESB-a, za panel b): podatci o protoku sredstava za SAD, Federal Reserve Board / Haver Analytics, RateWatch, Savezno društvo za osiguranje depozita, skup podataka IDCMA, Bloomberg i izračun ESB-a
Napomena: Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2024.

Usporedno s povećanjem kamatnih stopa monetarne politike krediti poduzećima snažnije su se smanjili u europa području nego u Sjedinjenim Američkim Državama, a prijenos na kamatne stope na kredite bio je sličnog intenziteta. Nakon velikih oscilacija kreditnog rasta između 2020. i 2021. vanjsko dužničko financiranje poduzeća počelo se smanjivati ubrzo nakon što su ESB i Fed

započeli s ciklusom povećavanja kamatnih stopa. Godišnja stopa rasta kreditiranja poduzeća (kreditni banaka i korporativne obveznice) više se smanjila u europodručju, s najviše razine od 7,4 % u kolovozu 2022. na 0,7 % u razdoblju od 12 mjeseci. To je smanjenje bilo manje intenzivno kada je riječ o poduzećima u SAD-u, gdje se stopa rasta smanjila s najviše razine od 5,4 % u trećem tromjesečju 2022. na 2,2 % u četvrtom tromjesečju 2023. (Grafikon C). Kada je riječ o kreditima nebankovnih institucija, razlike postoje, ali su se blago smanjile. Manje smanjenje rasta kredita poduzećima u SAD-u može odražavati snažniju potražnju za kreditima u tom otpornijem gospodarstvu i još uvijek veći obujam depozita u SAD-u nakon snažnijega kvantitativnog popuštanja koje je bilo odgovor na pandemiju. Osim toga, to je vjerojatno odraz malo slabijeg prijenosa monetarne politike na kamatne stope na kredite poduzećima. Iako je Fed povišio glavnu kamatnu stopu monetarne politike za 525 baznih bodova u razdoblju između veljače 2022. i kolovoza 2023., što je 75 baznih bodova više od povećanja tijekom ESB-ova ciklusa pooštrevanja, kamatne stope na nove kredite poduzećima povećale su se za oko 3,8 postotnih bodova, što je samo 20 baznih bodova više nego u europodručju (Grafikon D). Omjer promjene kamatnih stopa na kredite i promjene kamatne stope monetarne politike iznosio je 72 % u SAD-u, što je malo niže od 79 %, koliko je zabilježeno u europodručju. Međutim, promjena prosječnih stopa na nepodmirene iznose iznosila je približno 50 % kamatnih stopa monetarne politike u obama gospodarstvima. Unatoč tome, s obzirom na veće polazne razine, kamatne stope na kredite znatno su više u SAD-u nego u europodručju.

Grafikon C

Ukupni krediti poduzećima, isključujući kredite nebankovnih institucija



Izvori: ESB i podatci o protoku sredstava za SAD

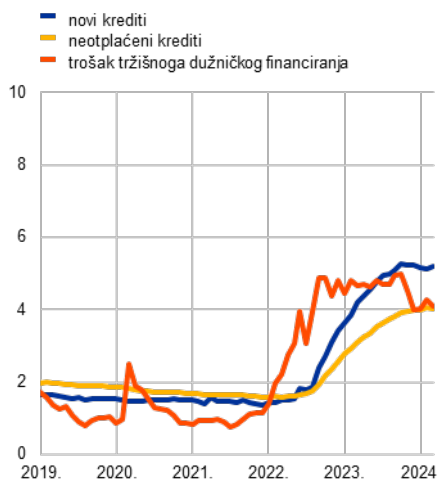
Napomene: U europodručju su krediti banaka prilagođeni za prodaju, sekuritizaciju i objedinjavanje sredstava. Podatci za europodručje na mjesečnoj su razini, a podatci za SAD na tromjesečnoj razini zbog različite učestalosti podataka u izvorima. Posljednji podatci odnose se na ožujak 2024. za europodručje i prvo tromjesečje 2024. za SAD.

Grafikon D

Trošak dužničkog financiranja za poduzeća

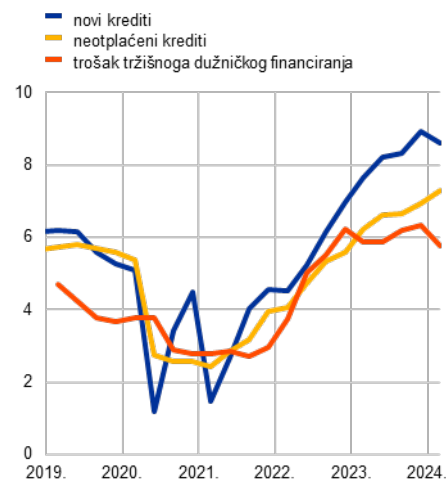
a) europodručje

(postotci na godišnjoj razini)



b) SAD

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: ESB (statistički podatci o kamatnim stopama monetarnih financijskih institucija), gospodarski podatci Sustava federalnih rezerva, Merrill Lynch, anketa o kreditiranju malih poduzeća koju je provela Banka federalnih rezerva Kansas Cityja i izračun ESB-a. Napomena: Posljednji podatci odnose se na ožujak 2024. za europodručje i prvo tromjesečje 2024. za SAD.

Dinamika kreditiranja kućanstava bila je slabija u europodručju, uz slabiji rast hipotekarnih kredita i brži prijenos na kamatne stope na postojeće hipotekarne kredite, unatoč nižim kamatnim stopama na nove kredite nego u SAD-u.

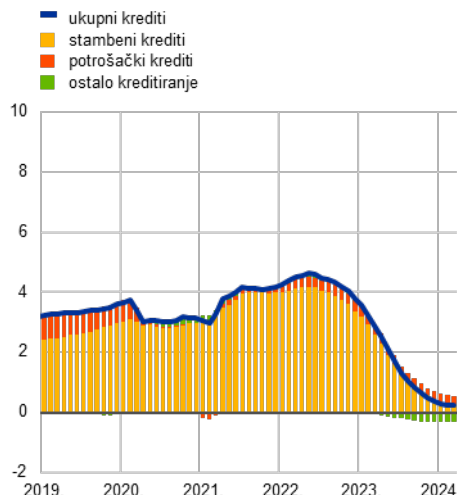
Godišnja stopa rasta kredita kućanstvima u europodručju smanjila se s najviše razine od 4,6 % u svibnju 2022. na oko 0,2 % posljednjih mjeseci. U SAD-u zabilježeno je veće smanjenje od 5,5 postotnih bodova u razdoblju od prvog tromjesečja 2022. do četvrtog tromjesečja 2023., iako je taj pad započeo s mnogo više razine zbog rekordno intenzivnog izdavanja hipotekarnih kredita tijekom pandemije. Stoga je stopa rasta u SAD-u još uvijek iznosila 2,7 % na kraju 2023., pri čemu je doprinos stambenoga kreditiranja bio blizu razina zabilježenih prije pandemije (Grafikon E). Kamatna stopa na nove hipotekarne kredite snažnije se povećala u SAD-u nego u europodručju. Kamatne stope na hipotekarne kredite u SAD-u (na hipotekarne kredite s kamatnom stopom koja postaje promjenjiva nakon pet godina i hipotekarne kredite s nepromjenjivom kamatnom stopom) povećale su se za oko 4 postotna boda, što je oko 75 % povećanja kamatne stope monetarne politike, u odnosu na povećanje složenog troška zaduživanja u europodručju od 2,1 postotnog boda, odnosno približno 47 %. Međutim, prijenos na kamatne stope na nepodmirene iznose bio je znatno sporiji u SAD-u. Zbog veće raširenosti hipotekarnih kredita s nepromjenjivim kamatnim stopama u SAD-u te su se stope povećale samo za 43 bazna boda, u odnosu na povećanje od 74 bazna boda u europodručju (Grafikon F).

Grafikon E

Krediti kućanstvima

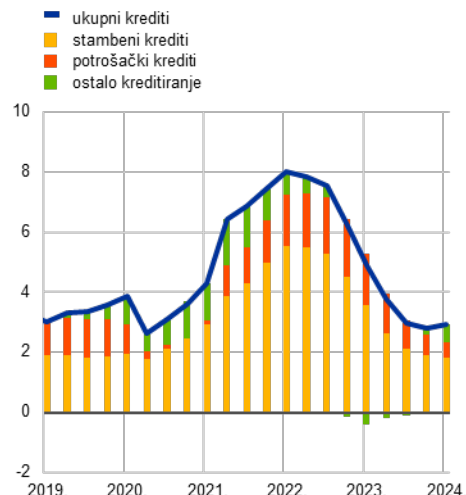
a) europodručje

(godišnje promjene u postocima)



b) SAD

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: ESB i podatci o protoku sredstava za SAD

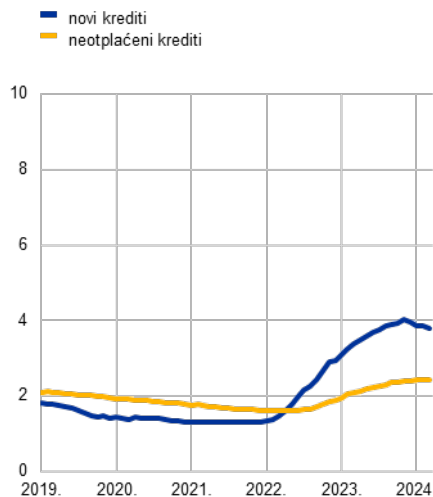
Napomene: U europodručju krediti kućanstvima uključuju samo kredite banaka, a u SAD-u uključuju sve kredite. Posljednji podatci odnose se na ožujak 2024. za europodručje i prvo tromjesečje 2024. za SAD.

Grafikon F

Kamatne stope na hipotekarne kredite

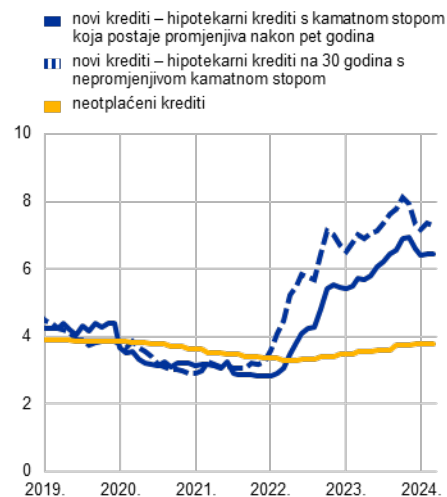
a) europodručje

(postotci na godišnjoj razini)



b) SAD

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: ESB i Wall Street Journal

Napomene: Kada je riječ o SAD-u, hipotekarni kredit s kamatnom stopom koja postaje promjenjiva nakon pet godina jest hipotekarni kredit s kamatnom stopom koja je nepromjenjiva pet godina i nakon toga se revidira. Hipotekarni kredit na 30 godina s nepromjenjivom kamatnom stopom jest hipotekarni kredit s dospeljećem od 30 godina i nepromjenjivom kamatnom stopom do dospeljeća. Posljednji podatci odnose se na ožujak 2024.

Ta su se kretanja odražavala u rastu najširega monetarnog agregata, pri čemu je velik obujam depozita u SAD-u odražavao mnogo veće kupnje vrijednosnih papira povezane s pandemijom koje je provodio Fed. Neposredno prije izbijanja pandemije dinamika rasta najširega monetarnog agregata bila je slična u obama

gospodarstvima. M3 u europodručju i M2 u SAD-u ključni su i najviše usporedivi monetarni agregati. Iako postoje neke razlike u njihovu obuhvatu i definiciji, to ne bi trebalo utjecati na glavna kretanja koja se razmatraju. Odgovor politike na pandemijsku krizu bio je kvalitativno sličan s obiju strana Atlantika, uz snažnu podršku središnjih banaka putem kupnja vrijednosnih papira u kombinaciji s regulatornim mjerama i mjerama ublažavanja monetarne politike kako bi se olakšao priljev kredita u realno gospodarstvo. To je potaknulo rast novčane mase. Obujam tih kupnja (i fiskalne ekspanzije) bio je mnogo veći u SAD-u (godinu dana nakon izbijanja pandemije iznosio je oko 15 % BDP-a SAD-a u 2019., u odnosu na manje od 9 % u europodručju). To se prelilo u mnogo veći rast novčane mase u SAD-u, koji je dosegnuo najvišu razinu od 26,8 %, u odnosu na 12,6 % u europodručju.

Tijekom ciklusa povećavanja kamatnih stopa monetarne politike slabljenje kreiranja novca u europodručju bilo je prouzročeno bankovnim kreditiranjem, dok su u SAD-u početni pokretači dolazili iz drugih izvora, a bankovno kreditiranje tome je pridonijelo poslije. Neposredno nakon prvog povećanja kamatnih stopa monetarne politike u kolovozu 2022. rast M3 u europodručju iznosio je oko 6 %, pri čemu je doprinos bankovnih kredita poduzećima i kućanstvima iznosio više od 4,5 postotnih bodova (Grafikon G). Doprinos kupnja vrijednosnih papira koje je provodio Eurosustav iznosio je više od 3 postotna boda, iako je to bilo neutralizirano vanjskim novčanim odljevima i bankovnim prodajama državnih obveznica, pod utjecajem kupnja koje je provodio Eurosustav. Do rujna 2023. doprinos bankovnog kreditiranja iznosio je gotovo nula, a godišnji M3 smanjio se na oko –1 %.

Iako je rast M2 u SAD-u također postao negativan tijekom ciklusa povećavanja kamatnih stopa, dominantnu ulogu imale su protustavke koje nisu kreditiranje (odnosno kupnje vrijednosnih papira koje su provodile banke, inozemni novčani tokovi, pribavljanje sredstava na financijskom tržištu od strane banaka i kvantitativno pooštravanje). Doprinos bankovnih kredita u SAD-u godišnjem rastu M2 počeo se smanjivati tek u ožujku 2023.

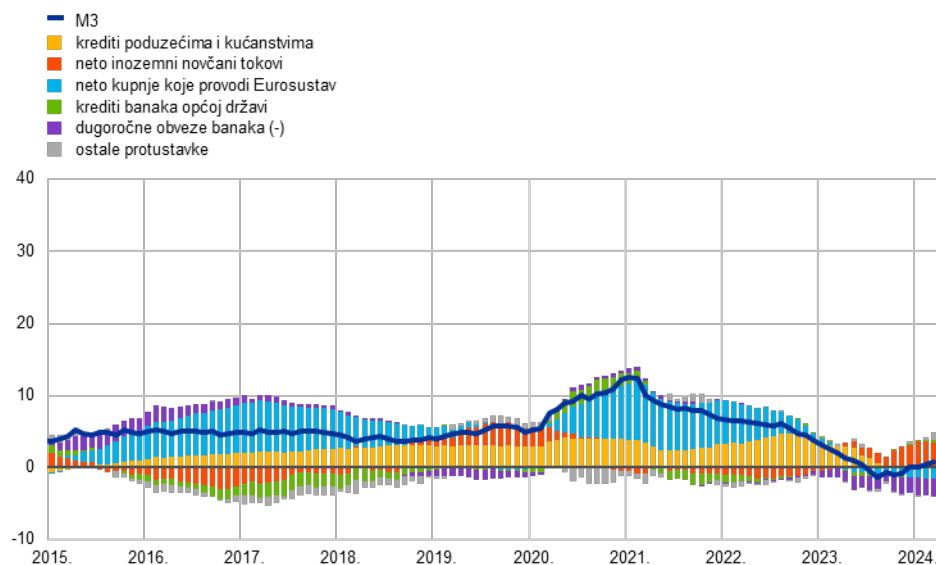
Umjeren preokret u rastu M2 u SAD-u odražava smanjeno pribavljanje sredstava na financijskom tržištu od strane banaka i, u manjoj mjeri, kupnje obveznica od strane banaka i inozemne tokove banaka, dok su inozemni priljevi glavni činitelj koji je pridonio preokretu rasta M3 u europodručju. Rast M2 u SAD-u smanjio se na najnižu razinu, od –4,5 % u travnju 2023. zbog negativnog utjecaja Fedova kvantitativnog pooštravanja i svih drugih izvora kreiranja novca osim bankovnog kreditiranja. Nakon toga smanjivanje portfelja vrijednosnih papira Fed ojačalo je kontrakcijski učinak kvantitativnog pooštravanja, iako su druge protustavke osim bankovnog kreditiranja djelovale na ponovno vraćanje rasta M2 prema nuli. Premda su na neto inozemne tokove u SAD-u pozitivno djelovala portfeljna ulaganja kao i u europodručju, zbog ustrajnog manjka na tekućem računu platne bilance u SAD-u došlo je do smanjivanja ukupnih novčanih priljeva iz inozemstva.

Grafikon G

Izvori kreiranja novca

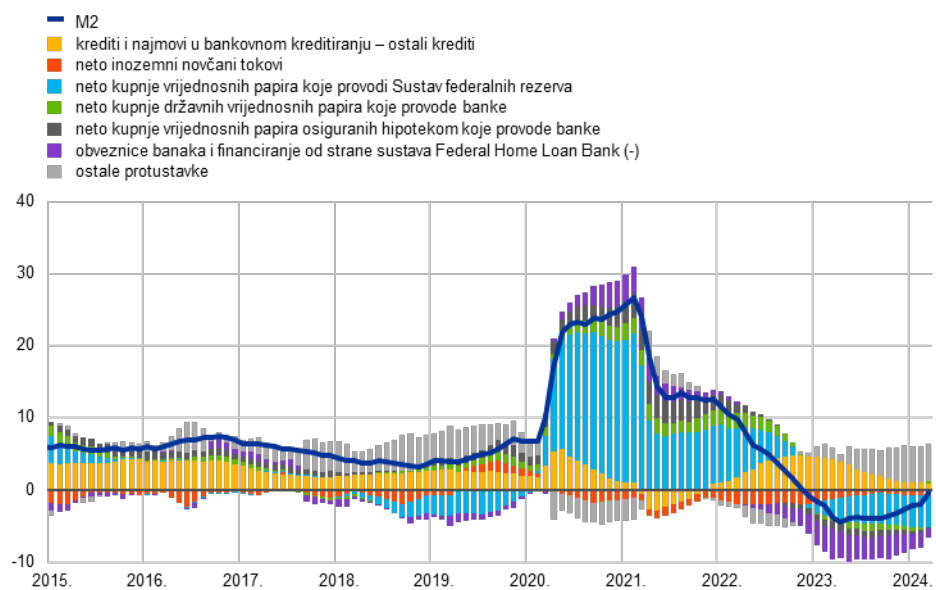
a) europodručje

(godišnje promjene u postotcima)



b) SAD

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: za panel a): ESB (bilančne stavke monetarnih financijskih institucija) i izračun ESB-a, za panel b): Federal Reserve Board / Haver Analytics, Bureau of Economic Analysis i izračun ESB-a

Napomene: Na panelu b) „neto inozemni novčani tokovi“ (odnosno razmjene između sektora nemonetarnih financijskih institucija i ostatka svijeta) izračunati su umanjivanjem platne bilance SAD-a za doprinos institucija koje primaju depozite i središnje banke (ako su ti podatci bili dostupni). Posljednji podatci odnose se na ožujak 2024.

© **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 11. rujna 2024.

PDF ISSN 2363-3603, QB-BP-24-006-HR-N