



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

Ekonomski bilten

Broj 4/2023.



Sadržaj

Sadržaj	1
Gospodarska, financijska i monetarna kretanja	2
Pregled	2
1. Vanjsko okružje	9
2. Gospodarska aktivnost	16
3. Cijene i troškovi	24
4. Kretanja na financijskim tržištima	31
5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja	37
6. Fiskalna kretanja	46
Okviri	50
1. Impuls potrošnje štednje akumulirane tijekom pandemije – je li struktura važna?	50
2. Pozivi o zaradi: novi dokazi o dobiti poduzeća, ulaganjima i uvjetima financiranja	56
3. Kako je jedinična dobit pridonijela nedavnom jačanju domaćih cjenovnih pritisaka u europodručju?	62
4. Kretanje udjela plaća u europodručju od početka pandemije	71
5. Očekivanja poduzeća povezana s prodajnim cijenama – dokazi iz ankete o pristupu financiranju poduzeća u europodručju (SAFE)	76
6. Veliko ograničavanje tokova vanjskog financiranja europodručja u 2022. – uvidi iz granularnije statistike platne bilance	81
7. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 8. veljače do 9. svibnja 2023.	88
8. Razlike u inflaciji i konkurentnosti u državama europodručja	94

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja

Pregled

Inflacija se smanjuje, ali predviđa se da će predugo ostati pretjerano visoka. Upravno vijeće odlučno je u poduzimanju koraka za što skoriji povratak inflacije na srednjoročni cilj od 2 %. Stoga je na sastanku održanom 15. lipnja 2023. odlučilo povećati tri ključne kamatne stope ESB-a za 25 baznih bodova.

Povećanje kamatnih stopa zasniva se na novoj procjeni Upravnog vijeća glede inflacijskih izgleda, dinamike temeljne inflacije i jačine transmisije monetarne politike. Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2023. očekuje se da će ukupna inflacija u prosjeku iznositi 5,4 % u 2023., 3,0 % u 2024. i 2,2 % u 2025. Pokazatelji temeljnih cjenovnih pritisaka i dalje su snažni, premda postoje određene naznake slabljenja nekih od tih pokazatelja. Stručnjaci Eurosustava revidirali su navise projekcije inflacije bez energije i hrane, posebno za ovu i sljedeću godinu, zbog prošlih iznenađujućih porasta i utjecaja snažnog tržišta rada na brzinu dezinflacije. Sada predviđaju stopu inflacije bez energije i hrane od 5,1 % u 2023. te njezino smanjenje na 3,0 % u 2024. i 2,3 % u 2025. Stručnjaci Eurosustava neznatno su smanjili projekcije gospodarskog rasta za ovu i sljedeću godinu. Sada predviđaju stopu gospodarskog rasta od 0,9 % u 2023., 1,5 % u 2024. i 1,6 % u 2025.

Istodobno se prošla povećanja kamatnih stopa Upravnog vijeća snažno prenose na uvjete financiranja i postupno utječu na cijelo gospodarstvo. Snažno su porasli troškovi zaduživanja i usporio se rast kredita. Pooštreni uvjeti financiranja među glavnim su razlozima predviđanja u vezi s daljnjim smanjivanjem inflacije prema ciljnoj razini jer očekuje se da će u sve većoj mjeri slabiti potražnju.

Budućim će odlukama Upravno vijeće određivati razine ključnih kamatnih stopa ESB-a koje će biti dovoljno restriktivne da se inflacija što skorije vrati na srednjoročni cilj od 2 % i održavat će ih na tim razinama onoliko dugo koliko to bude potrebno. Pri određivanju odgovarajuće razine i trajanja pooštavanja Upravno vijeće nastavit će primjenjivati pristup koji se zasniva na podacima. Naime, njegove će odluke o kamatnim stopama i dalje ovisiti o njegovoj procjeni inflacijskih izgleda na temelju novih gospodarskih i financijskih podataka te dinamike temeljne inflacije i jačine transmisije monetarne politike.

Upravno vijeće potvrdilo je da se od srpnja 2023. više neće provoditi reinvestiranje u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (APP).

Gospodarska aktivnost

Globalno gospodarstvo godinu je započelo na snažnijim temeljima u odnosu na četvrto tromjesečje 2022. zahvaljujući ponovnom otvaranju kineskoga gospodarstva i otpornosti tržišta rada u Sjedinjenim Američkim Državama. Na globalnu aktivnost najviše su utjecale aktivnosti u uslužnom sektoru, a proizvodnja u prerađivačkoj industriji ostala je relativno slaba. Zbog poteškoća u bankarskom sektoru SAD-a početkom ožujka nastupilo je kratko razdoblje akutnog stresa na globalnim financijskim tržištima. Gubitci zabilježeni u tom razdoblju u međuvremenu su nadoknađeni u većini kategorija imovine, a sudionici na financijskom tržištu također su revidirali svoja očekivanja glede budućeg pooštavanja monetarne politike Sustava federalnih rezerva naniže. Ipak, ustrajna neizvjesnost pogoršava prepreke globalnom rastu koje uključuju visoku inflaciju, pooštavanje globalnih financijskih uvjeta i geopolitičke napetosti. U tim uvjetima izgledi za globalni rast i inflaciju iz projekcija iz lipnja 2023. ostaju uglavnom nepromijenjeni u odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2023. Blaga revizija globalnog rasta u 2023. naviše uglavnom se može pripisati snažnijem oporavku potražnje u Kini u prvom tromjesečju nego što se očekivalo, što je djelomično poništeno nepovoljnim učinkom pooštavanja financijskih i kreditnih uvjeta u Sjedinjenim Američkim Državama i drugim razvijenim gospodarstvima. Inflacijski izgledi za 2024. revidirani su blago naviše u okružju oštih uvjeta na tržištima rada i još uvijek snažnog rasta plaća u razvijenim gospodarstvima, dok se blaga revizija predviđene inflacije za 2023. naniže može objasniti nižim cijenama sirovina. Predviđa se da će svjetska trgovina ove godine rasti znatno sporije od realnog BDP-a jer se sastavnice globalne potražnje sve manje zasnivaju na trgovini. Izgledi za svjetsku trgovinu za 2023. revidirani su naniže, uglavnom zbog znatnih negativnih učinaka prijenosa iz četvrtog tromjesečja 2022. i slabijih ostvarenja u velikim gospodarstvima u prvom tromjesečju.

Gospodarstvo europodručja stagniralo je proteklih nekoliko mjeseci. Kao i u četvrtom tromjesečju prošle godine, u prvom tromjesečju 2023. smanjilo se za 0,1 % u uvjetima pada osobne i javne potrošnje. Gospodarski rast vjerojatno će u kratkoročnom razdoblju ostati slab, ali jačat će tijekom godine usporedno sa smanjivanjem inflacije i daljnjim otklanjanjem poremećaja opskrbe. Stanje u različitim sektorima gospodarstva nije ujednačeno: aktivnost u sektoru prerađivačke industrije i dalje slabi, među ostalim zbog slabije globalne potražnje i pooštrenih uvjeta financiranja u europodručju, dok je uslužni sektor i dalje otporan.

Tržište rada i dalje je izvor snage. U prvom tromjesečju ove godine otvoreno je gotovo milijun novih radnih mjesta i stopa nezaposlenosti u travnju bila je na povijesno niskoj razini od 6,5 %. Prosječni broj odrađenih sati također se povećao, premda je i dalje na razini koja je malo niža od one zabilježene prije pandemije.

Prema projekcijama iz lipnja 2023. očekuje se da će gospodarstvo bilježiti rast u sljedećim tromjesečjima usporedno sa smanjivanjem cijena energije, jačanjem inozemne potražnje i rješavanjem problema uskih grla u opskrbnim lancima, što će poduzećima omogućiti da nastave rješavati svoje znatne zaostatke u izvršavanju narudžba kako neizvjesnost, uključujući neizvjesnost glede nedavnog stresa u

bankarskom sektoru, bude slabjela. Nadalje, očekuje se da će se realni dohodak povećati zahvaljujući snažnom tržištu rada i da će se nezaposlenost tijekom projekcijskog razdoblja smanjiti na najniže zabilježene razine. Pooštavanje monetarne politike ESB-a sve će više utjecati na realno gospodarstvo. Zajedno s postupnim ukidanjem mjera fiskalne potpore, to će nepovoljno djelovati na gospodarski rast u srednjoročnom razdoblju. Općenito gledano, godišnji prosječni rast realnog BDP-a trebao bi se usporiti s 3,5 %, koliko je iznosio u 2022., na 0,9 % u 2023., a zatim se povećati na 1,5 % u 2024. i 1,6 % u 2025. U usporedbi s projekcijama iz ožujka 2023., izgledi za rast BDP-a revidirani su naniže za 0,1 postotni bod za 2023. i 2024., zbog uglavnom strožih uvjeta financiranja. Rast BDP-a u 2025. ostaje nepromijenjen jer očekuje se da će te učinke djelomično neutralizirati utjecaj većega realnog raspoloživog dohotka i manje neizvjesnosti.

Fiskalni izgledi europodručja trebali bi se poboljšati tijekom projekcijskog razdoblja. Nakon znatnog smanjenja u 2022. predviđa se da će se proračunski manjak europodručja nastaviti smanjivati sporijom dinamikom 2023. i 2024. te da će se samo neznatno smanjiti u 2025. (na 2,5 % BDP-a). Smanjenje proračunskog salda na kraju projekcijskog razdoblja u odnosu na 2022. može se objasniti poboljšanjem ciklički prilagođenoga primarnog salda i, u manjoj mjeri, boljom cikličkom fiskalnom komponentom, uz postupni rast plaćanja kamata kao udjela u BDP-u u cijelom projekcijskom razdoblju. Predviđa se da će se dug europodručja nastaviti smanjivati, premda sporijom dinamikom nakon 2022., te da će do 2025. iznositi 87,3 % BDP-a. To je u prvom redu posljedica negativnih razlika između kamatnih stopa i stopa rasta, koje više nego neutraliziraju dugotrajne primarne manjkove. Ipak, očekuje se da će u 2025. omjer manjka i BDP-a te duga i BDP-a ostati iznad razina zabilježenih u razdoblju prije pandemije. U odnosu na projekcije iz ožujka 2023. proračunski saldo ostaje uglavnom nepromijenjen na kraju projekcijskog razdoblja, a omjer duga revidiran je blago naviše u razdoblju od 2023. do 2025. uglavnom zbog manje povoljnih razlika između kamatnih stopa i stopa rasta.

Usporedno sa smanjivanjem energetske krize, vlade bi trebale hitro i usklađeno ukidati povezane mjere potpore kako ne bi pridonijele povećanju srednjoročnih inflacijskih pritisaka, što bi dovelo do potrebe za snažnijim odgovorom monetarne politike. Fiskalne politike trebale bi biti oblikovane tako da pridonose povećanju produktivnosti gospodarstva europodručja i postupnom smanjivanju velikoga javnog duga. Smanjenju cjenovnih pritisaka u srednjoročnom razdoblju mogu pridonijeti i politike kojima se jačaju opskrbeni kapaciteti europodručja, posebno u energetskom sektoru. Trebalo bi uskoro okončati reformu okvira gospodarskog upravljanja EU-a.

Inflacija

Prema brzoj procjeni Eurostata inflacija se nastavila smanjivati, i to sa 7,0 % u travnju na 6,1 % u svibnju. Smanjenje je zabilježeno u svim skupinama dobara i usluga. Nastavio se trend smanjenja inflacije cijena energije, prekinut porastom u travnju, i ona je u svibnju bila negativna. Inflacija cijena hrane ponovo je pala, ali i dalje je visoka na razini od 12,5 %.

Inflacija bez energije i hrane smanjila se drugi uzastopni mjesec, i to s 5,6 % u travnju na 5,3 % u svibnju. Inflacija cijena proizvoda dodatno se smanjila, sa 6,2 % u travnju na 5,8 %. Inflacija cijena usluga smanjila se prvi put u nekoliko mjeseci, i to s 5,2 % na 5,0 %. Pokazatelji temeljnih cjenovnih pritisaka i dalje su snažni, premda postoje određene naznake slabljenja nekih od tih pokazatelja.

Prethodna povećanja troškova energije i dalje pridonose rastu cijena u cijelom gospodarstvu. Na rast inflacije, posebno u uslužnom sektoru, i dalje utječe potisnuta potražnja u uvjetima ponovnog otvaranja gospodarstva. Pritisaci na plaće, koji su djelomično posljedica jednokratnih isplata, sve su važniji izvor inflacije. U prvom tromjesečju ove godine naknada po zaposlenom porasla je za 5,2 %, a dogovorene plaće za 4,3 %. Nadalje, poduzeća u određenim sektorima uspjela su održati relativno visoke razine dobiti, osobito u onima u kojima je potražnja veća od ponude. Premda je većina mjerila dugoročnijih inflacijskih očekivanja trenutačno na razini od oko 2 %, neki su pokazatelji i dalje povišeni i potrebno ih je pomno pratiti.

Prema projekcijama iz lipnja 2023., s obzirom na to da bi inflacija cijena energije trebala biti izrazito negativna u cijeloj 2023. te da bi se inflacija cijena hrane trebala naglo smanjiti, očekuje se da će se ukupna inflacija i dalje smanjivati i biti na razini od oko 3 % u posljednjem tromjesečju ove godine. Unatoč tome, očekuje se da će inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane premašiti ukupnu inflaciju u kratkoročnom razdoblju i ostati veća od ukupne inflacije do početka 2024., uz postupni silazni trend s početkom od druge polovine 2023. Kako neizravni učinci prošlih šokova cijena energije i drugih pritisaka proizvođačkih troškova budu postupno slabjeli, potičući očekivano smanjenje, troškovi rada postat će glavni pokretač inflacije mjerene HIPC-om bez energije i hrane. Očekuje se da će rast plaća i nadalje ostati više nego dvostruko veći od svojega povijesnog prosjeka u većem dijelu projekcijskog razdoblja, potaknut naknadom za inflaciju i oštrim uvjetima na tržištu rada, kao i povećanjima minimalnih plaća. Međutim, očekuje se da će profitne marže, koje su se zamjetno povećale u 2022., djelovati kao zaštita od određenog prijenosa tih troškova u srednjoročnom razdoblju. Osim toga, temeljna inflacija trebala bi se dodatno smanjiti u nadolazećim godinama pod utjecajem monetarne politike. Sveukupno, očekuje se da će se ukupna inflacija smanjiti s 8,4 % u 2022. na prosječnih 5,4 % u 2023., 3,0 % u 2024. i 2,2 % u 2025. U odnosu na projekcije iz ožujka 2023., ukupna inflacija revidirana je blago naviše u cijelom projekcijskom razdoblju. To je uglavnom posljedica znatne revizije inflacije mjerene HIPC-om bez energije i hrane naviše, što odražava revizije zbog većih nedavnih vrijednosti inflacije nego što se očekivalo te malo većih jediničnih troškova rada, koji više nego neutraliziraju učinak pretpostavka o nižim cijenama energije i oštrijih uvjeta financiranja.

Procjena rizika

Upravno vijeće procjenjuje da su izgledi za gospodarski rast i inflaciju i nadalje vrlo neizvjesni. Među negativnim su rizicima za gospodarski rast neopravdani rat koji Rusija vodi protiv Ukrajine i povećanje širih geopolitičkih napetosti, koje bi moglo dovesti do fragmentacije globalne trgovine i stoga nepovoljno utjecati na

gospodarstvo europodručja. Do sporijeg rasta moglo bi doći i ako učinak monetarne politike bude snažniji nego što se sada predviđa. Nove napetosti na financijskim tržištima mogle bi kao posljedicu imati pooštavanje uvjeta financiranja koje bi bilo još i veće nego što se predviđa te slabljenje povjerenja. Osim toga, zbog slabijeg rasta svjetskoga gospodarstva mogla bi se dodatno smanjiti gospodarska aktivnost u europodručju. Ipak, rast bi mogao biti veći nego što se predviđa dovedu li snažno tržište rada i sve manja neizvjesnost do većeg povjerenja i veće potrošnje pojedinaca i poduzeća.

Među pozitivnim su rizicima za inflaciju mogući novi pritisci na rast troškova energije i hrane, koji su također povezani s ratom koji Rusija vodi protiv Ukrajine. Trajni porast inflacijskih očekivanja na razine više od ciljne razine Upravnog vijeća te povećanja plaća ili profitnih marža koja su veća od predviđenih mogli bi pridonijeti rastu inflacije i u srednjoročnom razdoblju. Povećanju pozitivnih rizika za inflaciju pridonose i nedavno sklopljeni sporazumi o plaćama u više država. Nasuprot tomu, zbog novih napetosti na financijskim tržištima inflacija bi se mogla smanjiti brže nego što se predviđa. Slabija potražnja, primjerice zbog snažnije transmisije monetarne politike, dovela bi do manjih cjenovnih pritisaka, posebno u srednjoročnom razdoblju. Nadalje, do bržeg smanjenja inflacije došlo bi u slučaju bržeg prijenosa smanjenja cijena energije i manjih povećanja cijena hrane na druga dobra i usluge u odnosu na sadašnja predviđanja.

Financijski i monetarni uvjeti

Pooštavanje monetarne politike i dalje utječe na nerizične kamatne stope i šire uvjete financiranja. Uvjeti financiranja za banke pooštreni su, a krediti poduzećima i kućanstvima sve su skuplji. U travnju su kamatne stope na kredite dosegnule najvišu razinu u više od deset godina: kamatne stope na kredite poduzećima iznosile su 4,4 %, a kamatne stope na hipotekarne kredite 3,4 %.

Zbog većih kamatnih stopa na zaduživanje, uz strože uvjete ponude kredita i slabiju potražnju za kreditima, dodatno je oslabjela kreditna dinamika. Godišnji se rast kredita poduzećima u travnju ponovo smanjio, i to na 4,6 %. Mjesečne stope promjene od studenoga 2022. su u prosjeku negativne. Godišnja stopa rasta kredita kućanstvima u travnju je iznosila 2,5 %, a mjesečna stopa rasta bila je neznatna. Slaba kreditna aktivnost banaka i smanjenje bilance Eurosustava doveli su do daljnjeg smanjenja godišnje stope rasta najširega monetarnog agregata, koja je u travnju iznosila 1,9 %. Od prosinca se bilježe negativne mjesečne stope promjene najširega monetarnog agregata.

U skladu sa svojom strategijom monetarne politike Upravno vijeće temeljito je procijenilo povezanost monetarne politike i financijske stabilnosti. Izgledi za financijsku stabilnost ostali su od posljednjeg pregleda u prosincu 2022. teški. Zbog pooštrenih uvjeta financiranja sve su veći troškovi financiranja za banke i kreditni rizik povezan s neotplaćenim kreditima. Ti bi činitelji, s nedavnim napetostima u bankovnom sustavu SAD-a, mogli prouzročiti sistemski stres i smanjiti gospodarski rast u kratkoročnom razdoblju. Na otpornost financijskog sektora nepovoljno djeluje i

pad na tržištima nekretnina, koji bi mogli pogoršati veći troškovi zaduživanja i rast nezaposlenosti. Banke europodručja istodobno imaju dobre kapitalne i likvidnosne pozicije, što umanjuje rizike za financijsku stabilnost. Makrobonitetna politika i dalje je prva linija obrane od rasta financijskih ranjivosti.

Odluke o monetarnoj politici

Na sastanku održanom 15. lipnja 2023. Upravno vijeće odlučilo je povećati tri ključne kamatne stope ESB-a za 25 baznih bodova. U skladu s tim kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja iznosi 4,00 %, kamatna stopa na stalno raspoloživu mogućnost granične posudbe od središnje banke 4,25 %, a kamatna stopa na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke 3,50 %. Povećanja su stupila na snagu 21. lipnja 2023.

Portfelj programa kupnje vrijednosnih papira (engl. *asset purchase programme*, APP) smanjuje se umjerenom i predvidljivom dinamikom jer Eurosustav ne reinvestira u cijelosti glavnice dospjelih vrijednosnih papira. Riječ je o prosječnim mjesečnim smanjenjima u iznosu od 15 mlrd. EUR do kraja lipnja 2023. Upravno vijeće od srpnja 2023. više neće provoditi reinvestiranje u sklopu APP-a.

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

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

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

Zaključak

Inflacija se smanjuje, ali predviđa se da će predugo ostati pretjerano visoka. Upravno vijeće odlučno je u poduzimanju koraka za što skoriji povratak inflacije na srednjoročni cilj od 2 %, stoga je na sastanku 15. lipnja 2023. odlučilo povećati tri ključne kamatne stope ESB-a za 25 baznih bodova.

Budućim će odlukama Upravno vijeće određivati razine ključnih kamatnih stopa ESB-a koje će biti dovoljno restriktivne da se inflacija što skorije vrati na srednjoročni cilj od 2 % i održavat će ih na tim razinama onoliko dugo koliko to bude potrebno. Pri određivanju odgovarajuće razine i trajanja pooštavanja Upravno vijeće nastavit će primjenjivati pristup koji se zasniva na podacima. Naime, odluke o kamatnim stopama i nadalje će ovisiti o procjeni Upravnog vijeća o inflacijskim izgledima na

temelju novih gospodarskih i finansijskih podataka te dinamike temeljne inflacije i jačine transmisije monetarne politike.

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

1. Vanjsko okružje

Globalno gospodarstvo godinu je započelo na snažnijim temeljima u odnosu na četvrto tromjesečje 2022. zahvaljujući ponovnom otvaranju kineskoga gospodarstva i otpornosti tržišta rada u Sjedinjenim Američkim Državama. Na globalnu aktivnost najviše su utjecale aktivnosti u uslužnom sektoru, a proizvodnja u prerađivačkoj industriji ostala je relativno slaba. Zbog poteškoća u bankarskom sektoru SAD-a početkom ožujka nastupilo je kratko razdoblje akutnog stresa na globalnim financijskim tržištima. Gubitci zabilježeni u tom razdoblju u međuvremenu su nadoknađeni u većini kategorija imovine, a sudionici na financijskom tržištu također su revidirali svoja očekivanja glede budućeg pooštavanja monetarne politike Sustava federalnih rezerva naniže. Ipak, ustrajna neizvjesnost pogoršava prepreke globalnom rastu koje uključuju visoku inflaciju, pooštavanje globalnih financijskih uvjeta i geopolitičke napetosti. U tim uvjetima izgledi za globalni rast i inflaciju iz makroekonomskih projekcija stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2023. ostaju uglavnom nepromijenjeni u odnosu na projekcije stručnjaka ESB-a iz ožujka 2023. Blaga revizija globalnog rasta u 2023. naviše uglavnom se može pripisati snažnijem oporavku potražnje u Kini u prvom tromjesečju nego što se očekivalo, što je djelomično poništeno nepovoljnim učinkom pooštavanja financijskih i kreditnih uvjeta u Sjedinjenim Američkim Državama i drugim razvijenim gospodarstvima. Inflacijski izgledi za 2024. revidirani su blago naviše u okružju oštih uvjeta na tržištima rada i još uvijek snažnog rasta plaća u razvijenim gospodarstvima, dok se blaga revizija predviđene inflacije za 2023. naniže može objasniti nižim cijenama sirovina. Predviđa se da će svjetska trgovina ove godine rasti znatno sporije od realnog BDP-a jer se sastavnice globalne potražnje sve manje zasnivaju na trgovini. Izgledi za svjetsku trgovinu za 2023. revidirani su naniže, uglavnom zbog znatnih negativnih učinaka prijenosa iz četvrtog tromjesečja 2022. i slabijih ostvarenja u velikim gospodarstvima u prvom tromjesečju.

Globalno gospodarstvo godinu je započelo na snažnijim temeljima u odnosu na četvrto tromjesečje 2022. zahvaljujući ponovnom otvaranju kineskoga gospodarstva i otpornosti tržišta rada u Sjedinjenim Američkim Državama.

Podatci iz tih država pozitivno iznenađuju od početka ove godine. Ta povoljna kretanja mogu se pripisati ranijem i snažnijem oporavku potražnje u Kini nego što se očekivalo jer poremećaji povezani s pandemijom bili su kratkotrajni. Otpornost tržišta rada u Sjedinjenim Američkim Državama u okružju znatnog pooštavanja monetarne politike podupire potražnju potrošača. Na gospodarsku aktivnost najviše su utjecale aktivnosti u uslužnom sektoru, a proizvodnja u prerađivačkoj industriji ostala je relativno slaba (Grafikon 1.). Procjenjuje se da se globalni rast u prvom tromjesečju povećao na 0,9 %, s 0,5 % koliko je iznosio u prethodnom tromjesečju, što je za 0,2 postotna boda više u odnosu na projekcije iz ožujka.¹

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

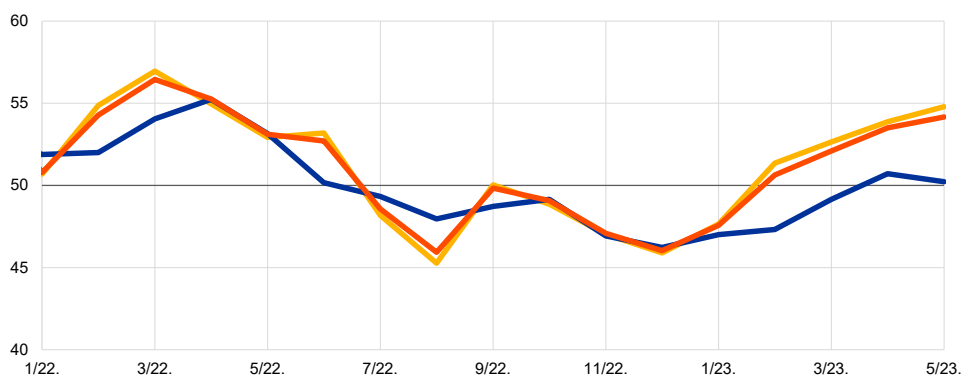
Grafikon 1.

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

a) razvijene zemlje (bez europodručja)

(indeksi rasprostranjenosti)

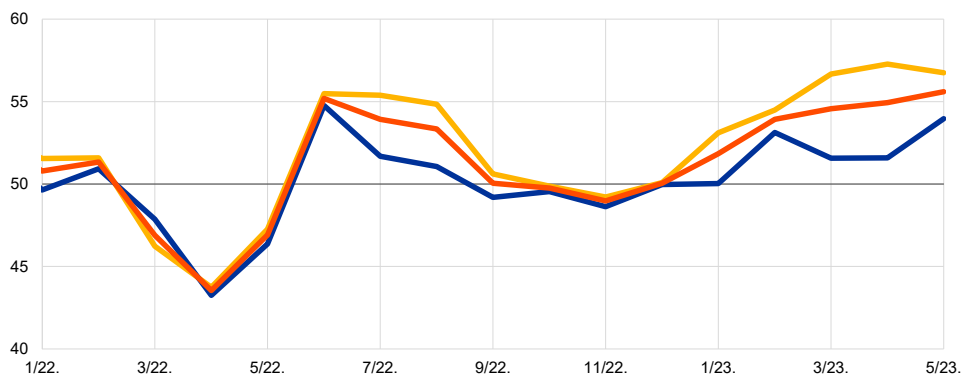
- usluge
- prerađivačka industrija
- složeni



b) zemlje s tržištima u nastajanju

(indeksi rasprostranjenosti)

- usluge
- prerađivačka industrija
- složeni



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

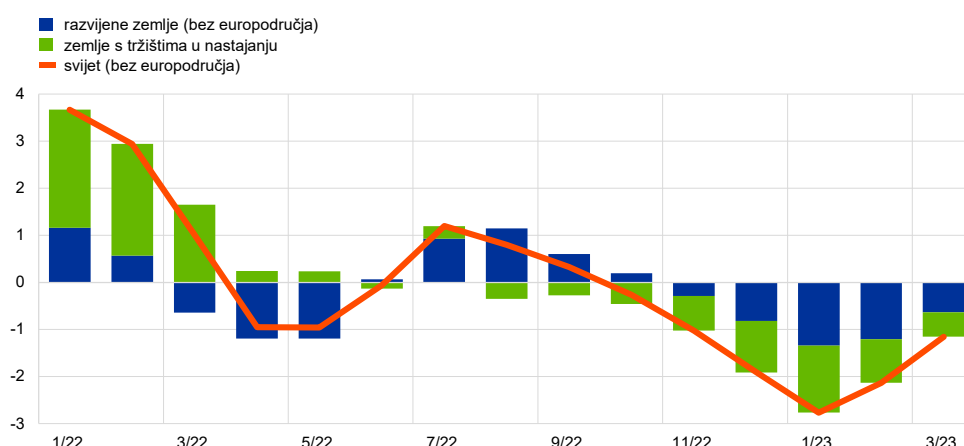
Neizvjesnost je i dalje velika unatoč slabljenju akutnoga financijskog stresa na globalnim financijskim tržištima prouzročenog poteškoćama u bankarskom sektoru Sjedinjenih Američkih Država. Zbog poteškoća u bankarskom sektoru SAD-a nastupilo je kratko razdoblje akutnog stresa na globalnim financijskim tržištima. Gubitci zabilježeni u tom razdoblju u međuvremenu su nadoknađeni u većini kategorija imovine, osim kada je riječ o dionicama financijskih institucija, a sudionici na financijskom tržištu također su revidirali svoja očekivanja glede budućeg pooštavanja monetarne politike Sustava federalnih rezerva naniže. Velika neizvjesnost glede kretanja u bankarskom sektoru SAD-a pogoršava prepreke globalnom rastu kao što su visoka inflacija, pooštavanje financijskih uvjeta i povećana geopolitička neizvjesnost. Noviji podatci upućuju na zaključak da globalni rast gubi zamah.

Izgledi za globalni rast i inflaciju ostali su uglavnom nepromijenjeni u odnosu na projekcije stručnjaka iz ožujka 2023. Predviđa se da će svjetsko gospodarstvo rasti po stopi od 3,1 % i ove i sljedeće godine te da će se blago ubrzati na 3,3 % u 2025. Rast je revidiran blago naviše za 2023. (za 0,1 postotni bod), blago naniže za 2024. (za 0,1 postotni bod), a za 2025. ostaje nepromijenjen. Oporavak potražnje u Kini u prvom tromjesečju ove godine koji je bio snažniji od ranijih očekivanja ključan je činitelj kojim se objašnjava revizija globalnog rasta u 2023. naviše, dok su izgledi za globalni rast revidirani blago naniže u kratkoročnom razdoblju. Nešto sporiji globalni rast u 2024. u odnosu na prethodna predviđanja objašnjava se učinkom strožih financijskih i kreditnih uvjeta u Sjedinjenim Američkim Državama i drugim razvijenim gospodarstvima.

Globalna trgovina i nadalje je slaba s obzirom na to da je globalna aktivnost uglavnom pod utjecajem uslužnog sektora, koji se u manjoj mjeri zasniva na trgovini od sektora prerađivačke industrije. Razdvajanje aktivnosti i trgovine može se objasniti trima nepovoljnim kompozicijskim učincima, s obzirom na to da je aktivnost pod utjecajem manje trgovinski intenzivnih geografskih područja (zemlje s tržištima u nastajanju), komponenata potražnje (potrošnja) i proizvoda (usluge). Očekuje se da će negativni kompozicijski učinci nepovoljno utjecati na globalnu trgovinu u kratkoročnom razdoblju, ali očekuje se da će njihov utjecaj potom postupno nestati. Istodobno bi očekivano povećanje potražnje za uslugama kojima se može trgovati, kao što je turizam, koji se nastavlja oporavljati nakon pandemije, trenutačno smanjenje uskih grla u opskrbnim lancima i normalizacija globalnog ciklusa zaliha trebali pozitivno djelovati na globalnu trgovinu. Najnoviji podatci i procjene upućuju na zaključak da je zamah rasta globalne robne razmjene već postao manje negativan i očekuje se da će se u budućnosti postupno poboljšati (Grafikon 2.).

Grafikon 2.
Zamah robne razmjene

(realni uvoz, tromjesečne promjene u postotcima)



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

Predviđa se da će svjetska trgovina ove godine rasti znatno sporije od realnog BDP-a jer sastavnice globalne potražnje sve se manje zasnivaju na trgovini.

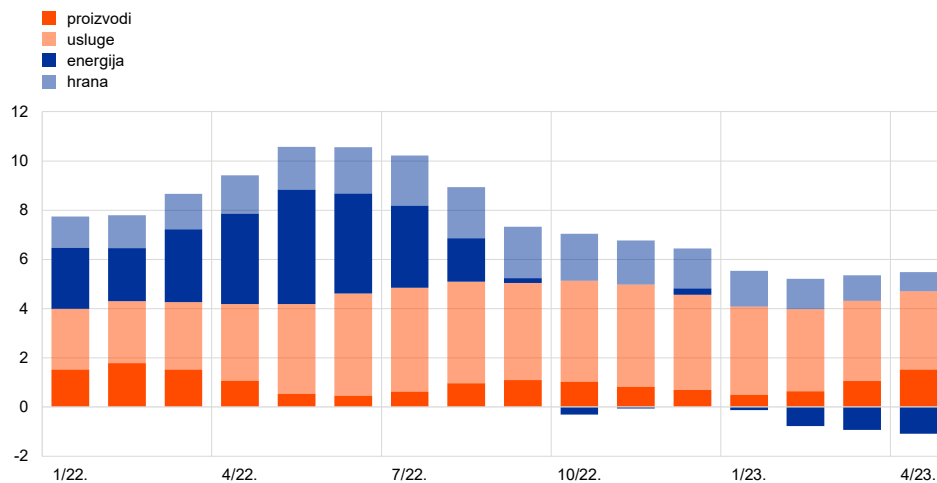
Predviđa se da će globalni uvoz rasti po stopi od 1,3 % u 2023., znatno sporijim tempom u odnosu na svoj dugoročni prosjek (4,8 %) i na globalni rast. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, predviđa se da će se svjetska trgovina povećati za 3,4 % i u 2024. i u 2025. Pretpostavljena elastičnost trgovine (omjer rasta globalnoga realnog uvoza u odnosu na rast globalnoga realnog BDP-a) u projekcijskom razdoblju gotovo je jednaka vrijednosti jedan. To je u skladu s elastičnošću trgovine zabilježenom u desetljeću prije pandemije, ali puno manje od vrijednosti zabilježenih u pandemijskom razdoblju. Inozemna potražnja europodručja slično se kreće i raste za 0,5 % ove godine te se povećava na 3,1 % u 2024. i 2025. Projekcije za svjetsku trgovinu i inozemnu potražnju europodručja revidirane su naniže za ovu godinu, uglavnom zbog znatnih negativnih učinaka prijenosa trgovinskih rezultata u četvrtom tromjesečju 2022. koji su bili slabiji u odnosu na ranija očekivanja te zbog slabijih ostvarenja u prvom tromjesečju ove godine u velikim gospodarstvima. Projekcije za trgovinu u preostalom dijelu projekcijskog razdoblja uglavnom su u skladu s projekcijama iz ožujka 2023.

Temeljni inflacijski pritisci u globalnom gospodarstvu ostali su snažni, a komponente energije i hrane i nadalje smanjuju ukupnu inflaciju. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena (IPC) na području OECD-a smanjila se na 7,4 % u travnju sa 7,7 % koliko je iznosila u prethodnom mjesecu. Dok se ukupna inflacija nastavlja smanjivati zahvaljujući nižoj inflaciji cijena energije i hrane, temeljna inflacija ostala je uglavnom stabilna na razini od 7,1 %, a njezin zamah, mjeran kao tromjesečne anualizirane promjene u postotcima, nastavio se blago povećavati (Grafikon 3., crveni i narančasti stupci). To upućuje na zaključak da su temeljni cjenovni pritisci u globalnom gospodarstvu i nadalje snažni. Čak i ako se cijene robe kojom se može trgovati nastave normalizirati zahvaljujući postupnom uklanjanju poremećaja opskrbe i smanjenju cijena prijevoza, inflacija će i nadalje vjerojatno ostati visoka zbog postojanije komponente usluga, koja odražava pooštrene uvjete na tržištu rada i veliki rast plaća, osobito u razvijenim gospodarstvima. Rast izvoznih cijena konkurenata europodručja (u nacionalnim valutama) ubrzano se smanjuje otkako je dosegno vrhunac u drugom tromjesečju 2022. zbog negativnih baznih učinaka povezanih s cijenama sirovina i očekuje se da će se taj trend nastaviti u kratkoročnom razdoblju, što je u skladu s kretanjima iz tehničkih pretpostavka. U ostatku projekcijskog razdoblja cijene konkurenata trebale bi rasti po stopama koje su sličnije povijesnim prosjecima jer očekuje se slabljenje snažnih pritisaka domaćih i inozemnih proizvođačkih troškova.

Grafikon 3.

Zamah ukupne inflacije na području OECD-a

(tromjesečne anualizirane promjene u postocima)



Izvori: OECD i izračun ESB-a

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

Cijene sirove nafte niže su nego što je predviđeno u projekcijama iz ožujka jer su zabrinutosti glede globalnog rasta nadjačale utjecaj smanjenja ponude skupina zemalja OPEC+. Potražnja za naftom u državama OECD-a u prvom tromjesečju bila je slabija od projekcija Međunarodne agencije za energiju na početku godine. Osim toga, ruska proizvodnja nafte bila je veća od očekivane. Iako se većina ruskog izvoza sirove nafte odnosi na Kinu, Indiju i Tursku, to je pridonijelo ublažavanju utjecaja snažnije potražnje Kine nakon otvaranja njezina gospodarstva na globalne cijene. Osim toga, zabrinutosti glede izgleda za globalni rast s obzirom na kretanja u bankarskom sektoru Sjedinjenih Američkih Država pridonijele su pritisku na smanjenje cijena nafte. Cijene plina u Europi dodatno su se smanjile na razine bliže prosjeku prije izbijanja pandemije. Zahvaljujući kontinuirano niskoj potrošnji i uspješnoj zamjeni ruskog plina, Europska unija ušla je u sezonu nadopunjavanja svojih zaliha plina uz povijesno visoke razine popunjenosti skladišta plina od 55 %. Također je produljila svoj plan uštede plina do kraja ožujka 2024. i zatražila od država članica da smanje potrošnju plina za 15 % u odnosu na prosjek u razdoblju od 2017. do 2021. To upućuje na zaključak da je čak i bez uvoza plina iz Rusije EU na dobrom putu da dostigne svoj cilj popunjenosti skladišta od 90 % prije sljedeće sezone grijanja koja će započeti u studenome te da uvoz plina od drugih dobavljača neće morati biti onoliko visok koliko je bio prošle godine.

Zabilježeno je blago pooštavanje globalnih uvjeta financiranja u razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju. Iako se raspoloženje u vezi s globalnim rizicima nedavno stabiliziralo nakon kratkog razdoblja akutnog stresa prouzročenog propašću banke Silicon Valley Bank početkom ožujka, neizvjesnost je i dalje velika. Pooštavanje financijskih uvjeta u Sjedinjenim Američkim Državama u odnosu na projekcije iz ožujka uglavnom odražava veće razlike prinosa na korporativne obveznice, a tom su pooštavanju donekle pridonijeli i veći kratkoročni

prinosi. Općenito, čini se da su globalna financijska tržišta oprezno optimistična unatoč ustrajnoj neizvjesnosti. Istodobno su se tržišna očekivanja glede pooštavanja monetarne politike SAD-a blago povećala usporedno sa smirivanjem akutnog stresa u bankarskom sektoru SAD-a, iako su još uvijek ispod razina zabilježenih početkom ožujka.

Očekuje se da će se realni BDP u Sjedinjenim Američkim Državama usporiti u prvoj polovini ove godine, a potom se blago oporaviti. Očekuje se da će rast potrošnje kućanstava ostati pozitivan zahvaljujući otpornom tržištu rada. Pooštavanje financijskih uvjeta dovelo je do smanjenja ulaganja koja se ne odnose na stambene nekretnine, što bi trebalo trajati tijekom cijele 2023., a očekuje se da će ustrajna neizvjesnost dovesti do daljnjeg pooštavanja standarda odobravanja kredita, čime će se rast dodatno smanjiti. Sporazum o obustavi primjene gornje granice američkog duga do siječnja 2025. ublažio je neizvjesnost na financijskom tržištu. Sporazumom se uvode manja smanjenja izdataka za neobrambene potrebe, dok izdatci za obranu i obvezne socijalne doprinose te izdatci za zdravstvo ostaju nepromijenjeni. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena iznosila je 4,9 % u travnju, uz ustrajno visoku temeljnu inflaciju od 5,5 %. Usluge su glavni izvor ustrajnosti inflacije, zbog ljepljivih cijena usluga stanovanja i sporog smanjenja velikog rasta plaća. Osim toga, inflacija cijena proizvoda ponovo se povećala drugi mjesec zaredom u okružju još jednoga znatnog povećanja cijena novih vozila i manjega negativnog doprinosa rabljenih vozila i kamiona.

Kina i nadalje bilježi oporavak koji se zasniva na potrošnji, iako se čini da se taj oporavak usporava. Nakon brzog oporavka osobne potrošnje zahvaljujući ponovnom otvaranju gospodarstva, zamah oporavka oslabio je u drugom tromjesečju, a oporavak zasnovan na uslugama i potrošnji nije se prelio na prerađivačku industriju. Indeks PMI za uslužni sektor upućuje na snažan rast, dok se indeks PMI za sektor prerađivačke industrije blago smanjio. U travnju se maloprodaja snažno povećala na godišnjoj razini, iako se taj rast uglavnom može pripisati niskoj razini baze za usporedbu zbog raširenih mjera zatvaranja u Šangaju prošle godine. Zamah rasta u maloprodaji usporio se, a visokofrekventni podatci upućuju na zaključak da su se takva kretanja nastavila i u svibnju. Nakon određenih naznaka oporavka koji je bio u povojima, aktivnost na tržištu stambenih nekretnina usporila se. Ulaganje u stambene nekretnine znatno se smanjilo, a prodaja stambenih nekretnina, koja se do ožujka gotovo u potpunosti prestala smanjivati na godišnjoj razini, ponovo se usporila. Postojana slabost tržišta stambenih nekretnina i nadalje nepovoljno utječe na gospodarstvo. Rast cijena stambenih nekretnina usporio se u travnju, uz narušavanje pouzdanja potrošača. Godišnja ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u travnju se smanjila na 0,1 %, što je najniža razina zabilježena u gotovo dvije godine, zbog snažnih smanjenja u komponentama hrane i energije. Temeljna inflacija (bez hrane i energije) ostala je nepromijenjena na razini od 0,7 %.

Očekuje se da će gospodarska aktivnost u Japanu nastaviti rasti umjerenom dinamikom, potaknuta potisnutom potražnjom i potporom politike koja je u tijeku. Realni BDP povećao se u prvom tromjesečju 2023., odražavajući dinamiku ponovnog otvaranja gospodarstva, i očekuje se njegov daljnji rast umjerenom

dinamikom. Indeks PMI za uslužni sektor dodatno se povećao i u svibnju dosegnuo vrlo visoku razinu, pri čemu su poduzeća navela da su sve manji poremećaji povezani s pandemijom koronavirusa (bolesti COVID-19) i ponovni nastavak domaćeg i stranog turizma ključni činitelji snažnog zamaha rasta u tom sektoru, dok je aktivnost u priređivačkoj industriji ostala slaba. Inflacija se u travnju zadržala na relativno visokoj razini, a ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena povećala se na razinu od 3,5 %. Temeljna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena (bez hrane i energije) također je nastavila rasti i iznosila je 2,5 %. Najnoviji pokazatelji koji se odnose na godišnje pregovore o plaćama koji su se odvijali u proljeće i dalje upućuju na znatna povećanja plaća u odnosu na povijesni prosjek.

Gospodarstvo Ujedinjene Kraljevine trebalo bi izbjeći recesiju u 2023. unatoč ustrajnim nepovoljnim utjecajima na rast. Ti se nepovoljni utjecaji odnose na još uvijek visoku inflaciju potrošačkih cijena koja nepovoljno utječe na raspoloživi dohodak, sve veće troškove zaduživanja i korekciju na tržištu stambenih nekretnina. Iako su izgledi za rast u kratkoročnom razdoblju manje negativni nego što se prethodno očekivalo, očekuje se da će se gospodarska aktivnost kretati u uskom rasponu. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena dosegla je vrhunac u četvrtom tromjesečju 2022. i revidirana je znatno naniže za ovu godinu u odnosu na projekcije iz ožujka 2023. zbog produljenja jamstva glede cijena energije koje je ugrađeno u proljetni proračun. Ipak, očekuje se da će ukupna inflacija ostati povišena jer oštri uvjeti na tržištima rada i snažni pritisci na plaće pridonose ustrajnosti domaće inflacije.

2. Gospodarska aktivnost

Gospodarska aktivnost u europodručju stagnirala je proteklih nekoliko mjeseci. Kao i u četvrtom tromjesečju prošle godine, u prvom tromjesečju 2023. smanjilo se za 0,1 % u uvjetima pada osobne i javne potrošnje. Gospodarski rast vjerojatno će u kratkoročnom razdoblju ostati slab, ali jačat će tijekom godine usporedno sa smanjivanjem inflacije i daljnjim slabljenjem poremećaja opskrbe. Stanje u različitim sektorima gospodarstva nije ujednačeno: aktivnost u sektoru prerađivačke industrije i dalje slabi, među ostalim zbog slabije globalne potražnje i pooštrenih uvjeta financiranja u europodručju, dok je uslužni sektor i dalje otporan. Tržište rada i dalje je izvor snage. U prvom tromjesečju ove godine otvoreno je gotovo milijun novih radnih mjesta i stopa nezaposlenosti u travnju bila je na povijesno niskoj razini od 6,5 %. Prosječni broj odrađenih sati također se povećao, premda je i dalje na razini koja je malo niža od one zabilježene prije pandemije.

Te izgledе uvelike odražavaju i makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2023., prema kojima bi se godišnji realni BDP trebao smanjiti na 0,9 % u 2023., a potom se povećati na 1,5 % u 2024. i 1,6 % u 2025. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz ožujka 2023. izgledi za rast revidirani su naniže za 0,1 postotni bod u 2023. i 2024., dok su za 2025. ostali nepromijenjeni. Izgledi za gospodarski rast i nadalje su vrlo neizvjesni.

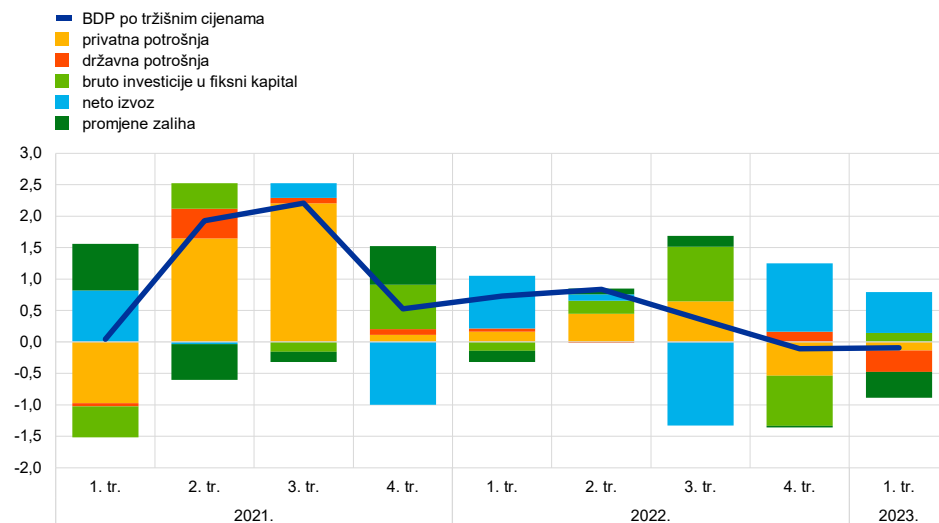
Gospodarstvo europodručja zabilježilo je blagi pad u prvom tromjesečju 2023.

U skladu s revidiranim Eurostatovim podacima realni BDP europodručja smanjio se za 0,1 % u prvom tromjesečju 2023. nakon što se za toliko smanjio i u posljednjem tromjesečju 2022. Do tog je smanjenja realnog BDP-a došlo unatoč doprinosu nižih cijena energije, ublažavanju uskih grla u opskrbnim lancima i fiskalnoj politici. Raščlamba rashoda upućuje na pozitivan doprinos neto trgovine i ulaganja (Grafikon 4.). Međutim, to je poništeno negativnim doprinosom privatne i javne potrošnje i promjena u zalihama. BDP se na tromjesečnoj osnovi povećao za 0,6 % u Italiji, 0,5 % u Španjolskoj i 0,2 % u Francuskoj, a smanjio se u Njemačkoj za 0,3 % i u Nizozemskoj za 0,7 %. Slaba ostvarenja u europodručju djelomično se mogu objasniti i osobito snažnim padom irskog BDP-a (–4,6 %), što je pak povezano s kretanjima u sektorima u kojima prevladavaju multinacionalna poduzeća. Bruto dodana vrijednost povećala se za 0,2 % u prvom tromjesečju, odražavajući snažan rast proizvodnje u građevinskom i uslužnom sektoru, uz smanjenje dodane vrijednosti u industriji. Razmjerno velika razlika između rasta BDP-a i dodane vrijednosti rezultat je izraženog smanjenja neto poreza na proizvode, što je uvelike posljedica sve većih energetske subvencije.

Grafikon 4.

Realni BDP europodručja i njegove komponente

(tromjesečne promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2023.

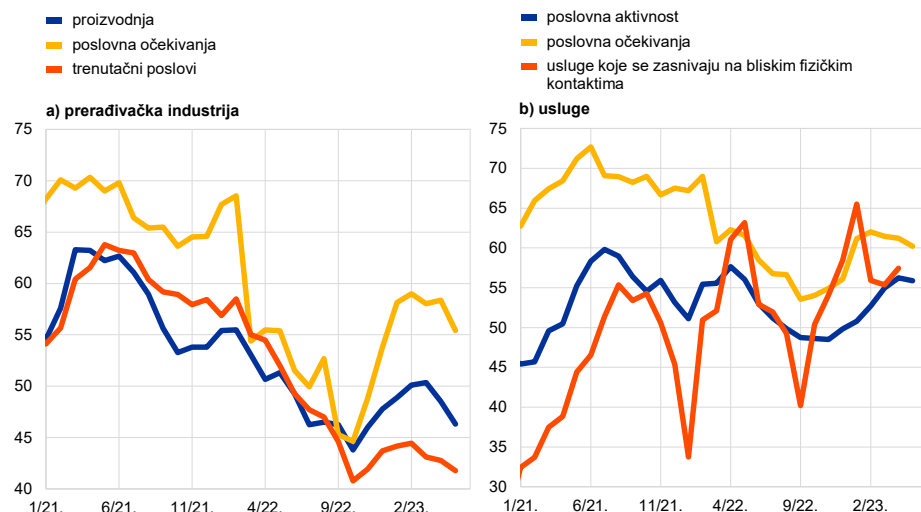
Očekuje se da će se proizvodnja europodručja umjereno povećati u drugom tromjesečju 2023., uglavnom potaknuta aktivnošću u uslužnom sektoru.

Novi anketni podatci upućuju na zaključak da je u drugom tromjesečju ove godine možda došlo do umjerenog rasta gospodarstva europodručja. Kompozitni indeks PMI za proizvodnju u europodručju u svibnju je iznosio 52,8, što je više od vrijednosti zabilježene u prvom tromjesečju i više od njegova dugoročnog prosjeka. Međutim, ta naznaka rasta prikriva oporavak koji se odvija u dvije brzine. Indeks proizvodnje u prerađivačkoj industriji, koji bilježi pad već dva mjeseca zaredom, u svibnju je iznosio 46,4, što upućuje na zaključak da bi se proizvodnja mogla dodatno smanjiti (Grafikon 5., panel a). Najnoviji podatci o indeksu PMI također upućuju na slabija očekivanja glede buduće proizvodnje i smanjenje zaostataka u izvršenju narudžba. Istodobno je indeks poslovne aktivnosti u uslužnom sektoru iznosio 55,1, što je povećanje u odnosu na 52,8 koliko je iznosio u prvom tromjesečju i upućuje na daljnju ekspanziju (Grafikon 5., panel b). To se poboljšanje djelomično može objasniti oporavkom potražnje za uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima nakon popuštanja ograničenja povezanih s bolešću COVID-19. Sektor bilježi i povećanje novih narudžba i sve veća očekivanja glede daljnjeg rasta, iako sprijom dinamikom.

Grafikon 5.

Pokazatelji mjereni indeksom PMI po sektorima gospodarstva

(indeksi rasprostranjenosti)



Izvor: S&P Global

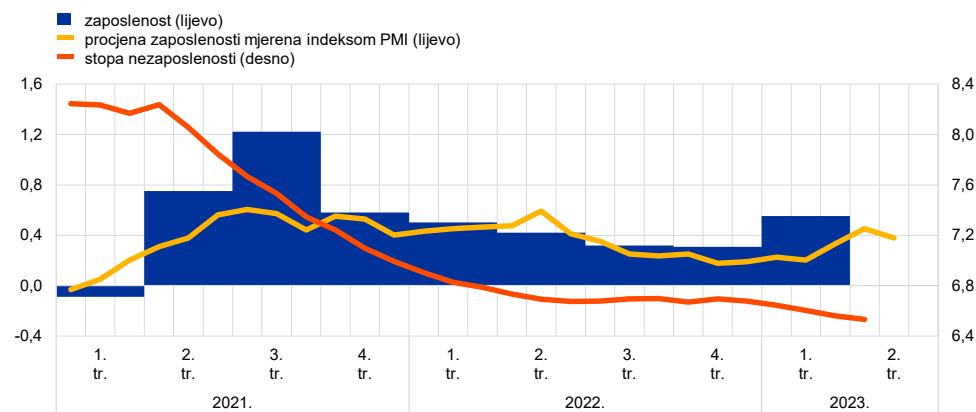
Napomena: Posljednji podatci odnose se na travanj 2023. za uslužne djelatnosti koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima i svibanj 2023. za sve ostale stavke.

Tržište rada nastavilo se širiti u prvom tromjesečju 2023. i ostalo je otporno unatoč smanjenju BDP-a. Zaposlenost i ukupan broj odrađenih sati povećali su se za 0,6 % u prvom tromjesečju 2023. Zaposlenost je porasla za 2,9 %, a ukupan broj odrađenih sati povećao se za 1,5 % u odnosu na četvrto tromjesečje 2019. (Grafikon 6.). To je smanjenje prosječnog broja odrađenih sati od 1,6 %. To je smanjenje djelomično povezano sa snažnim stvaranjem radnih mjesta u javnom sektoru, u kojemu se općenito bilježe manji prosječni broj odrađenih sati u odnosu na ukupno gospodarstvo i visoke razine bolovanja. Radna snaga nastavila se povećavati te je i nadalje glavni izvor stvaranja radnih mjesta. Nakon vrlo blagog smanjenja u posljednjim tromjesečjima, stopa nezaposlenosti iznosila je 6,5 % u travnju, što je smanjenje od 0,2 postotna boda u odnosu na razinu zabilježenu u travnju 2022. Potražnja za radnom snagom i nadalje je snažna, a stopa slobodnih radnih mjesta ostala je nepromijenjena i iznosila 3,0 %, što je blizu najveće razine zabilježene od početka serije podataka.

Grafikon 6.

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

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



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

Napomene: Dvije linije označuju mjesečna kretanja, a stupci prikazuju tromjesečne podatke. Indeks PMI izražen je kao odstupanje od vrijednosti 50 podijeljeno s 10. Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2023. za zaposlenost, na svibanj 2023. za procjenu zaposlenosti mjerenu indeksom PMI i na travanj 2023. za stopu nezaposlenosti.

Kratkoročni pokazatelji tržišta rada upućuju na nastavak rasta zaposlenosti u drugom tromjesečju 2023.

Mjesečni pokazatelj zaposlenosti mjereno kompozitnim indeksom PMI smanjio se s 54,5 u travnju na 53,8 u svibnju, ali ostao je znatno iznad praga od 50, koji upućuje na rast zaposlenosti. Taj se pokazatelj povećava od veljače 2021., a vrhunac je dosegnuo u svibnju 2022. Opće usporavanje upućuje na usporavanje rasta zaposlenosti. Ako se promatraju kretanja u različitim sektorima, taj pokazatelj upućuje na nastavak rasta zaposlenosti u industriji i osobito u uslužnom sektoru te na blago smanjenje u sektoru građevinarstva.

Privatna potrošnja smanjila se u prvom tromjesečju 2023. u uvjetima pada potrošnje na proizvode.

Visoka inflacija i ustrajna neizvjesnost nastavile su nepovoljno utjecati na raspoloživi dohodak i poticati štednju na početku 2023. U tim se uvjetima privatna potrošnja smanjila za 0,3 % u prvom tromjesečju, potaknuta smanjenjem potrošnje na proizvode (Grafikon 7., panel a). Maloprodaja se u prvom tromjesečju 2023. smanjila za 0,2 % na tromjesečnoj osnovi i stagnirala u travnju 2023. Broj novoregistriranih osobnih vozila smanjio se za 3,8 % u prva tri mjeseca 2023., uz daljnji mjesečni pad od 1,1 % u travnju. Nasuprot tome, povećala se potrošnja kućanstava na usluge, još uvijek pod pozitivnim utjecajem dugotrajnih učinaka ponovnog otvaranja.

Najnoviji podatci upućuju na naznake blagog oporavka osobne potrošnje.

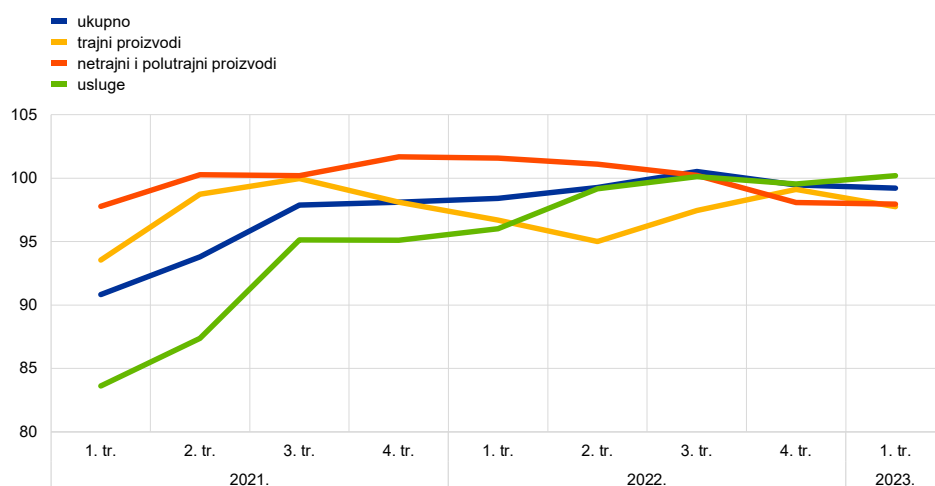
Pokazatelj pouzdanja potrošača Europske komisije poboljšao se u travnju, uglavnom zbog boljih očekivanja glede općih gospodarskih izgleda i financijske situacije kućanstava. Međutim, taj se pokazatelj u svibnju smanjio i zadržao na niskoj razini. Izgledi za usluge potrošačima i nadalje su bolji od izgleda za proizvode, a pokazatelj Europske komisije o očekivanoj potražnji za uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima ostao je na razini iznad njegova povijesnog prosjeka u travnju i svibnju, unatoč blagom smanjenju. Nasuprot tome, očekivane velike kupnje potrošača i očekivana poslovna aktivnost u maloprodaji pogoršale su se u svibnju i

zadržale se ispod povijesnih prosjeka (Grafikon 7., panel b). Slično tome, ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača iz travnja upućuje na povećanje očekivanih rezervacija putovanja, bez promjena u očekivanim kupnjama kućanskih uređaja koje su i nadalje na niskoj razini i potvrđuju kontinuiranu dihotomiju između potražnje za uslugama i potražnje za proizvodima. Prijenos pooštavanja uvjeta financiranja na realno gospodarstvo vjerojatno bi ograničilo zaduživanje kućanstava, povećalo štednju i smanjilo osobnu potrošnju. Prema najnovijim podatcima iz ankete o očekivanjima potrošača očekuje se da će veći dio kućanstava koja imaju hipotekarne kredite s promjenjivom kamatom kasniti s otplatom svojeg duga.

Grafikon 7. Pokazatelji realne privatne potrošnje

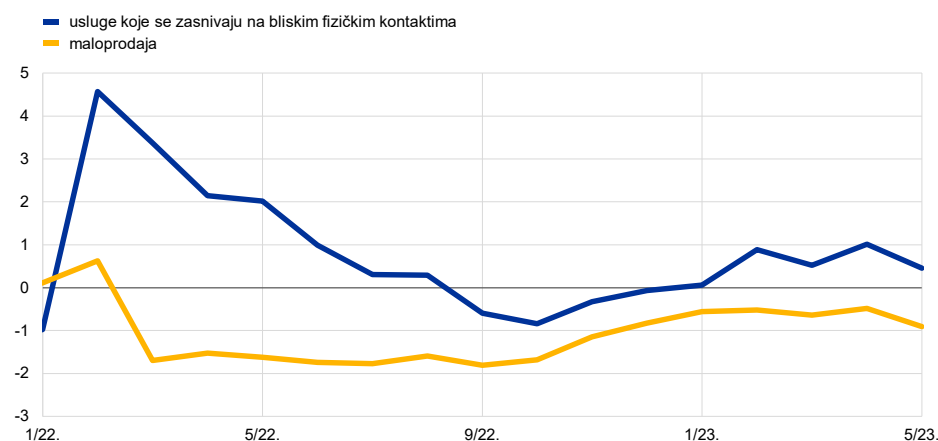
a) komponente realne privatne potrošnje

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



b) očekivanja poduzeća glede potražnje i poslovne aktivnosti

(standardizirani postotci, stanja)



Izvori: Eurostat, Europska komisija (Glavna uprava za gospodarske i financijske poslove) i izračun ESB-a
Napomene: U odnosu na panel b) očekivana potražnja za uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima u sljedeća tri mjeseca standardizirana je u razdoblju od 2005. do 2019., a očekivana poslovna aktivnost u maloprodaji u sljedeća tri mjeseca standardizirana je u razdoblju od 1985. do 2019. Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2023. za panel a) i na svibanj 2023. za panel b).

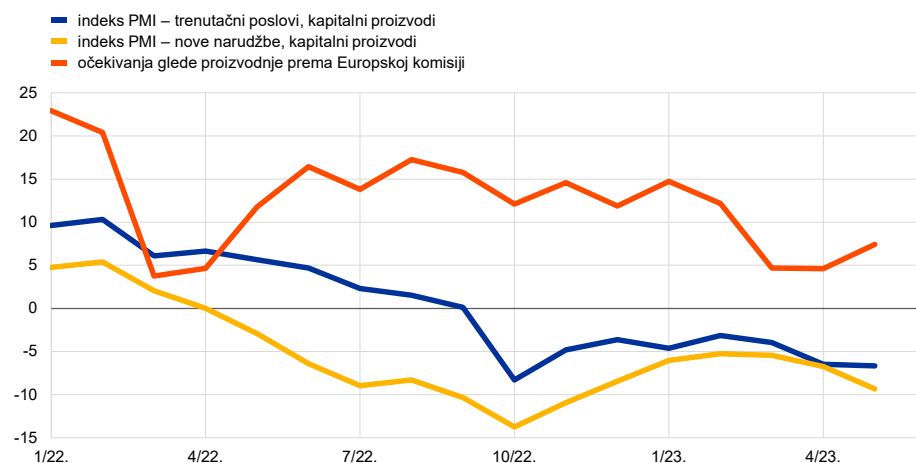
Poslovno ulaganje blago se povećalo početkom 2023. nakon smanjenja u četvrtom tromjesečju 2022. Tromjesečna ukupna ulaganja izvan građevinarstva

povećala su se za 0,1 % u prvom tromjesečju 2023. To bi povećanje bilo snažnije kad bi se isključio kolebljivi doprinos nematerijalnih ulaganja u Irskoj. Očekuje se da će se poslovno ulaganje smanjiti u tekućem tromjesečju. Proizvodnja kapitalnih proizvoda znatno se smanjila u ožujku, što upućuje na negativan učinak prijenosa za drugo tromjesečje. Knjige naloga, pouzdanje u sektoru prerađivačke industrije, trenutni poslovi i očekivanja glede proizvodnje u sektoru kapitalnih proizvoda općenito bilježe pad u drugom tromjesečju (Grafikon 8.). Novi indeks raspoloženja glede zarada poduzeća koji se zasniva na podatcima iz poziva o zaradi velikih poduzeća u europodručju upućuje na zaključak da je dobit poduzeća još uvijek relativno snažna unatoč smanjenju u odnosu na velike vrijednosti zabilježene proteklih godina.² To bi trebalo ublažiti sve veći učinak povećanja troškova zaduživanja i sve oštrijih standarda odobravanja kredita na korporativna ulaganja. Anketa o ulaganjima koju Europska komisija provodi dvaput godišnje, a koja je objavljena 27. travnja 2023., upućuje na poboljšanje bilance mišljenja (pozitivni odgovori umanjeni za negativne odgovore) u odnosu na anketu iz listopada 2022. Rezultati ankete upućuju na pozitivan rast planova ulaganja za 2023. i u sektoru prerađivačke industrije i u uslužnom sektoru. Najveće bilance zabilježene su u uslužnim sektorima kao što su sektori telekomunikacija i infrastrukture, kojima su svojstvene potrebe za dugoročnijim ulaganjima povezanim s digitalizacijom ili energetsom tranzicijom i koje podupire program Next Generation EU. Anketa također upućuje na sveobuhvatno širenje ulaganja u strojeve i nematerijalnih ulaganja koja se još uvijek mogu odviti ove godine.

Grafikon 8.

Kratkoročni pokazatelji u sektoru kapitalnih dobara

(odstupanja od prosjeka)



Izvori: Markit, Europska komisija i izračun ESB-a

Napomene: Pokazatelji mjereni indeksom PMI prikazani su kao odstupanja od praga od 50 ispod kojeg nema rasta. Pokazatelj Europske komisije o očekivanjima glede proizvodnje izračunava se kao odstupanje od njegova dugoročnog prosjeka. Posljednji podatci odnose se na svibanj 2023.

Ulaganja u stambene nekretnine povećala su se u prvom tromjesečju 2023., ali očekuje se njihovo ponovno smanjenje u kratkoročnom razdoblju. Ulaganja u stambene nekretnine povećala su se u prvom tromjesečju 2023. za 1,3 % na

² Vidi okvir pod naslovom „Pozivi o zaradi: novi dokazi o dobiti poduzeća, ulaganjima i uvjetima financiranja” u ovom broju Ekonomskog biltena.

tromjesečnoj osnovi, nakon smanjenja od 1,6 % u četvrtom tromjesečju 2022. To je povećanje vjerojatno rezultat povoljnih vremenskih uvjeta, u kombinaciji sa stabilnim zaostatcima u izvršavanju narudžba poduzeća. Potonje se odražava u činjenici da je operativno vrijeme za rješavanje trenutačnih zaostataka bilo slično njegovoj povijesno visokoj razini u razdoblju od siječnja do travnja prema tromjesečnoj anketi Europske komisije. Gradnja zgrada u prosjeku se znatno povećala u prvom tromjesečju, ali naglo se smanjila u ožujku, što upućuje na to da će biti slaba i u drugom tromjesečju 2023. Nadalje, pokazatelj aktivnosti gradnje zgrada Europske komisije za protekla tri mjeseca u prosjeku se znatno smanjio u travnju i svibnju u odnosu na prosjek iz prvog tromjesečja. Osim toga, indeks PMI za gradnju stambenih nekretnina nastavio se smanjivati. Usporedno s padom potražnje, znatno se smanjuju uska grla na strani ponude kao što su znatni manjci i dulji rokovi isporuke, pri čemu se u četvrtom tromjesečju 2022. broj transakcija koje se odnose na stambene nekretnine u mnogim državama smanjio po dvoznamenkastim stopama na godišnjoj razini. Raspoloženje, koje se mjeri tromjesečnom anketom Europske komisije o namjerama kućanstava glede renovacije, kupnje ili izgradnje stambene nekretnine, blago se poboljšalo od siječnja do travnja, iako je još uvijek loše. Pad potražnje rezultat je povećanja kamatnih stopa na hipotekarne kredite, što u kombinaciji s nižim realnim dohotkom i visokim cijenama stambenih nekretnina utječe na priuštivost. To se odražava i u znatnom smanjenju potražnje za stambenim kreditima.

Rast izvoza europodručja i nadalje je bio slab u prvom tromjesečju ove godine zbog slabljenja globalne potražnje. Izvoz u države izvan europodručja umjereno se smanjio u prvom tromjesečju zbog slabljenja globalne inozemne potražnje. Izvoz u području prerađivačke industrije bio je potaknut smanjenjem problema uskih grla u opskrbnim lancima, pri čemu su dugotrajni učinci šoka u opskrbi energijom i aprecijacija eura pridonijeli slabljenju izvoza. Izvoz usluga pozitivno je djelovao na ukupni izvoz europodručja. Uvoz europodručja naglo se smanjio u prvom tromjesečju zbog usporavanja domaće potražnje i manjeg uvoza energenata u uvjetima blage zime i popunjenih zaliha. S obzirom na smanjenje uvoza, neto trgovina dala je pozitivan doprinos rastu BDP-a u prvom tromjesečju unatoč slabom rastu izvoza. Trgovinski uvjeti europodručja nastavili su se poboljšavati usporedno s daljnjim smanjivanjem uvoznih cijena energije, što je pridonijelo brzom ponovnom ostvarenju viška na tekućem računu u prvom tromjesečju 2023. Pokazatelji budućih kretanja upućuju na kontinuirane kratkoročne slabosti u izvozu europodručja. Rokovi isporuke dobavljača nastavili su se skraćivati u svibnju, a na izvozna ostvarenja trebalo bi u kratkoročnom razdoblju pozitivno djelovati smanjenje postojećih knjiga naloga koje još uvijek bilježe povišene razine u nekim ključnim industrijama. Međutim, nove izvozne narudžbe u prerađivačkoj industriji nastavile su se smanjivati, što upućuje na kontinuirano usporenu potražnju za proizvodima koji se izvoze iz europodručja. Istodobno povećanje novih narudžba izvoznih usluga upućuje na pozitivan zamah u tom sektoru, uz snažnu aktivnost u sektorima putovanja i prijevoza, kao i ostalih usluga kojima se može trgovati, kao što su informacijska i komunikacijska tehnologija.

Dugoročnije gledano, očekuje se da će rast BDP-a postupno ojačati. Očekuje se da će gospodarstvo bilježiti rast u sljedećim tromjesečjima usporedno sa

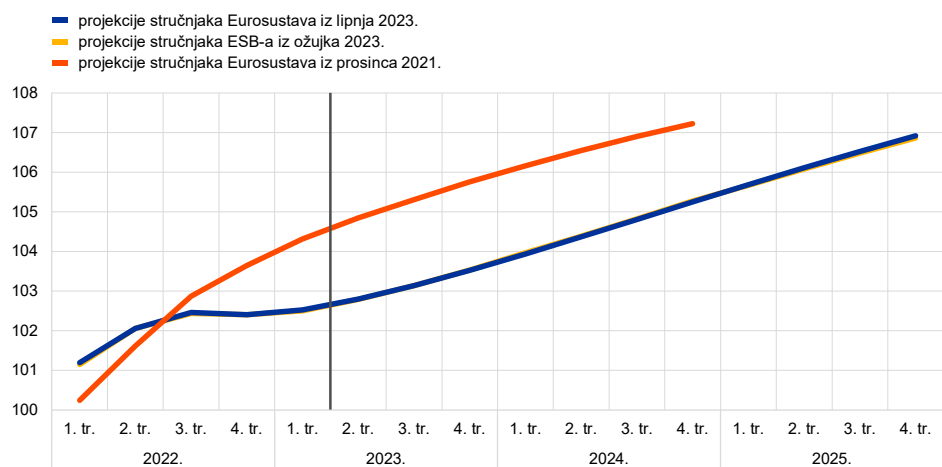
smanjenjem cijena energije, jačanjem inozemne potražnje, rješavanjem problema uskih grla u opskrbnim lancima i daljnjim slabljenjem neizvjesnosti, uključujući neizvjesnost glede nedavnog stresa u bankarskom sektoru. Nadalje, očekuje se da će se realni dohodak povećati zahvaljujući snažnom tržištu rada i padu nezaposlenosti na najniže zabilježene razine. Premda će pooštavanje monetarne politike ESB-a u sve većoj mjeri utjecati na realno gospodarstvo, očekuje se da će nepovoljni učinci strožih uvjeta ponude kredita biti ograničeni. To će, s postupnim ukidanjem mjera fiskalne potpore, nepovoljno utjecati na gospodarski rast u srednjoročnom razdoblju.

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2023. godišnji rast realnog BDP-a trebao bi se usporiti na 0,9 % u 2023. (s 3,5 % u 2022.) i potom se povećati na 1,5 % u 2024. i 1,6 % u 2025. (Grafikon 9.). U usporedbi s projekcijama stručnjaka ESB-a iz ožujka 2023., izgledi za rast BDP-a revidirani su naniže za 0,1 postotni bod za 2023. i 2024., uglavnom zbog strožih uvjeta financiranja. Predviđeni rast BDP-a u 2025. ostaje nepromijenjen jer očekuje se da će učinke strožih uvjeta financiranja djelomično neutralizirati učinci većega realnog raspoloživog dohotka i manje neizvjesnosti.

Grafikon 9.

Realni BDP europodručja (uključujući projekcije)

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



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

Napomena: Vertikalna linija označuje početak makroekonomskih projekcija stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2023.

3. Cijene i troškovi

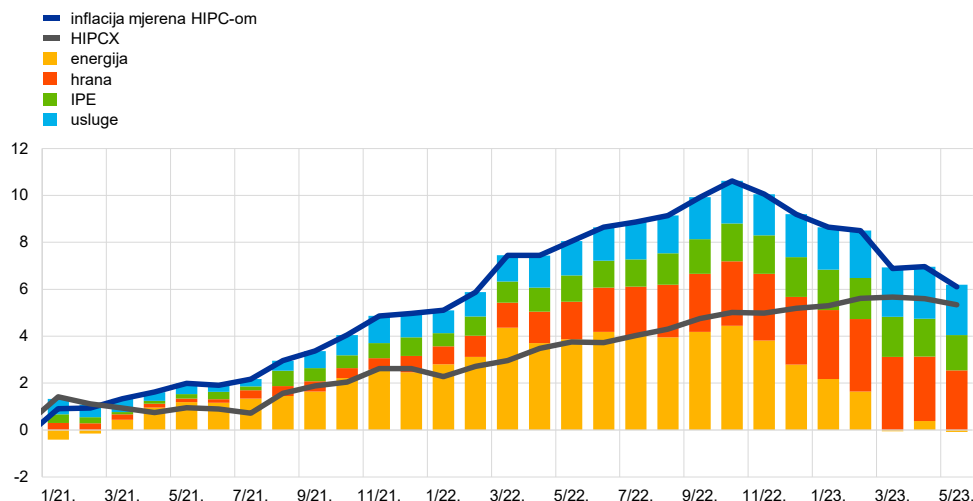
Prema brzoj procjeni Eurostata inflacija je u svibnju 2023. iznosila 6,1 % i nastavila svoj silazni trend započet u listopadu 2022. Smanjenju ukupne inflacije pridonijele su sve glavne komponente, odnosno energija, hrana, industrijski proizvodi bez energije (IPE) i usluge. Cjenovni pritisci i nadalje su snažni, premda postoje određene naznake popuštanja nekih od tih pritisaka, dok učinci visokih troškova energije, uskih grla u opskrbnim lancima i ponovnog otvaranja gospodarstva polako slabe. Pritisci na plaće sve su važniji izvor inflacije, a dobit je ostala na relativno visokoj razini u sektorima s neravnotežama između ponude i potražnje. Najnoviji dostupni podatci za pokazatelje temeljne inflacije pokazuju određene naznake stagnacije, iako su još uvijek na povišenim razinama. Premda je većina mjerila dugoročnijih inflacijskih očekivanja i nadalje na razini od oko 2 %, neki su pokazatelji i dalje povišeni i potrebno ih je pomno pratiti. Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2023. ukupna inflacija i dalje će se smanjivati i u prosjeku iznositi 5,4 % u 2023., 3,0 % u 2024. i 2,2 % u 2025.

Prema brzoj procjeni Eurostata inflacija mjerena HIPC-om u svibnju se smanjila na 6,1 % i nastavila svoju silaznu putanju nakon malog povećanja na 7,0 % u travnju, koje je bilo rezultat pozitivnoga baznog učinka inflacije cijena energije (Grafikon 10.). Smanjenje u svibnju bilo je pod utjecajem nižih stopa inflacije u svim glavnim komponentama HIPC-a (energija, hrana, IPE i usluge). Inflacija cijena energije u svibnju se smanjila na -1,7 % i nastavila svoj silazni trend nakon što se u travnju povećala na 2,4 % s -0,9 % u ožujku. Opće smanjenje inflacije cijena energije tijekom posljednjih mjeseci povezuje se s padom veleprodajnih cijena plina i električne energije. Inflacija cijena hrane dodatno se smanjila s 13,5 % u travnju na 12,5 % u svibnju zbog nižih stopa za komponente neprerađenih i prerađenih prehrambenih proizvoda. To je u skladu s popuštanjem pritisaka proizvođačkih troškova usporedno sa smanjenjem neizravnih učinaka šoka cijena energije i drugih troškovnih šokova. Inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane (HIPCX) smanjila se s 5,6 % u travnju na 5,3 %, što je smanjenje drugi mjesec zaredom. To je smanjenje rezultat nižih stopa inflacije za usluge i IPE. Potonje se dodatno smanjilo na 5,8 % u svibnju sa 6,2 % u travnju, što se vjerojatno u velikoj mjeri može pripisati popuštanju prethodnih pritisaka na rast koji proizlaze iz uskih grla u opskrbnim lancima i šokova cijena energije. To smanjenje potencijalno odražava i prebacivanje potražnje s proizvoda na usluge u razdoblju poslije pandemije. Inflacija cijena usluga također se blago smanjila s 5,2 % u travnju na 5,0 % u svibnju.

Grafikon 10.

Ukupna inflacija i njezine glavne komponente

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na svibanj 2023. (brze procjene).

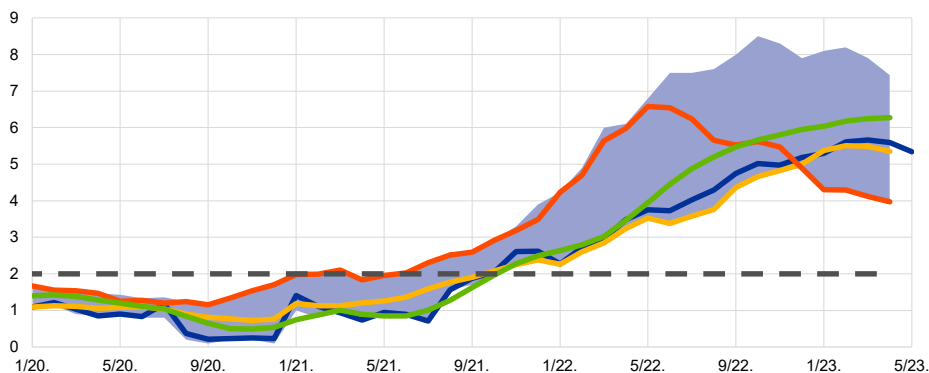
Većina pokazatelja temeljne inflacije u europodručju pokazuje određene naznake stagnacije, iako su oni još uvijek na visokim razinama, uz i nadalje veliku neizvjesnost (Grafikon 11.). Prema najnovijim dostupnim podacima

godišnje stope rasta većine pokazatelja temeljne inflacije u travnju su zabilježile blagi pad. Osim toga, inflacija mjerena HIPCX-om dodatno se smanjila na 5,3 % u svibnju (brza procjena), što podupire očekivanja o novom silaznom trendu temeljne inflacije. U odnosu na prethodni mjesec, pokazatelj supertemeljne (engl. *Supercore*) komponente inflacije (koji se sastoji od stavka HIPC-a osjetljivih na poslovni ciklus) i pokazatelj domaće inflacije (koji isključuje stavke s višim udjelom uvoza) bili su jedini pokazatelji temeljne inflacije koji su se i nadalje povećavali u travnju. To upućuje na raširenost ustrajnijih domaćih cjenovnih pritisaka. Uz određeni odgođeni prijenos prethodnih šokova troškova energije i šokova u opskrbnim lancima, stope temeljne inflacije ostale su na visokim razinama. Raspon promatranih pokazatelja smanjio se u travnju, ali i nadalje je bio širok u usporedbi s povijesnim standardima, što upućuje na ustrajnost povećane neizvjesnosti.

Grafikon 11. Pokazatelji temeljne inflacije

(godišnje promjene u postotcima)

- raspon pokazatelja
- HIPCX
- HIPCXX
- PCCI
- supertemeljna inflacija



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

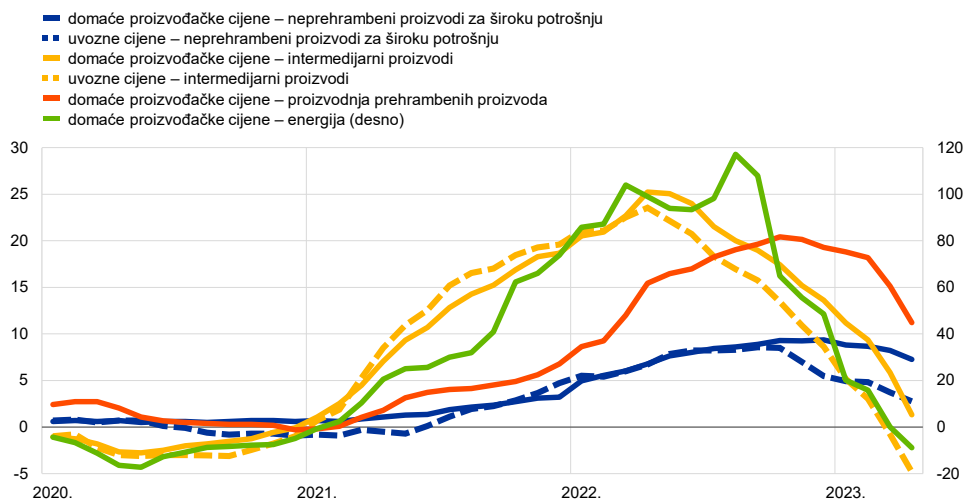
Napomene: Raspon pokazatelja temeljne inflacije uključuje HIPC bez energije, HIPC bez energije i neprerađenih prehrambenih proizvoda, HIPCX, HIPCXX, aritmetičku sredinu modificiranu za 10 % odnosno 30 %, PCCI i ponderirani medijan. Siva isprekidana linija označuje inflacijski cilj ESB-a od 2 % u srednjoročnom razdoblju. Posljednji podatci za HIPCX odnose se na svibanj 2023. (brza procjena), a za druge pokazatelje na travanj 2023.

Pritisci proizvođačkih troškova nastavili su slabjeti, iako neki pokazatelji i nadalje bilježe povijesno visoke stope, osobito u kasnijim fazama cjenovnog lanca (Grafikon 12.). U ranim fazama cjenovnog lanca cjenovni pritisci nastavili su se znatno smanjivati u travnju, pri čemu se inflacija domaćih proizvođačkih cijena intermedijarnih proizvoda smanjila s 5,8 % u ožujku na 1,3 %. Godišnja stopa rasta uvoznih cijena intermedijarnih proizvoda postala je negativnija i smanjila se s –0,8 % u ožujku na –4,8 % u travnju, djelomično zbog aprecijacije tečaja eura u jesen 2022. Sve slabiji utjecaj šokova cijena energije također se odražavao u inflaciji proizvođačkih cijena energije, koja je u travnju postala negativna. Promatraju li se kasnije faze cjenovnog lanca, inflacija domaćih proizvođačkih cijena neprehrambenih proizvoda za široku potrošnju dodatno se blago smanjila s 8,2 % u ožujku na 7,2 % u travnju. Međutim, još uvijek je na izrazito visokim razinama. U istom razdoblju godišnja stopa rasta uvoznih cijena neprehrambenih proizvoda za široku potrošnju smanjila se s 3,7 % na 2,8 %. Daljnje popuštanje pritisaka proizvođačkih troškova upućuje na slabljenje kumulativnog učinka prošlih cjenovnih šokova. Godišnja stopa rasta proizvođačkih cijena prehrambenih proizvoda također se smanjila, pri čemu je inflacija domaćih proizvođačkih cijena iznosila 11,2 % u travnju, a ista serija za uvozne cijene 3,5 %.

Grafikon 12.

Pokazatelji pritisaka proizvođačkih troškova

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na travanj 2023.

Domaći troškovni pritisci, mjereni deflatorom BDP-a, nastavili su se povećavati u prvom tromjesečju 2023. zbog povećanja jediničnih troškova rada i jedinične dobiti (Grafikon 13.).

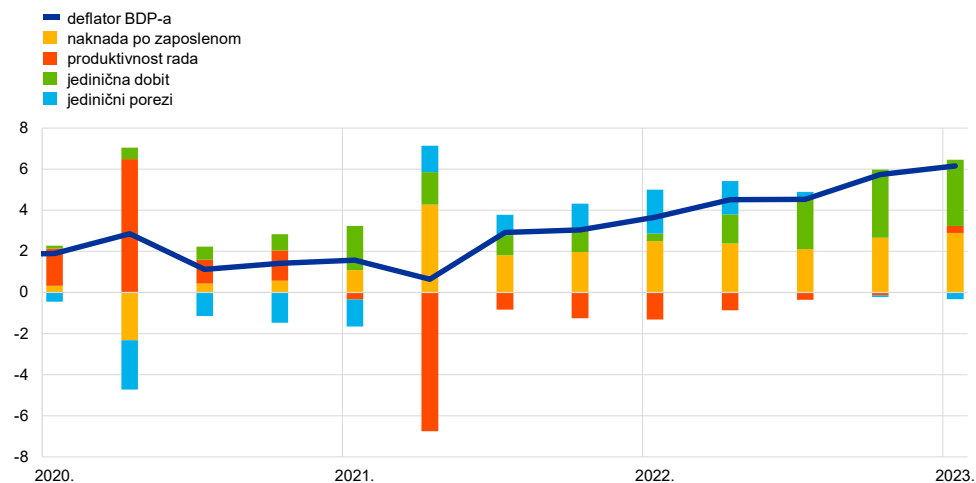
Godišnja stopa rasta deflatora BDP-a povećala se na 6,2 % u prvom tromjesečju 2023. s 5,8 % u četvrtom tromjesečju 2022. i time premašila inflaciju mjerenu HIPCX-om. Pojedinačni doprinosi jedinične dobiti i jediničnih troškova rada činili su oko polovine ukupne stope rasta deflatora BDP-a, dok su jedinični porezi imali mali negativni učinak. Doprinos jedinične dobiti deflatoru BDP-a ostao je na visokoj razini u odnosu na povijesne podatke.³ To upućuje na zaključak da neravnoteže između ponude i potražnje u nekim sektorima još uvijek nisu u potpunosti nestale i da su poduzeća ostvarila koristi od povoljnih uvjeta za određivanje cijena koji su omogućavali da se povećanja cijena ulaznih proizvoda prenesu na prodajne cijene. Povećanje jediničnih troškova rada uglavnom je rezultat smanjenja produktivnosti rada s 0,3 % u posljednjem tromjesečju 2022. na -0,6 % u prvom tromjesečju 2023. Također je zabilježen pozitivan doprinos povećanja naknade po zaposlenom s 4,8 % na 5,2 % u istom razdoblju. Jačanje pritisaka na plaće također se odražava u stopi rasta dogovorenih plaća, koje su porasle za 4,3 % u prvom tromjesečju 2023. s 3,1 % u prethodnom tromjesečju. Osim toga, prospektivne informacije iz nedavno zaključenih pregovora o plaćama upućuju na zaključak da su pritisci na nominalne plaće i nadalje snažni, osobito ako se u obzir uzmu i jednokratne isplate koje su prevladavale u nedavno sklopljenim sporazumima u nekim državama europskog područja.

³ Vidi okvir pod naslovom „Kako je jedinična dobit pridonijela nedavnom jačanju domaćih cjenovnih pritisaka u europskom području?” u ovom broju Ekonomskog biltena.

Grafikon 13.

Raščlamba deflatora BDP-a

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

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

Većina pokazatelja dugoročnih inflacijskih očekivanja u europodručju koji se zasnivaju na anketama zadržala se na razini od oko 2 %, dok su se mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima blago povećala.

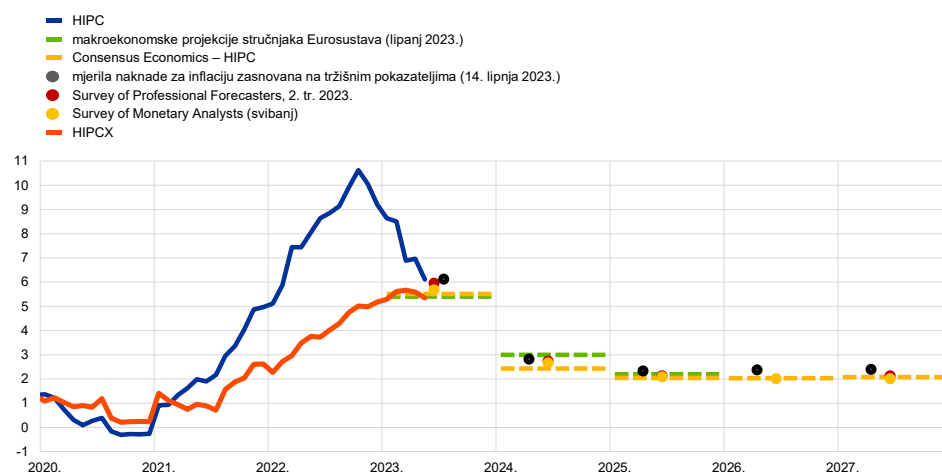
Pokazatelji dugoročnih inflacijskih očekivanja koji se zasnivaju na anketama o prognozama stručnjaka zadržali su se oko ESB-ove ciljane razine od 2 %. U ESB-ovoj Anketi o prognozama stručnjaka (engl. *Survey of Professional Forecasters*) za drugo tromjesečje 2023. prosječna dugoročnija inflacijska očekivanja (koja se odnose na 2027.) ostala su nepromijenjena i iznosila 2,1 %, dok su dugoročnija očekivanja iz ESB-ove Ankete monetarnih analitičara (engl. *Survey of Monetary Analysts*) ostala nepromijenjena od podataka objavljenih u ožujku i iznosila 2,0 %. Mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima (na temelju HIPC-a bez duhanskih proizvoda) malo su se povećala za sve rokove dospijeća u promatranom razdoblju, koje je završilo sredinom lipnja, dok su sudionici na tržištu bili izrazito usredotočeni na to postoje li dokazi o ustrajnosti temeljne inflacije u europodručju i drugdje. Podatci objavljeni krajem svibnja koji su pokazali da su temeljna i ukupna inflacija u europodručju bile niže od očekivanja nisu bitno promijenili određivanja cijena na terminskim tržištima. Na kratkom kraju, jednogodišnja kamatna stopa na jednogodišnje terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije iznosila je 2,3 % sredinom lipnja, što je 15 baznih bodova više nego na početku promatranog razdoblja sredinom ožujka. Na dugom kraju, petogodišnja kamatna stopa na petogodišnje terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije na kraju promatranog razdoblja također je bila gotovo 15 baznih bodova viša i kretala se na razini od 2,5 %. Međutim, valja napomenuti da mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima nisu izravno mjerila stvarnih inflacijskih očekivanja sudionika na tržištu s obzirom na to da ta mjerila uključuju i premiju za inflacijski rizik kojom se nadoknađuju inflacijski rizici. Kada je riječ o potrošačima, prema najnovijoj ESB-ovoj anketi o očekivanjima potrošača (iz travnja 2023.) srednja vrijednost očekivanja glede ukupne inflacije za sljedeće tri godine znatno se

smanjila, s 2,9 % na 2,5 %, dok se srednja vrijednost tih očekivanja za sljedećih godinu dana smanjila s 5,0 % na 4,1 %.⁴ Zbog toga se povećanje trogodišnjih inflacijskih očekivanja zabilježeno u ožujku uglavnom preokrenulo, što upućuje na to da bi se to privremeno povećanje moglo pripisati neizvjesnostima i zabrinutostima glede previranja na financijskim tržištima u Europi.

Grafikon 14.

Pokazatelji inflacijskih očekivanja zasnovani na anketama i mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Survey of Professional Forecasters, [makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2023.](#) i izračun ESB-a

Napomene: Serija mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima temelji se na jednogodišnjim promptnim ugovorima o razmjeni vezanima uz stopu inflacije i jednogodišnjim terminskim ugovorima o razmjeni vezanima uz stopu inflacije u sljedećih jednu, dvije i tri godine. Podatci o mjerilima naknade za inflaciju zasnovanim na tržišnim pokazateljima odnose se na 14. lipnja 2023. ESB-ova Anketa o prognozama stručnjaka (engl. *Survey of Professional Forecasters*) za drugo tromjesečje 2023. provedena je između 31. ožujka i 5. travnja 2023. Zaključni datum za podatke uključene u dugoročne prognoze organizacije Consensus Economics jest travanj 2023., a za kratkoročne prognoze (2023. i 2024.) svibanj 2023. Zaključni datum za podatke uključene u makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava jest 31. svibnja 2023. Posljednji podatci za HIPC odnose se na svibanj 2023. (brza procjena).

U makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2023. predviđa se da će se ukupna inflacija nastaviti smanjivati i u prosjeku iznositi 5,4 % u 2023., 3,0 % u 2024. i 2,2 % u 2025. (Grafikon 15.)

Ukupna inflacija smanjila se od listopada prošle godine, iako je ustrajna od prethodnih očekivanja, unatoč početnim naznakama popuštanja temeljnih cjenovnih pritisaka. Očekuje se da će inflacija cijena energije postati izrazito negativna u 2023. zbog nastavka pada cijena energetske sirovine, dok bi se inflacija cijena hrane trebala usporiti. Uz smanjenje problema uskih grla u opskrbnim lancima, očekuje se da će ti činitelji dodatno smanjiti ukupnu inflaciju na 3,0 % u posljednjem tromjesečju 2023. Predviđa se da će se inflacija zadržati na toj razini u 2024. nakon očekivanog popuštanja fiskalnih mjera, a potom se postupno dodatno smanjiti u 2025. HIPCX će se postupno usporiti tijekom 2023. i u prosjeku iznositi 5,1 % u 2023., 3,0 % u 2024. i 2,3 % u 2025. Očekuje se da će sve slabiji utjecaj pritisaka proizvođačkih troškova nadjačati intenziviranje pritisaka troškova rada jer rast plaća ostaje iznad povijesnog prosjeka zbog nadomještanja gubitka kupovne moći i oštih uvjeta na tržištima rada. Smanjenje jedinične dobiti trebalo bi donekle ublažiti jaču dinamiku troškova rada.

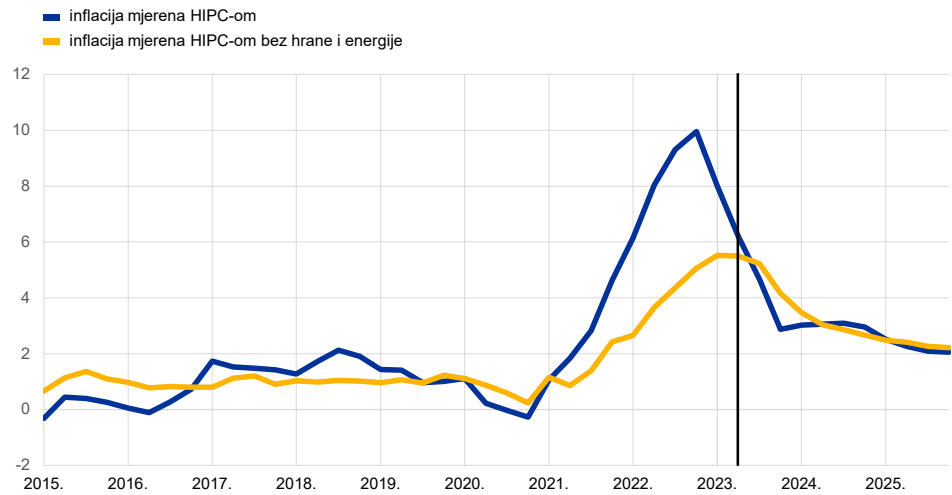
⁴ Vidi „[ECB Consumer Expectations Survey results – April 2023](#)“, *priopćenje za javnost*, ESB, 6. lipnja 2023.

Slabljenje neizravnih učinaka cijena energije, rješavanje problema uskih grla u opskrbnim lancima i negativni utjecaj monetarne politike trebali bi pridonijeti smanjenju inflacije tijekom projekcijskog razdoblja. U usporedbi s projekcijama stručnjaka iz ožujka 2023., profil ukupne inflacije ostao je uglavnom nepromijenjen, uz reviziju naviše za 0,1 postotni bod u svakoj godini. HIPCX revidiran je naviše zbog prošlih iznenađujućih porasta i pritiska rasta jediničnih troškova rada.

Grafikon 15.

Inflacija mjerena HIPC-om i HIPCX-om za europodručje

(godišnje promjene u postocima)



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

Napomene: HIPC znači harmonizirani indeks potrošačkih cijena. HIPCX znači inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane. Vertikalna linija označuje početak projekcijskog razdoblja. Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2023. za podatke i četvrto tromjesečje 2025. za projekcije. Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2023. dovršene su krajem svibnja, a zaključni datum za tehničke pretpostavke bio je 23. svibnja 2023. Povijesni podatci za inflaciju mjerenu HIPC-om i HIPCX-om na tromjesečnoj su osnovi. Podatci iz prognoza na tromjesečnoj su osnovi za inflaciju mjerenu HIPC-om i na godišnjoj osnovi za inflaciju mjerenu HIPCX-om.

4. Kretanja na financijskim tržištima

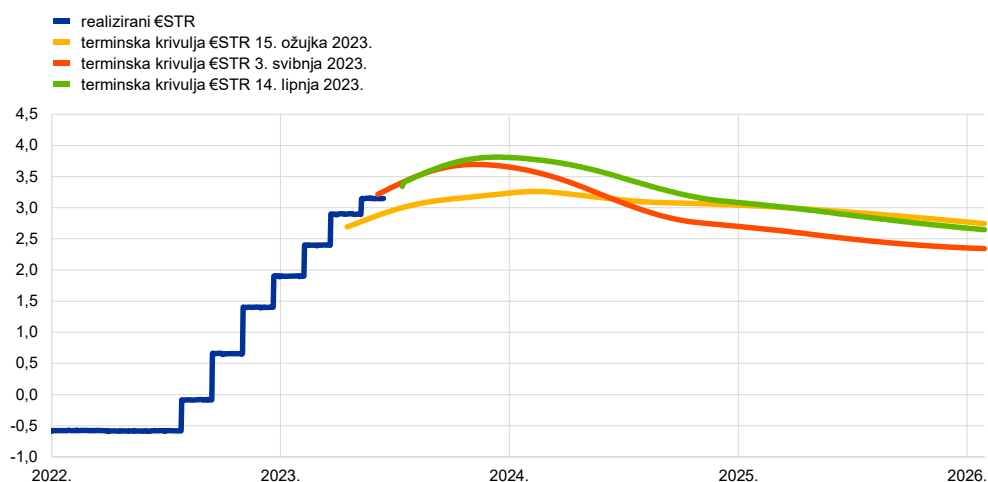
U promatranom razdoblju (od 16. ožujka do 14. lipnja 2023.) financijska tržišta europodručja stabilizirala su se nakon previranja u bankarskom sektoru u Sjedinjenim Američkim Državama i Švicarskoj početkom ožujka. Nakon što su se zabrinutosti glede gospodarskog učinka tih previranja postupno smirile, tržišni sudionici ponovo su procijenili svoja očekivanja glede viših kamatnih stopa monetarne politike, kolebljivost se ublažila, dionice su se oporavile, a razlike prinosa na korporativne obveznice smanjile su se. Na kraju svibnja nerizične kamatne stope za sve rokove dospijeca malo su se smanjile djelomično zahvaljujući tome što su temeljna i ukupna inflacija u europodručju bile niže od očekivanja. Terminalska krivulja eurske kratkoročne kamatne stope (€STR) porasla je na vrlo kratkom kraju i dosegla oko 3,8 % do kraja promatranog razdoblja sredinom lipnja, premda je i nadalje bila niža nego početkom ožujka prije početka previranja u bankarskom sektoru. Dugoročne nerizične kamatne stope u europodručju samo su djelomično pratile povećanja istovrsnih kamatnih stopa u SAD-u i Ujedinjenoj Kraljevini i stabilizirale su se na malo višoj razini nego sredinom ožujka. Tržišta državnih obveznica uglavnom su bila zaštićena od događaja u bankarskom sektoru, a razlike prinosa nisu reagirale na najavu Upravnog vijeća sa svibanjskog sastanka o tome da očekuje da će se od srpnja 2023. prestati provoditi reinvestiranje u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (APP). Tijekom promatranog razdoblja ukupni indeksi cijena dionica u europodručju rasli su manje nego u Sjedinjenim Američkim Državama, a bankarski sektor europodručja bio je uspješniji od američkoga. Preljevanje kolebljivosti povezane s političkom neizvjesnošću glede gornje granice američkog duga s financijskog tržišta SAD-a na europodručje bilo je uglavnom spriječeno. Naposljetku, na deviznim je tržištima ojačao tečaj eura ponderiran obujmom trgovine.

Terminalska krivulja prekonoćnih kamatnih ugovora o razmjeni (OIS) porasla je na vrlo kratkom kraju, a terminalska krivulja €STR dosegla je najvišu razinu od oko 3,8 % (Grafikon 16.). Referentna stopa €STR uzastopce je pratila promjene kamatne stope na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke, koju je Upravno vijeće povećalo za 50 baznih bodova (s 2,5 % na 3 %) na sastanku o monetarnoj politici održanom 16. ožujka 2023. i za 25 baznih bodova (s 3 % na 3,25 %) na sastanku 4. svibnja. Početkom ožujka predviđalo se da će terminalska krivulja OIS zasnovana na €STR-u dosegnuti najvišu stopu od 4 % do prosinca 2023., što je potom smanjeno na razinu od 3,3 %, koja bi se trebala ostvariti do listopada 2023. u uvjetima rastućih zabrinutosti tržišnih sudionika glede previranja u bankarskom sektoru. U drugoj polovini ožujka odluka Upravnog vijeća o povećanju kamatne stope na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke i jasna komunikacija glede otpornosti bankarskoga sektora europodručja potaknuli su tržišne sudionike da revidiraju navise svoja očekivanja glede monetarne politike. Svibanjska odluka Upravnog vijeća o kamatnim stopama nije znatno utjecala na putanju kamatnih stopa monetarne politike koju su tržišni sudionici predvidjeli u terminskoj krivulji OIS. Ipak, podatci objavljeni krajem svibnja koji su pokazali da su temeljna i ukupna inflacija u europodručju bile niže od očekivanja doveli su do blagog smanjenja očekivanja glede kamatnih stopa monetarne politike. U cijelom promatranom razdoblju terminalska krivulja OIS rasla je na vrlo kratkom kraju, a predviđalo se da će dosegnuti najvišu razinu od 3,8 % u listopadu 2023. U odnosu

na terminsku krivulju OIS prije sastanka Upravnog vijeća u svibnju, terminska krivulja sredinom lipnja pokazuje sličnu najvišu razinu, ali upućuje na umjereniji pad terminskih stopa u razdoblju nakon toga.

Grafikon 16. Terminske stope €STR

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: Thomson Reuters i izračun ESB-a

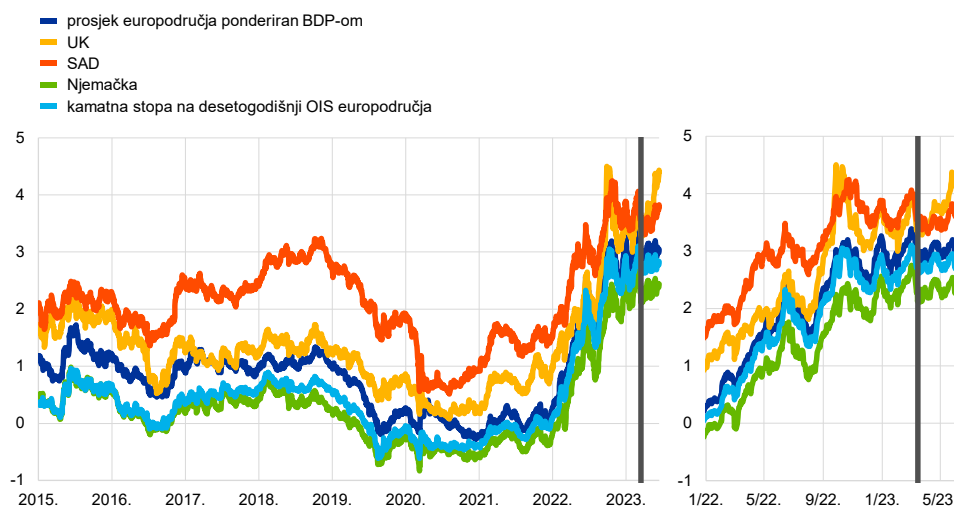
Napomena: Terminska krivulja procjenjuje se pomoću promptnih kamatnih stopa na prekonoćne kamatne ugovore o razmjeni (OIS) (€STR).

Dugoročne nerizične kamatne stope u europodručju samo su djelomično pratile povećanja istovrsnih kamatnih stopa u SAD-u i Ujedinjenoj Kraljevini i stabilizirale su se na malo višoj razini nego na početku promatranog razdoblja sredinom ožujka (Grafikon 17.). Dugoročne nerizične kamatne stope u europodručju zamjetno su pale na početku promatranog razdoblja jer su sudionici na financijskim tržištima ponovo procijenili svoja očekivanja glede kamatnih stopa monetarne politike nakon previranja u bankarskom sektoru. Prinos na desetogodišnje državne obveznice europodručja ponderiran BDP-om iznosio je 3 % sredinom ožujka. Nakon toga fluktuirao je u rasponu od oko 40 baznih bodova, a na kraju promatranog razdoblja sredinom lipnja bio je za 10 baznih bodova viši i dosegao 3,1 %, što se uvelike razlikuje od znatnog porasta dugoročnih nerizičnih kamatnih stopa u Ujedinjenoj Kraljevini. Rasprava o gornjoj granici američkog duga, o kojoj je 31. svibnja postignut dogovor u Predstavničkom domu američkog Kongresa, i poboljšano raspoloženje prema riziku, te daljnje pooštavanje politike središnje banke Bank of England, bili su glavni pokretači snažnijeg porasta prinosa na američke i britanske desetogodišnje državne obveznice, koji su porasli za 20 odnosno 100 baznih bodova i sredinom lipnja dosegli 3,8 % odnosno 4,4 %.

Grafikon 17.

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

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: Refinitiv i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 16. ožujka 2023. Posljedni podatci odnose se na 14. lipnja 2023.

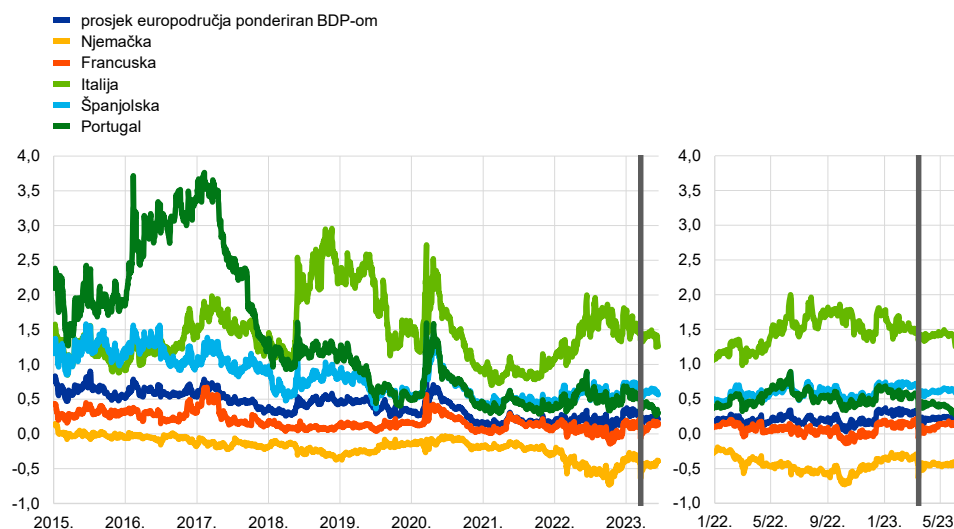
Prinosi na državne obveznice europodručja uglavnom su se kretali u skladu s nerizičnim kamatnim stopama jer su razlike prinosa na državne obveznice ostale zaštićene od zabrinutosti povezanih s bankarskim sektorom (Grafikon 18.).

Razlika prinosa na državne obveznice europodručja ponderiranog BDP-om u odnosu na kamatnu stopu na OIS zasnovanu na €STR-u samo je malo porasla tijekom promatranog razdoblja, odnosno slijedila je razlike prinosa na državne obveznice, koje su bile uglavnom stabilne u većini jurisdikcija. Glavni pokretač porasta bila je razlika prinosa na desetogodišnje njemačke državne obveznice, koja je porasla za 12 baznih bodova te tako postala manje negativna, što je djelomično odražavalo preokret u bijegu u sigurna ulaganja potaknut previranjima u bankarskom sektoru. Svibanjska najava Upravnog vijeća da očekuje da od srpnja 2023. više neće provoditi reinvestiranje u sklopu APP-a nije dovela do vidljivih povećanja razlika prinosa. Izraženo kretanje tijekom promatranog razdoblja bilo je smanjenje razlike prinosa na grčke državne obveznice nakon prvog kruga parlamentarnih izbora 21. svibnja. To je ojačalo očekivanja tržišnih sudionika glede mogućeg poboljšanja rejtinga na razinu investicijskoga u sljedećim mjesecima. Razlika prinosa na grčke desetogodišnje državne obveznice smanjila se za 60 baznih bodova u promatranom razdoblju.

Grafikon 18.

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

(postotni bodovi)



Izvori: Refinitiv i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 16. ožujka 2023. Posljednji podatci odnose se na 14. lipnja 2023.

Razlike prinosa na korporativne obveznice smanjile su se u uvjetima poboljšanog raspoloženja prema riziku. Razlike prinosa na korporativne obveznice s visokim prinomom i obveznice s investicijskim rejtingom smanjile su se za 77 odnosno 13 baznih bodova, čime je gotovo poništeno njihovo povećanje tijekom previranja u bankarskom sektoru prije promatranog razdoblja. Iako su razlike prinosa bile neznatno veće nego prije previranja u bankarskom sektoru, bruto izdavanje obveznica nefinancijskih društava bilo je u skladu s povijesnim kretanjima. Bruto izdavanje bilo je pojačano početkom 2023. u usporedbi s prosječnim bruto izdavanjem u posljednjih deset godina, ali je gotovo zaustavljeno kada su započela previranja u bankarskom sektoru i razlike prinosa znatno porasle, a ponovo se ubrzalo tek kada su se razlike prinosa počele smanjivati, a kolebljivost se ublažila. Sposobnost nefinancijskih društava da se prilagode postojećim tržišnim uvjetima i izdaju manje duga tijekom porasta razlika prinosa na korporativne obveznice možda je spriječila daljnje povećanje razlika prinosa tijekom previranja.

Cijene dionica u europskom području rastle su tijekom promatranog razdoblja jer su se dionička tržišta prilagodila okružju smanjene kolebljivosti (Grafikon 19.).

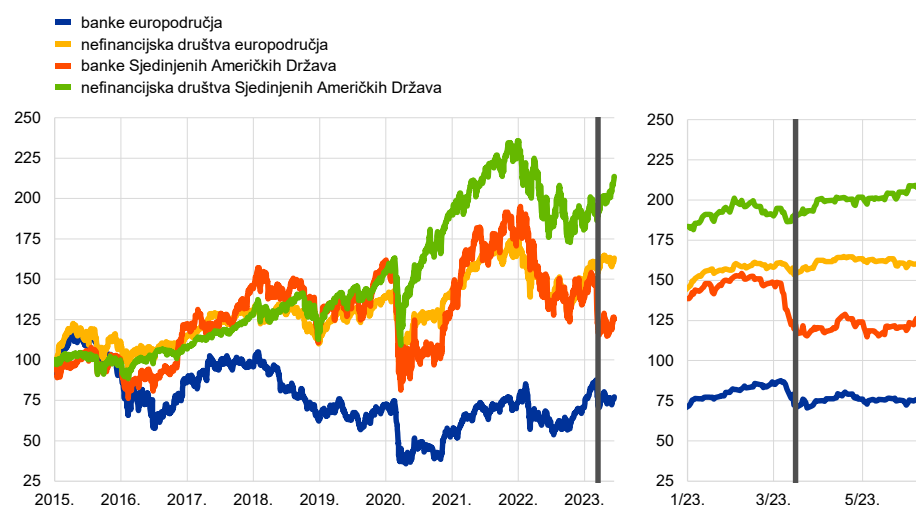
Indeksi tržišta dionica u europskom području zabilježili su sveobuhvatno povećanje od 5 % u promatranom razdoblju, čime su uglavnom neutralizirani gubici nastali tijekom previranja u bankarskom sektoru, premda cijene bankarskih dionica još nisu u potpunosti nadoknadile gubitke. U razdoblju prije isteka roka za određivanje gornje granice američkog duga dionička tržišta s obje strane Atlantika bila su relativno mirna. Bez obzira na dugotrajnije nepovoljno djelovanje na cijene dionica američkih banaka, ukupni dionički indeksi ostvarili su bolje rezultate u Sjedinjenim Američkim Državama nego u europskom području, a na njih su povoljno utjecali općenito bolji rezultati nefinancijskih društava, posebice u tehnološkom sektoru, koja imaju relativno veći

ponder u indeksima u SAD-u nego u europodručju. Zbog isplata dividenda i otkupa dionica koji su premašili predviđanja te poboljšanih kratkoročnih očekivanja glede zarada, što je djelomično poništeno pogoršavanjem dugoročnih izgleda za zarade, cijene dionica nefinancijskih društava u europodručju porasle su za 4,5 %, a u Sjedinjenim Američkim Državama povećale su se za 11 % tijekom cijeloga promatranog razdoblja. Cijene dionica banaka porasle su za 5,7 % u europodručju odnosno za 1,9 % u Sjedinjenim Američkim Državama.

Grafikon 19.

Indeksi cijena dionica u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama

(indeks: 1. siječnja 2015. = 100)



Izvori: Refinitiv i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 16. ožujka 2023. Posljednji podatci odnose se na 14. lipnja 2023.

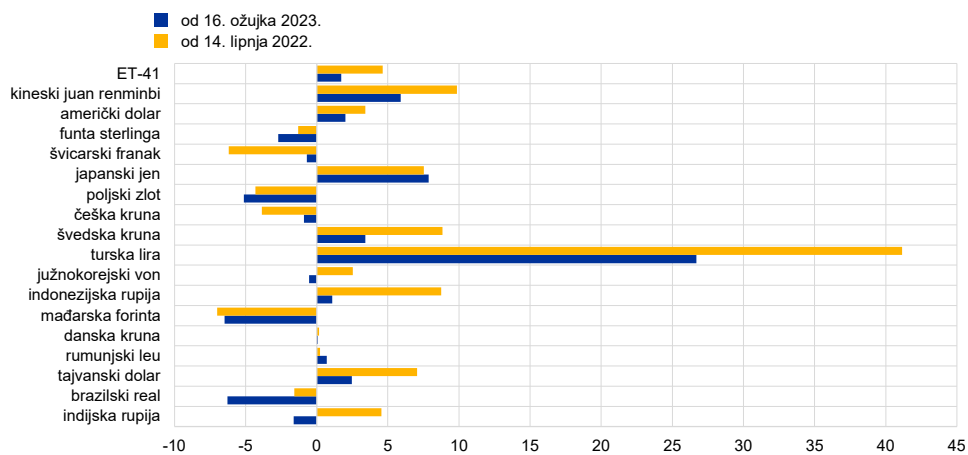
Na deviznim tržištima ojačao je tečaj eura ponderiran obujmom trgovine (Grafikon 20.).

Nominalni efektivni tečaj eura mjereno u odnosu na valute 41 najvažnijega trgovinskog partnera europodručja ojačao je za 1,7 % u promatranom razdoblju. Promatrajući bilateralna tečajna kretanja u odnosu na važne valute, euro je ojačao u odnosu na američki dolar (za 2,0 %), unatoč povećanju razlika između kamatnih stopa, te kineski juan renminbi (za 5,9 %) i japanski jen (za 7,9 %), a oslabio je u odnosu na funtu sterlinga (za 2,7 %) i švicarski franak (za 0,7 %). Ojačao je i u odnosu na valute većine važnih zemalja s tržištima u nastajanju u Aziji i u odnosu na tursku liru (za 26,7 %), ali je oslabio u odnosu na brazilski real (za 6,3 %) i valute većine država članica izvan europodručja iz srednje i istočne Europe.

Grafikon 20.

Promjene tečaja eura u odnosu na odabrane valute

(promjene u postotcima)



Izvor: ESB

Napomene: ET-41 jest nominalni efektivni tečaj eura u odnosu na valute 41 najvažnijega trgovinskog partnera europskog područja. Pozitivna (negativna) promjena odgovara aprecijaciji (deprecijaciji) eura. Sve promjene izračunate su primjenom deviznih tečajeva koji su vrijedili 14. lipnja 2023.

5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja

Troškovi financiranja banaka nastavili su rasti u travnju 2023. pod utjecajem daljnjeg povećavanja ključnih kamatnih stopa ESB-a. Kamatne stope banaka na kredite poduzećima i kućanstvima također su rasle, premda sporijim tempom nego u prethodnim mjesecima. U razdoblju od 16. ožujka do 14. lipnja 2023. trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima i trošak tržišnoga dužničkog financiranja samo su neznatno porasli. Bankovno kreditiranje poduzeća i kućanstava nastavilo se usporavati u travnju u uvjetima viših kamatnih stopa na kredite, slabije potražnje za kreditima i pooštavanja standarda odobravanja kredita. Nastavljeno je slabljenje monetarne dinamike pod utjecajem visokih oportunitetnih troškova držanja novca, usporavanja kreditne dinamike i smanjenja bilance Eurosustava.

Troškovi financiranja banaka u europodručju nastavili su rasti u travnju pod utjecajem daljnjeg povećavanja ključnih kamatnih stopa ESB-a i kamatnih stopa na depozite. Složeni trošak dužničkog financiranja banaka europodručja još je malo porastao u travnju i stabilizirao se blizu svoje najviše razine u više od posljednjih deset godina (Grafikon 21., panel a). Nedavno povećanje uglavnom odražava više kamatne stope na depozite, dok su prinosi na bankovne obveznice ostali uglavnom stabilni (Grafikon 21., panel b). Kamatne stope na depozite nastavile su postojano rasti, uz određene razlike među instrumentima. Deponenti reagiraju na povećanje razlike između kamatnih stopa na depozite i stopa na prekonocne depozite tako što svoja sredstva preusmjeravaju iz prekonocnih depozita u oročene depozite i druge instrumente s višom remuneracijom. Prijenos povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a na kamatne stope na depozite bio je vrlo različit među bankama i praćen redistribucijom obujma depozita među bankama. Štediške su preusmjeravali depozite iz banaka s manje atraktivnom remuneracijom prema bankama koje su brže povećavale kamatne stope na depozite.

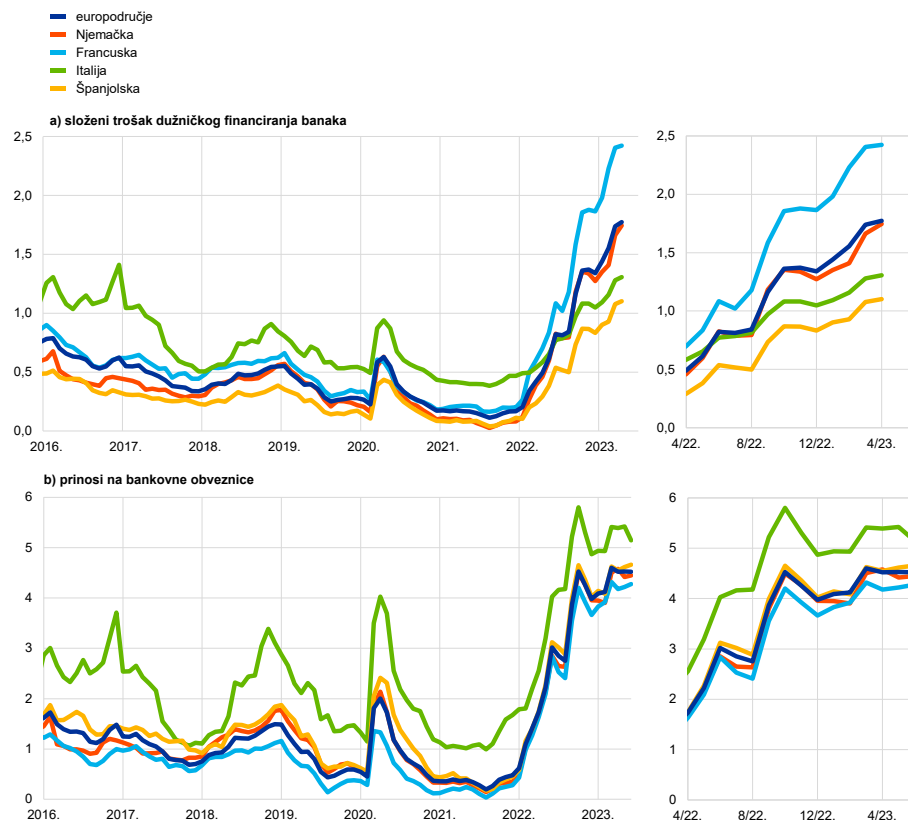
Bankovne otplate sredstava pozajmljenih u sklopu treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO III) pridonijele su daljnjem smanjivanju viška likvidnosti i povećavanju troškova financiranja banaka. Od prilagođavanja uvjeta operacija TLTRO III koje je stupilo na snagu 23. studenoga 2022. banke su izvršile znatne otplate sredstava pozajmljenih u sklopu tog programa. U lipnju će biti izvršene (obvezne i dobrovoljne) otplate sredstava u iznosu od 1,5 bil. EUR, čime će se nepodmireni iznos smanjiti za oko 72 % (u odnosu na razinu prije prilagođavanja).⁵ U uvjetima postupnog ukidanja TLTRO-a i smanjenja depozita, banke su od rujna 2022. pojačano izdavale obveznice, na koje se plaća remuneracija viša od kamatnih stopa na depozite i ključnih kamatnih stopa ESB-a.

⁵ Vidi „[ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term](#)“, priopćenje za javnost, ESB, 27. listopada 2022.

Grafikon 21.

Složene kamatne stope na financiranje banaka u odabranim državama europskog područja

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: ESB, indeksi IHS Markit iBoxx i izračun ESB-a

Napomene: Složene kamatne stope na financiranje banaka jednake su ponderiranom prosjeku složenog troška depozita i financiranja neosiguranim tržišnim dugom. Složeni trošak depozita izračunava se kao prosjek kamatnih stopa na nove prekonoćne depozite, depozite s ugovorenim rokom dospijeća i depozite s otkaznim rokom, ponderiranih odgovarajućim nepodmirenim iznosima. Prinosi na bankovne obveznice jesu mjesečni prosjeci za nadređene tranše obveznica. Posljednji podatci odnose se na travanj 2023. za složene kamatne stope na financiranje banaka i na 14. lipnja 2023. za prinose na bankovne obveznice.

Banke su i nadalje općenito dobro kapitalizirane, iako će kretanja uvjeta financiranja, kamatnog rizika i kvalitete imovine vjerojatno sve nepovoljnije utjecati na njihov kreditni kapacitet.

Banke su nastavile povećavati svoju profitabilnost u prvom tromjesečju 2023. To je uglavnom bilo povezano s njihovim izvorima nekamatnih prihoda, a porast neto kamatnih prihoda zabilježen tijekom cijele 2022. prekinut je u uvjetima slabog rasta kredita i uglavnom stabilnih neto kamatnih marža. Previranja u bankarskom sektoru u ožujku dovela su do pada cijena bankovnih dionica i porasta razlika prinosa na rizičnije bankovne obveznice kao što su podređene obveznice i instrumenti dodatnoga osnovnoga kapitala. Povećani pritisci financiranja koji proizlaze iz viših kamatnih stopa na depozite i povećanih otplata u sklopu operacija TLTRO trenutno nepovoljno utječu na profitabilnost banaka. Što se tiče kvalitete imovine u bilancama banaka, udjeli neprihodonosnih kredita nastavili su se smanjivati, ali su se pojavile naznake povišenih kreditnih rizika jer je povećan udio dospjelih neplaćenih kredita u ranoj fazi, posebice kod izloženosti sektorima kao što su poslovne nekretnine, koje su pod većim utjecajem ciklusa pooštavanja monetarne politike. Kada je riječ o izloženosti banaka kamatnom riziku, nerealizirani gubici po vrijednosnim papirima koji se drže

do dospijeca sada izazivaju znatnu pozornost na tržištu, unatoč tome što su dosad bili relativno ograničeni.

Kamatne stope banaka na kredite poduzećima i kućanstvima nastavile su rasti u travnju 2023., premda sporijom dinamikom nego prethodnih mjeseci.

Pooštavanje monetarne politike ESB-a prenosi se na uvjete bankovnoga kreditiranja, uz porast kamatnih stopa na kredite i pooštavanje standarda odobravanja kredita. Kamatne stope banaka na kredite nefinancijskim društvima porasle su na 4,38 % u travnju, što je najviša razina od kraja 2008. Usporedbe radi, u ožujku 2023. iznosile su 4,22 %, a u lipnju 2022., odnosno prije početka ciklusa pooštavanja, bile su 1,83 %. Najnovije povećanje bilo je pod utjecajem viših kamatnih stopa na kredite s razdobljem fiksiranja kamatne stope do godinu dana, uz istodobno smanjenje kamatnih stopa na kredite s duljim razdobljima fiksiranja kamatnih stopa. Kamatne stope banaka na kredite kućanstvima za kupnju kuće također su nastavile rasti i dosegnule su 3,44 % u travnju, u usporedbi s 3,37 % u ožujku odnosno 1,97 % u lipnju 2022. Travanjsko povećanje bilo je posljedica viših kamatnih stopa na hipotekarne kredite s promjenjivim kamatnim stopama, dok su kamatne stope na hipotekarne kredite s nepromjenjivim kamatnim stopama pale prvi put od prosinca 2021., kada je započeo njihov uzlazni trend. Sveukupno gledano, povećanje kamatnih stopa na kredite odvijalo se brže nego u prethodnim ciklusima rasta, što je ponajprije bilo posljedica bržeg rasta kamatnih stopa monetarne politike. Rezultati [ankete o očekivanjima potrošača](#) iz travnja 2023. upućuju na to da potrošači očekuju da će se kamatne stope na hipotekarne kredite početi stabilizirati u sljedećih 12 mjeseci. Međutim, potrošači iz ankete u velikom su neto postotku iskazali da očekuju da će biti teže dobiti stambeni kredit. Promatrano u povijesnom kontekstu, razlika između kamatnih stopa banaka na male i velike kredite bila je u travnju stabilna na niskim razinama, uz određene razlike među državama. Disperzija kamatnih stopa na kredite poduzećima i kućanstvima po državama ostala je na niskim razinama (Grafikon 22., paneli a i b).

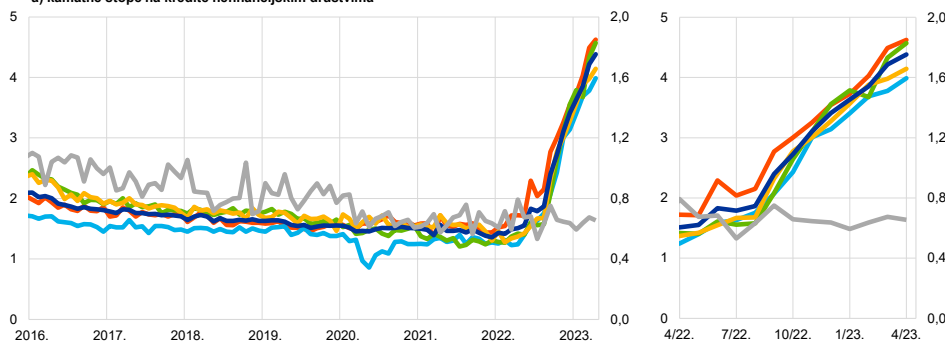
Grafikon 22.

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

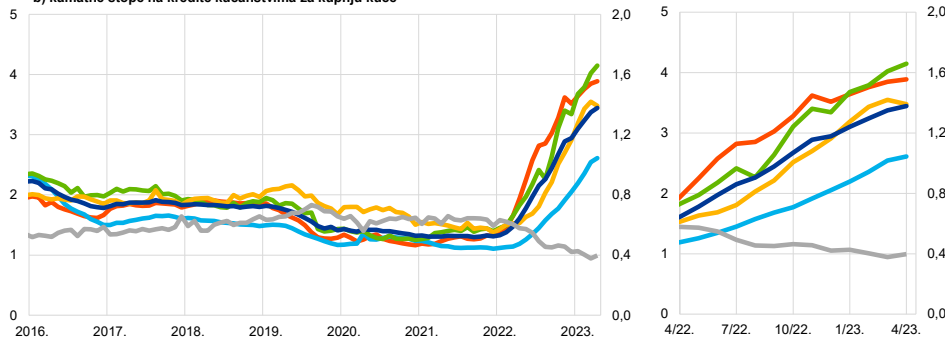
(postotci na godišnjoj razini, standardna devijacija)

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

a) kamatne stope na kredite nefinancijskim društvima



b) kamatne stope na kredite kućanstvima za kupnju kuće



Izvor: ESB

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

Od 16. ožujka do 14. lipnja 2023. trošak financiranja nefinancijskih društava vlasničkim vrijednosnim papirima i trošak tržišnoga dužničkog financiranja povećali su se neznatno.

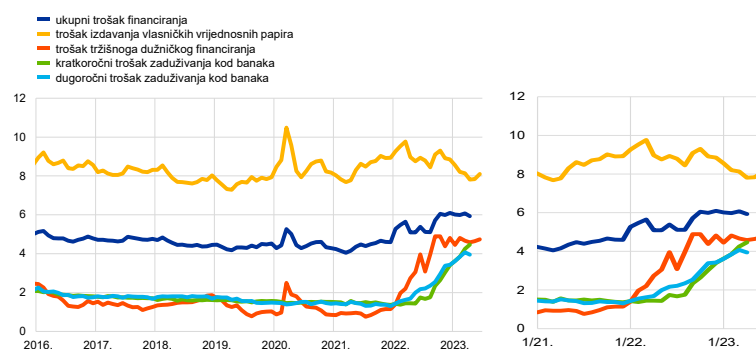
S obzirom na to da su podatci o troškovima zaduživanja kod banaka dostupni s odmakom, ukupan trošak financiranja za nefinancijska društva, odnosno složeni trošak zaduživanja kod banaka, trošak tržišnoga duga i trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira, može se na dan 14. lipnja izračunati samo za razdoblje do travnja 2023., kada je iznosio 5,9 %, odnosno samo malo manje nego u prethodnom mjesecu (Grafikon 23.). To je posljedica travanjskog pada troškova svih komponenata financiranja nefinancijskih društava osim troška kratkoročnog zaduživanja kod banaka, koji je znatno porastao. Unatoč blagom smanjenju u odnosu na najvišu razinu zabilježenu u listopadu 2022., ukupan trošak financiranja u travnju 2023. i nadalje je bio blizu visokih razina koje su dosegnute u rujnu 2022., a prethodno su bile zabilježene krajem 2011. Trošak tržišnoga duga i izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira blago je rastao u promatranom razdoblju od 16. ožujka do 14. lipnja. Porast troškova tržišnoga duga bio je posljedica utjecaja viših nerizičnih kamatnih stopa, što je djelomično neutralizirano smanjenjem razlika

prinosu na obveznice koje su izdala nefinancijska društva u segmentima investicijskog rejtinga i, još važnije, u segmentima visokog prinosa. Blago povećanje troška izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira odražavalo je i porast nerizičnih kamatnih stopa jer je premija za rizik vlasničkih vrijednosnih papira ostala nepromijenjena tijekom promatranog razdoblja.

Grafikon 23.

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

(postotci na godišnjoj razini)



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

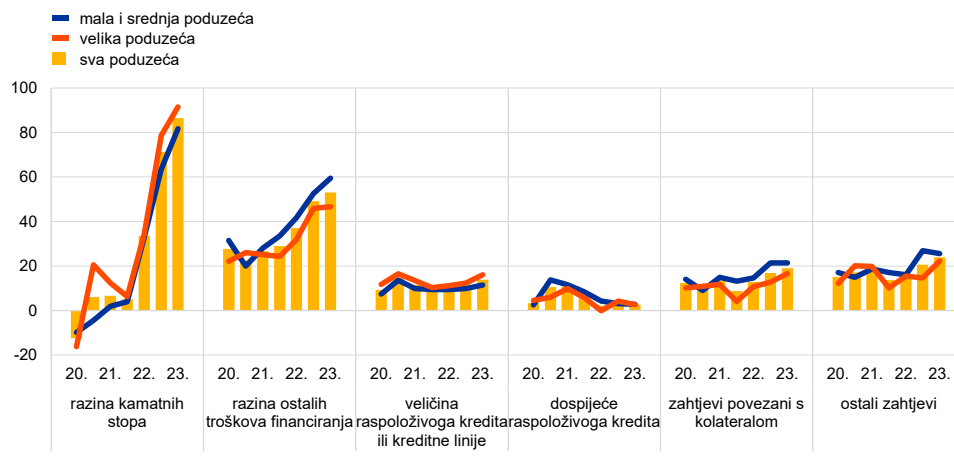
Napomene: Ukupni trošak financiranja za nefinancijska društva izračunava se kao ponderirani prosjek troška zaduživanja kod banaka, tržišnog duga i izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira na osnovi njihovih odgovarajućih nepodmirenih iznosa. Posljednji podatci odnose se na 14. lipnja 2023. za trošak tržišnog dužničkog financiranja (mjesečni prosjek dnevnih podataka), 9. lipnja 2023. za trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (tjedni podatci) i travanj 2023. za ukupni trošak zaduživanja kod banaka (mjesečni podatci).

U anketi o pristupu financiranju poduzeća u europodručju (SAFE) poduzeća svih veličina iskazala su da je došlo do daljnjeg pooštrevanja uvjeta financiranja od listopada 2022. do ožujka 2023. Neto postotak poduzeća koja su iskazala više kamatne stope banaka porastao je na 87 %, a u prethodnom je ciklusu iznosio 71 % (Grafikon 24.). To je najveće povećanje od početka provođenja ankete u 2009., što je posljedica postupne transmisije pooštrevanja monetarne politike na troškove zaduživanja poduzeća. Nadalje, neto 53 % poduzeća (što je povećanje u odnosu na 49 %) iskazalo je povećanje ostalih troškova financiranja kao što su terećenja, naknade i provizije. Čini se da je sveobuhvatno povećanje kamatnih stopa banaka i ostalih troškova slično za mala i srednja poduzeća i za velika poduzeća. Izraženo na neto osnovi, poduzeća su iskazala i strože zahtjeve povezane s kolateralom, ali i povećanje rokova dospijanja i veličine kredita. Mali broj poduzeća iskazao je da je naišao na prepreke u dobivanju kredita (7 %, jednako kao u prethodnom anketnom ciklusu).

Grafikon 24.

Promjene uvjeta bankovnog financiranja za poduzeća u europodručju

(neto postotak ispitanika)



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

Napomene: Podatci se zasnivaju na poduzećima koja su zatražila kredite banaka (uključujući subvencionirane kredite banaka), kreditne linije ili prekoračenja po bankovnim ili kreditnim karticama. Neto postotci jesu razlika između postotka poduzeća koja su iskazala povećanje određenog činitelja i postotka poduzeća koja su iskazala smanjenje. Podatci se odnose na anketni ciklus od 2022. do 2028. (listopad 2019. – ožujak 2020. do listopad 2022. – ožujak 2023.).

Poduzeća su izvijestila da su se njihovi jazovi financiranja nastavili povećavati i da očekuju da će dostupnost većine izvora vanjskog financiranja postati ograničenija u budućnosti. Neto postotak poduzeća u europodručju koja su iskazala povećanje jaza vanjskog financiranja – odnosno razlike između promjene potražnje za vanjskim financiranjem i njegove ponude – iznosio je 6 % (što je smanjenje u odnosu na 9 % u prethodnom anketnom ciklusu). Ako se isključi prethodni anketni ciklus, to je bilo najveće povećanje jaza financiranja od 2013. Porast je posljedica iskazanog rasta financijskih potreba poduzeća i pogoršanja dostupnosti većine izvora financiranja. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, neto 17 % poduzeća očekuje da će se dostupnost bankovnih kredita dodatno smanjiti u razdoblju od travnja do rujna 2023. Sveukupno gledano, poduzeća također očekuju da će se dostupnost kreditnih linija i trgovinskih kredita dodatno pogoršati u sljedećih šest mjeseci, dok će buduća dostupnost tržišnog financiranja ostati uglavnom nepromijenjena.

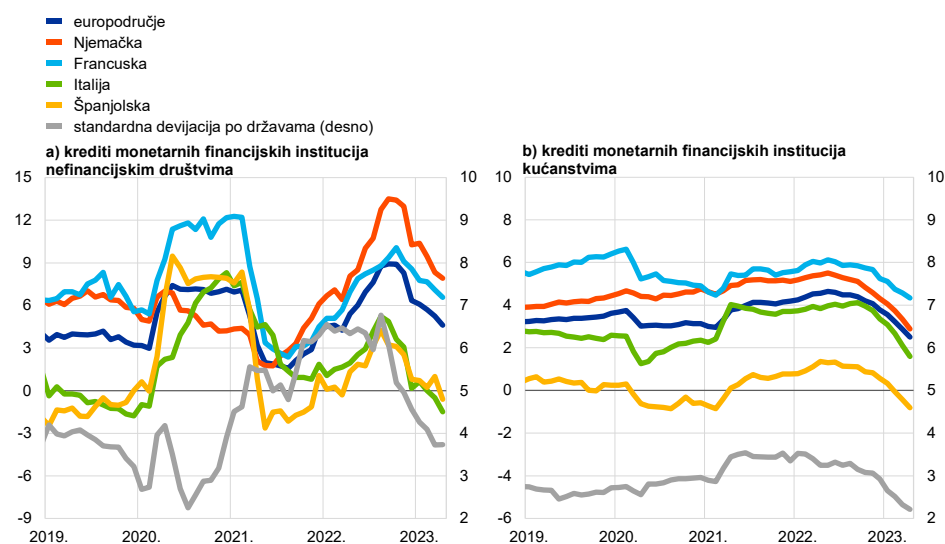
Bankovno kreditiranje poduzeća i kućanstava nastavilo se usporavati u travnju u uvjetima viših kamatnih stopa, slabije potražnje za kreditima i pooštrevanja standarda odobravanja kredita. Godišnja stopa rasta kredita nefinancijskim društvima pala je s 5,2 % u ožujku na 4,6 % u travnju (Grafikon 25., panel a). Mjesečni tokovi kredita nefinancijskim društvima bili su prosječno blago negativni od studenoga 2022. Usporavanje je zabilježeno u svim najvećim gospodarstvima, a bilo je posljedica izraženog smanjenja potražnje za kreditima, djelomično zbog viših kamatnih stopa, i daljnega znatnog pooštrevanja standarda odobravanja kredita. Godišnja stopa rasta kredita kućanstvima smanjila se s 2,9 % u ožujku na 2,5 % u travnju (Grafikon 25., panel b) u uvjetima pogoršavanja očekivanja u vezi s tržištima stambenih nekretnina, znatnoga daljnjeg pooštrevanja kreditnih standarda banaka i viših kamatnih stopa na kredite. Pad je uglavnom bio posljedica kontinuiranog usporavanja rasta stambenih kredita. Ipak, od početka 2023. ostali krediti

kućanstvima, posebice krediti odobreni trgovcima pojedincima (tj. malim subjektima bez pravne osobnosti) smanjivali su se iz mjeseca u mjesec i također su pridonijeli slabljenju rasta kredita.

Grafikon 25.

Kreditni monetarnih financijskih institucija u odabranim državama europskog područja

(godišnje promjene u postotcima, standardna devijacija)



Izvor: ESB

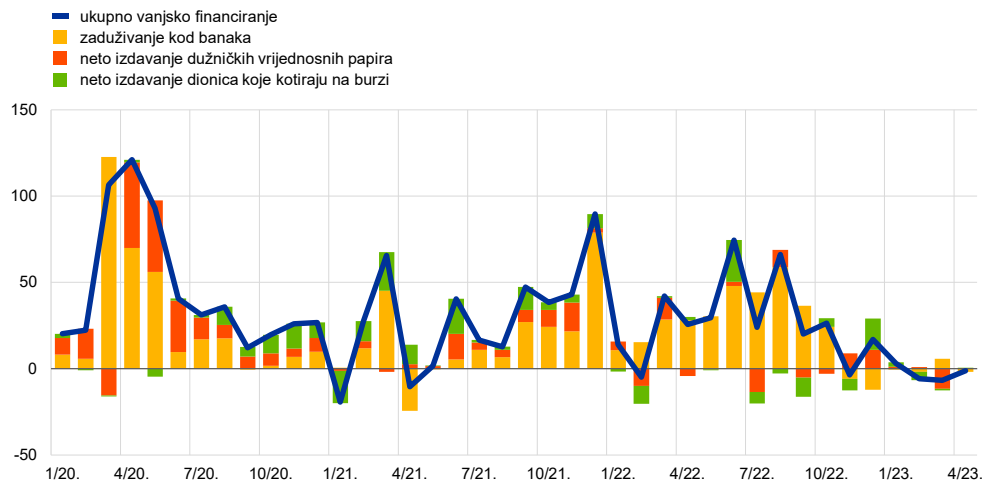
Napomene: Krediti monetarnih financijskih institucija prilagođeni su za prodaje kredita i sekuritizaciju, a u slučaju nefinancijskih društava krediti su prilagođeni i za obračunsko objedinjavanje sredstava. Standardna devijacija po državama izračunava se uporabom nepromjenjivog uzorka od 12 država europskog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

Rast neto vanjskog financiranja poduzeća u europskom području bio je prigušen u prvom tromjesečju 2023. i u travnju, što je bilo posljedica niskih razina dužničkog financiranja. Godišnja stopa rasta neto vanjskog financiranja smanjila se s 2,2 % u siječnju 2023. na 1,7 % u travnju (Grafikon 26.). Kreditni tokovi bili su slabi u apsolutnom iznosu i u odnosu na prethodne godine. To kretanje odražava smanjene potrebe poduzeća za financiranjem u uvjetima i nadalje prigušene gospodarske aktivnosti, porasta kamatnih stopa na kredite i pooštavanja standarda odobravanja kredita banaka. Neto izdavanje dužničkih vrijednosnih papira smanjilo se zbog povećanja otkupa i smanjenja neto izdanja. Izdavanje dionica koje kotiraju na burzi bilo je općenito prigušeno, bez obzira na smanjen trošak poduzeća za izdavanje vlasničkih vrijednosnih papira, u uvjetima smanjene aktivnosti u smislu inicijalnih javnih ponuda i spajanja i pripajanja, a nekoliko multinacionalnih kompanija otkupilo je dionice, dok su isplate dividenda bile povećane.

Grafikon 26.

Neto tokovi vanjskog financiranja nefinancijskih društava u europodručju

(mjesečni tokovi, mlrd. EUR)



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

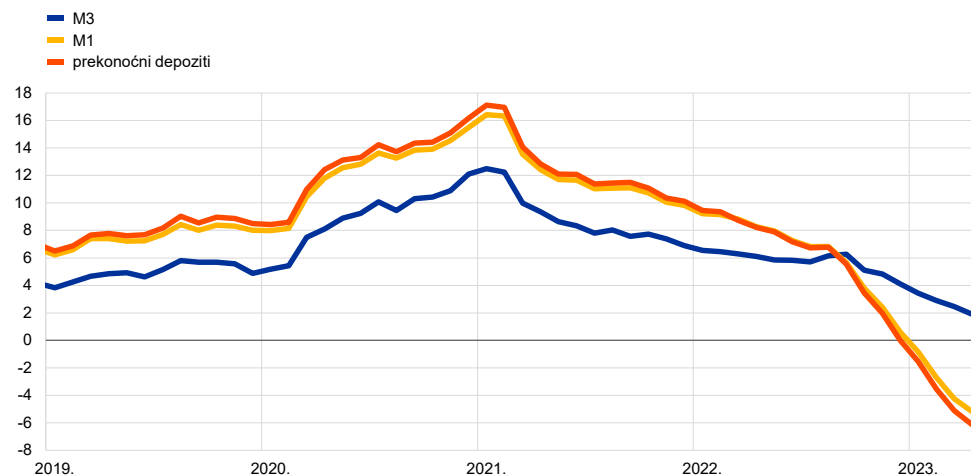
Napomene: Neto vanjsko financiranje jest zbroj zaduživanja kod banaka (kreditni monetarnih financijskih institucija), neto izdavanja dužničkih vrijednosnih papira i neto izdavanja dionica koje kotiraju na burzi. Krediti monetarnih financijskih institucija prilagođeni su za prodaje kredita, sekuritizaciju i djelatnosti objedinjavanja sredstava. Posljednji podatci odnose se na travanj 2023.

Prekonoćni depoziti nastavili su se smanjivati tijekom travnja pod utjecajem preraspodjele sredstava u instrumente s većom remuneracijom. Nakon što se njihov godišnji rast usporio na 5,1 % u ožujku, prekonoćni depoziti dodatno su se smanjili u travnju, za 6,1 %, što je najveći pad od uspostave ekonomske i monetarne unije u 1999. (Grafikon 27.). Takva kretanja ponajprije su rezultat opsežne supstitucije prekonoćnih depozita oročenim depozitima, ali i drugim instrumentima s većom remuneracijom, kao što su udjeli u novčanim fondovima i obveznice. To odražava činjenicu da se kamatne stope na prekonoćne depozite sporije prilagođavaju promjenama kamatne stope monetarne politike od stopa na oročene depozite. Iznimno veliki iznosi depozita koji se preraspodjeljuju mogu se pripisati činjenici da se pooštavanje monetarne politike ESB-a odvija bržim tempom nego u prethodnim ciklusima pooštavanja.

Grafikon 27.

M3, M1 i prekonoćni depoziti

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



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na travanj 2023.

Nastavljeno je slabljenje monetarne dinamike pod utjecajem visokih oportunitetnih troškova držanja novca, usporavanja kreditne dinamike i smanjenja bilance Eurosustava. Godišnji rast najširega monetarnog agregata (M3) smanjio se s 2,5 % u ožujku na 1,9 % u travnju, što je najniža stopa od srpnja 2014. (Grafikon 27.). Od prosinca 2022. bilježe se negativne mjesečne stope promjene najširega monetarnog agregata. Najjuži monetarni agregat (M1) dodatno se smanjio, za 5,2 % u travnju, nakon pada od 4,2 % u ožujku. Kontinuirano usporavanje rasta novčane mase može se pripisati porastu oportunitetnih troškova držanja novca i usporavanju kreditne dinamike. Prijenos povećanja kamatnih stopa monetarne politike na financijske uvjete stvara poticaje za imatelje novca da sredstva preusmjere iz prekonoćnih depozita u oročene depozite i, u manjoj mjeri, obveznice banaka, novčane fondove i državne vrijednosne papire. Nadalje, portfelj imovine Eurosustava smanjio se kada je u ožujku 2023. završilo potpuno reinvestiranje glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira, što je dovelo i do mehaničkog povlačenja likvidnosti iz financijskog sustava. Naposljetku, otplate u sklopu operacija TLTRO također pridonose slabljenju monetarne dinamike jer potiču banke da izdaju obveznice s dužim dospeljima koje se ne uključuju u monetarni agregat M3.

6. Fiskalna kretanja

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2023. fiskalni izgledi za europodručje nastavljaju se poboljšavati istodobno s progresivnim ukidanjem mjera fiskalne potpore. Bez obzira na poboljšavanje javnih financija, očekuje se da će udjeli manjka i duga i nadalje ostati znatno iznad razina zabilježenih prije pandemije u cijelome projekcijskom razdoblju. Predviđa se da će se udio manjka u europodručju smanjiti na 3,2 % BDP-a u 2023. i da će se zadržati na oko 2,5 % u 2024. i 2025. Procjenjuje se da će djelovanje fiskalne politike u europodručju biti uglavnom neutralno u 2023., nakon čega će u 2024. uslijediti znatno pooštavanje, te da će u 2025. ponovo postati uglavnom neutralno. U kumulativnom smislu, fiskalna politika donekle će se pooštriti tijekom projekcijskog razdoblja, ali će i nadalje biti relativno akomodativna s obzirom na znatne fiskalne mjere uvedene tijekom pandemije i šoka cijena energije koji je uslijedio. Predviđeno je da će omjer duga i BDP-a europodručja pasti s 91 % u 2022. na oko 87 % u 2025. Sa stajališta fiskalne politike, usporedno sa slabljenjem energetske šoka, vlade bi trebale brzo i usklađeno ukidati povezane mjere potpore kako ne bi pridonijele povećanju srednjoročnih inflacijskih pritisaka, što bi dovelo do potrebe za snažnijim odgovorom monetarne politike. Fiskalne politike trebale bi biti oblikovane tako da pridonose povećanju produktivnosti gospodarstva europodručja i postupnom smanjivanju velikoga javnog duga. Reforma okvira gospodarskog upravljanja EU-a trebala bi uskoro biti dovršena, a u skladu sa svojim ovlastima ESB trenutačno priprema mišljenje o zakonodavnim prijedlozima Komisije objavljenima 26. travnja 2023.

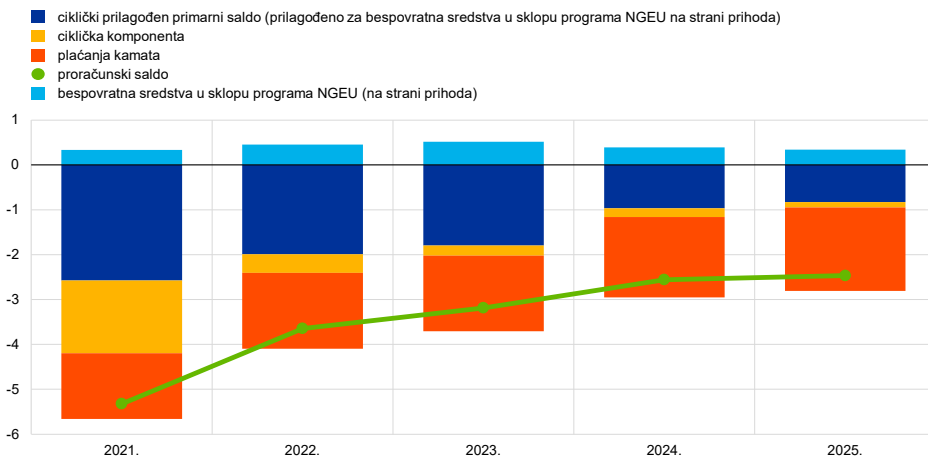
Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2023. saldo proračuna opće države u europodručju umjereno će se poboljšati u projekcijskom razdoblju.⁶ Predviđa se da će se proračunski manjak u europodručju smanjiti na 3,2 % BDP-a u 2023. i da će pasti na 2,6 % odnosno 2,5 % BDP-a u 2024. i 2025. (Grafikon 28.). Pad je ponajprije posljedica manjega ciklički prilagođenoga primarnog manjka i, u manjoj mjeri, poboljšanja cikličke komponente. Istodobno se predviđa da će porasti plaćanje kamata kao udjela u BDP-u. Što se tiče primarnog manjka europodručja, on je ponajviše pod utjecajem kontinuiranog smanjivanja mjera fiskalne potpore koje su vlade provodile kao odgovor na šok cijena energije i visoku inflaciju. Prema sadašnjim procjenama te će mjere dosegnuti 1,6 % BDP-a europodručja u 2023. odnosno 0,5 % BDP-a u 2024., a potom se smanjiti na oko 0,2 % BDP-a u 2025.

⁶ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, lipanj 2023.“ objavljene na mrežnoj stranici ESB-a 15. lipnja 2023.

Grafikon 28.

Proračunski saldo i njegove komponente

(postotak BDP-a)



Izvori: Izračun ESB-a i makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2023.

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

Pretpostavlja se da će djelovanje fiskalne politike⁷ u europodručju biti uglavnom neutralno u 2023., nakon čega će u 2024. uslijediti znatno pooštavanje, te da će u 2025. ponovo postati uglavnom neutralno. Pretežno

neutralno djelovanje fiskalne politike u 2023. pripisuje se očekivanom djelomičnom preokretu izvanrednih prihoda od 2021. do 2022., ponajprije nastalih pod pozitivnim utjecajem visoke inflacije na javne financije, a koji će biti uglavnom neutralizirani određenim pooštavanjem ukupnih diskrecijskih fiskalnih mjera. Pooštavanje odražava ukidanje dijela poticajnih mjera koje su vlade provodile kao odgovor na pandemiju, kao i statističku reklasifikaciju u Italiji. Očekuje se znatno pooštavanje fiskalne politike u 2024., ponajprije zbog postupnog ukidanja oko 70 % mjera fiskalne potpore povezanih s energijom i inflacijom koje vlade država europodručja provode u 2023. Također se predviđa da će potpora koja proizlazi iz sredstava odobrenih u sklopu programa Next Generation EU (NGEU) biti smanjena nakon 2023. i da će daljnji preokret trenda izvanrednih prihoda ublažiti pooštavanje fiskalne politike u 2024. i 2025.

Predviđa se da će se omjer državnog duga i BDP-a europodručja nastaviti smanjivati i da će do 2025. pasti na malo više od 87 % BDP-a. Udio duga

povećao se za oko 13 postotnih bodova i dosegnuo 97 % u 2020. zbog odgovora vlada država europodručja na krizu prouzročenu pandemijom bolesti COVID-19, u 2022. iznosio je 91 % BDP-a, a očekuje se da će pasti na oko 89 % BDP-a u 2023. i dodatno se smanjiti na oko 87 % BDP-a u 2025. Smanjenje je uglavnom posljedica negativnih razlika između kamatnih stopa i rasta nominalnog BDP-a, za koje se

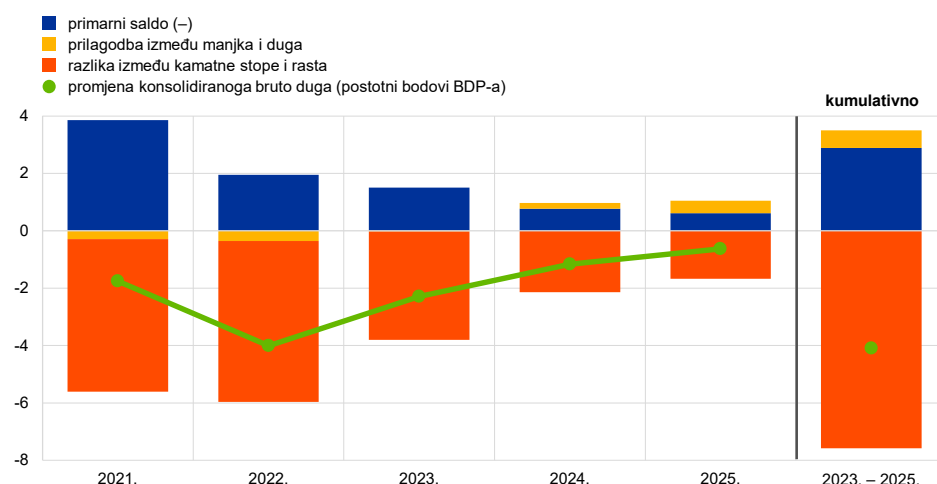
⁷ Djelovanje fiskalne politike odražava smjer i veličinu poticaja fiskalnih politika gospodarstvu koji premašuje automatsku reakciju javnih financija na poslovni ciklus. Mjeri se promjenom omjera ciklički prilagođenoga primarnog salda bez utjecaja državne pomoći financijskom sektoru. Budući da veći proračunski prihodi povezani s bespovratnim sredstvima u sklopu programa Next Generation EU 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.

očekuje da će, unatoč smanjenju nakon 2022., i nadalje više nego neutralizirati primarni manjak (Grafikon 29.). Doprinos prilagodba između manjka i duga trebao bi biti neutralan u 2023., ali će u sljedećim godinama obuhvaćenima prognozom dovesti do umjerenoga povećanja bruto duga. Bez obzira na postupno smanjivanje, očekuje se da će do 2025. ukupan omjer duga i BDP-a u europodručju ostati veći nego što je bio u razdoblju prije pandemije (za gotovo 3 postotna boda).

Grafikon 29.

Pokretači promjene državnog duga u europodručju

(postotci BDP-a, ako nije navedeno drugačije)



Izvori: Izračun ESB-a i makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2023.

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

U odnosu na projekcije stručnjaka ESB-a iz ožujka 2023. kretanje proračunskog salda europodručja revidirano je malo naviše za 2023. i ponovo naniže u sličnoj mjeri u 2024. Te revizije uglavnom su potaknute promjenama primarnog salda, iako se revizija naviše za 2023. zasniva i na projekciji da će kamatni rashodi kao udio u BDP-u biti malo niži nego što se očekivalo. Izgledi za primarni manjak uglavnom će odražavati revizije razine diskrecijskih fiskalnih mjera.

Usporedno sa slabljenjem energetske šoka, vlade bi trebale brzo i usklađeno ukidati povezane mjere potpore. Time bi se izbjeglo povećanje srednjoročnih inflacijskih pritisaka, što bi dovelo do potrebe za snažnijim odgovorom monetarne politike. Fiskalne politike trebale bi biti oblikovane tako da pridonose povećanju produktivnosti gospodarstva europodručja i postupnom smanjivanju velikoga javnog duga. Slično tome, u ovogodišnjem **proljetnom paketu europskog semestra**, koji je Europska komisija objavila 24. svibnja 2023. i koji odražava opće smjernice uključene u njezine **smjernice za fiskalnu politiku za 2024.**, preporučuje se da vlade ukinu mjere fiskalne potpore do kraja ove godine. Komisija je također navela da će se opća klauzula o odstupanju iz Pakta o stabilnosti i rastu deaktivirati krajem 2023. Usto je potvrdila da će predložiti pokretanje postupaka u slučaju prekomjernog deficita u proljeće 2024. na osnovi podataka o ostvarenjima u 2023.

Što se tiče [zakonodavnih prijedloga](#) Europske komisije o reformi okvira gospodarskog upravljanja EU-a, koji su objavljeni 26. travnja 2023., ESB trenutačno priprema mišljenje u skladu sa svojim ovlastima.⁸

⁸ Nakon objave povezane [Komunikacije](#) od 9. studenoga 2022. i [zaključaka Vijeća o smjernicama za reformu okvira gospodarskog upravljanja EU-a](#)

Okviri

1. Impuls potrošnje štednje akumulirane tijekom pandemije – je li struktura važna?

Priredili: Niccolò Battistini, Virginia Di Nino i Johannes Gareis

Kućanstva u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama akumulirala su visoke razine štednje nakon izbijanja pandemije, koje premašuju razine zabilježene u razdoblju prije pandemije.¹ Između prvog tromjesečja 2020. i četvrtog tromjesečja 2022. akumulirani višak štednje povećavao se postojanom dinamikom i dosegao 11,3 % trenda kretanja (bruto) raspoloživog dohotka u europodručju. U Sjedinjenim Američkim Državama akumulirani višak štednje dosegao je 13,2 % u trećem tromjesečju 2021., a potom se smanjio na 7,9 % u četvrtom tromjesečju 2022.² Ako se promatra nominalna vrijednost, veliki višak štednje u obama gospodarstvima upućuje na mogućnost snažnog impulsa potrošnje, koji se definira kao neposredni poticaj na potrošnju potencijalnom upotrebom te štednje. Osim toga, upućuje na to da je preostali impuls potrošnje veći u europodručju nego u Sjedinjenim Američkim Državama, gdje se potrošnja znatno više proširila u razdoblju poslije pandemije. Osim obujma viška štednje, njegova struktura ima ključnu ulogu u utvrđivanju pretpostavljenoga impulsa potrošnje. U ovom okviru procjenjuje se struktura viška štednje, a potom kalibrira model opće ravnoteže s heterogenim agentima na temelju metodologije koju primjenjuju Auclert *et al.* za mjerenje impulsa potrošnje u tim dvjema jurisdikcijama.³

Osim obujma štednje akumulirane tijekom pandemije, zbog dva razloga važna je i struktura viška te štednje. Prvo, višak štednje raspodijeljen je na imovinu s različitim stupnjevima likvidnosti, što je prva odrednica (djelomične ravnoteže) impulsa njezine potrošnje. Drugo, utjecaj viška štednje na impuls potrošnje ovisi i o široj dinamici (opće ravnoteže): s jedne strane, dinamična ponovna distribucija štednje koju troše određena kućanstva na druga kućanstva produljuje trajanje impulsa potrošnje; s druge strane, očekivanje kućanstava da će doći do te buduće

¹ Za povezane rasprave vidi okvire pod naslovom „COVID-19 and the increase in household savings: precautionary or forced?“, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB, 2020.; „COVID-19 and the increase in household savings: an update“, *Ekonomski bilten*, broj 5, ESB, 2021.; „The implications of savings accumulated during the pandemic for the global economic outlook“, *Ekonomski bilten*, broj 5, ESB, 2021.; „The recent drivers of household savings across the wealth distribution“, *Ekonomski bilten*, broj 3, ESB, 2022. i „Household saving during the COVID-19 pandemic and implications for the recovery of consumption“, *Ekonomski bilten*, broj 5, ESB, 2022. Za pregled pokretača potrošnje na strani potražnje vidi članak pod naslovom „The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area“ u ovom broju Ekonomskog biltena.

² Višak štednje može se procijeniti kao akumulirana razlika između stvarne štednje i njezina ekstrapoliranoga kretanja u razdoblju prije pandemije (2015. – 2019.). Ista metodologija primijenjena je na podatke za Sjedinjene Američke Države u radu Aladangady, A., Cho, D., Feiveson, L. i Pinto, E., „Excess Savings during the COVID-19 Pandemic“, *FEDS Notes*, 21. listopada 2022. Iako se procjena viška štednje razlikuje ovisno o metodologiji koja se upotrebljava, kvalitativni rezultati usporedbe europodručja sa Sjedinjenim Američkim Državama iz ovog okvira ne mijenjaju se upotrebom drugih metodologija (npr. ako se višak štednje procjenjuje kao akumulirana razlika između trenutne stope štednje i njezine razine u razdoblju prije pandemije).

³ Vidi Auclert, A., Rognlie, M. i Straub, L., „The Tricking Up of Excess Savings“, *NBER Working Paper Series*, br. 30900, siječanj 2023.

ponovne distribucije smanjuje obujam impulsa potrošnje, s obzirom na to da kućanstva s vremenom uravnotežuju svoje obrasce potrošnje. Empirijski dokazi upućuju na to da se ti učinci djelomične i opće ravnoteže mogu drugačije razvijati u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama.

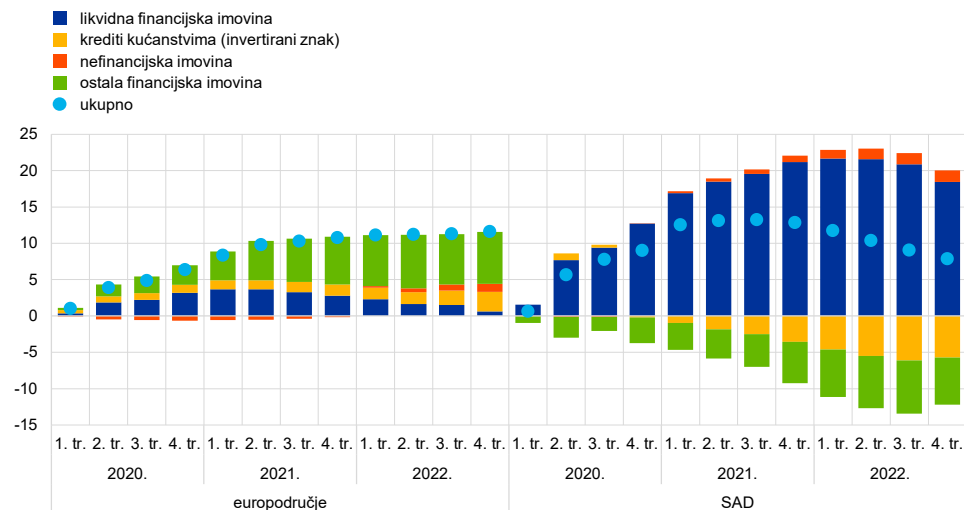
U razdoblju od 2020. do 2022. višak štednje u europodručju akumuliran je uglavnom u obliku nelikvidne imovine, dok je u Sjedinjenim Američkim Državama on prvenstveno akumuliran u obliku likvidne imovine. Između prvog tromjesečja 2020. i četvrtog tromjesečja 2022. višak štednje u europodručju uglavnom se ulagao u nefinancijsku imovinu kao što su stambene nekretnine te u relativno nelikvidnu financijsku imovinu kao što su dionice i obveznice, a upotrebljavao se i za otplatu kredita. Zajedno su se ti oblici akumuliranog viška štednje kontinuirano povećavali do razine od 10,8 % trenda kretanja raspoloživog dohotka u četvrtom tromjesečju 2022. (Grafikon A). Nasuprot tome, akumulirani višak štednje u obliku (uglavnom) likvidne financijske imovine kao što su valuta i depoziti dosegno je 3,7 % trenda kretanja raspoloživog dohotka u prvom tromjesečju 2021., a potom se znatno smanjio, na 0,6 % u četvrtom tromjesečju 2022. U Sjedinjenim Američkim Državama struktura akumuliranog viška štednje krajem 2022. bila je primjetno drugačija. Likvidna financijska imovina iznosila je 18,5 % trenda kretanja raspoloživog dohotka, a nelikvidna imovina smanjila se za 10,6 % ispod njezine razine iz razdoblja prije pandemije, što također odražava znatnu akumulaciju novih kredita.⁴

⁴ Sklonost kućanstava u SAD-u da višak štednje akumulirane tijekom pandemije drže u obliku likvidne imovine razrađuje se u Abdelrahman, H. i Oliveira L. E., „[The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings](#)”, *Economic Letter*, FRBSF, 8. svibnja 2023. Kretanja kredita kućanstvima u promatranom razdoblju mogu prikrivati učinke paketa fiskalnih mjera SAD-a (Zakon o pomoći, potpori i ekonomskoj sigurnosti kao odgovor na izbijanje pandemije koronavirusa, engl. *Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act*). To je uključivalo restrukturiranje određenih vrsta kredita (studentskih kredita i nekih hipotekarnih kredita), što su zajmodavci dobrovoljno nudili i za druge vrste kredita. Osim toga, dio dospjelih nenaplaćenih kredita reklasificiran je u restrukturiranje, čime su fiktivno povećani tokovi kredita kućanstvima. Vidi Dettling, L. i Lambie-Hanson, L., „[Why is the Default Rate So Low? How Economic Conditions and Public Policies Have Shaped Mortgage and Auto Delinquencies During the COVID-19 Pandemic](#)”, *FEDS Notes*, 4. ožujka 2021.

Grafikon A

Raspodjela akumuliranog viška štednje prema kategoriji imovine

(odstupanja od kretanja u razdoblju prije pandemije, postotci trenda kretanja raspoloživog dohotka)



Izvori: Eurostat, ESB, Federal Reserve Board i izračun ESB-a

Napomene: Svaki unos predstavlja akumuliranu vrijednost koja premašuje svoj trend procijenjen u razdoblju od 2015. do 2019. Likvidna financijska imovina odnosi se na valutu i depozite. Nefinancijska imovina odnosi se na bruto investicije u kapital. Ostala financijska imovina izračunata je kao rezidual i uglavnom se odnosi na dionice i obveznice.

Višak štednje u posljednje tri godine sve je više koncentriran u bogatim kućanstvima s obiju strana Atlantika.

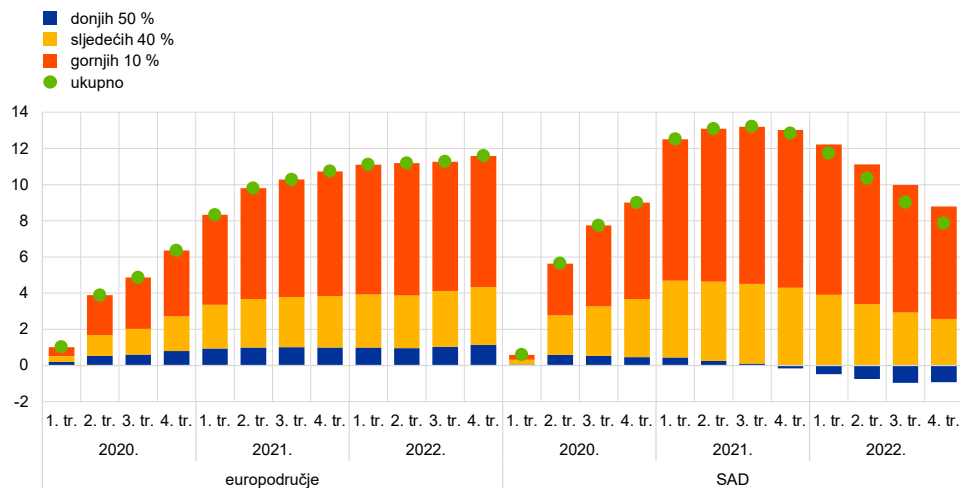
U analizi distribucije viška štednje među kućanstvima njegova se procijenjena raspodjela prema kategoriji imovine, kako se navodi u prethodnom tekstu, kombinira s anketnim podacima o strukturi portfelja kućanstava u distribuciji neto bogatstva.⁵ Pretpostavljena distribucija viška štednje upućuje na još veću koncentraciju u relativno vrlo bogatim kućanstvima, osobito u Sjedinjenim Američkim Državama (Grafikon B). Udio akumuliranog viška štednje koji drže kućanstva u gornjih 10 % distribucije povećao se s manje od polovine u prvom tromjesečju 2020. u obama gospodarstvima na gotovo dvije trećine u europodručju i više od tri četvrtine u Sjedinjenim Američkim Državama u četvrtom tromjesečju 2022. Međutim, relativno veći udio viška štednje među siromašnijim kućanstvima u europodručju ne upućuje na veći impuls potrošnje u usporedbi sa Sjedinjenim Američkim Državama. Razlog tome jest činjenica da se višak štednje u europodručju uglavnom sastojao od relativno nelikvidne imovine, uključujući stambene nekretnine i otplate kredita, što čini znatan udio portfelja za kućanstva na donjem dijelu distribucije.

⁵ Kada je riječ o europodručju, distribucija viška štednje među kućanstvima procjenjuje se upotrebom ESB-ovih eksperimentalnih distribucijskih računa bogatstva, u kojima se tromjesečna kretanja u ukupnoj imovini kombiniraju s pregledima imovine kućanstava iz Ankete o financijama i potrošnji kućanstava (engl. *Household Finance and Consumption Survey*, HFCS). Kada je riječ o Sjedinjenim Američkim Državama, ta se distribucija procjenjuje upotrebom distribucijskih financijskih računa Odbora guvernera Sustava federalnih rezervi (engl. *Federal Reserve Board Distributional Financial Accounts*, DFA), u kojima se primjenjuje metodologija za ukupnu imovinu i imovinu kućanstava slična onoj iz Ankete o financijama potrošača (engl. *Survey of Consumer Finances*, SCF). Najnoviji dostupni podatci za HFCS odnose se na 2017., a za SCF na 2019.

Grafikon B

Raspodjela akumuliranog viška štednje prema skupinama kućanstava

(odstupanja od kretanja u razdoblju prije pandemije, postotci trenda kretanja raspoloživog dohotka)



Izvori: Eurostat, ESB (uključujući eksperimentalne distribucijske račune bogatstva), US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board (uključujući distribucijske financijske račune) i izračun ESB-a

Napomene: Model uključuje tri skupine kućanstava, koje obuhvaćaju donjih 50 %, sljedećih 40 % i gornjih 10 % distribucije viška štednje. Distribucija viška štednje među kućanstvima dobiva se množenjem udjela imovine u portfelju svake skupine kućanstava (distribucijski računi) s procijenjenim viškom štednje u svakom razredu imovine.

Model heterogenih agenata upotrebljava se kako bi se procijenjena distribucija viška štednje prema kategoriji imovine i među kućanstvima povezala s impulsom njezine potrošnje, uzimajući u obzir učinke djelomične i opće ravnoteže. Model uključuje tri skupine kućanstava, koje obuhvaćaju donjih 50 %, sljedećih 40 % i gornjih 10 % distribucije viška štednje. Kada je riječ o djelomičnoj ravnoteži, svaka skupina odlučuje koji će udio viška štednje trošiti ili štedjeti u svakom razdoblju na temelju svoje granične sklonosti potrošnji (engl. *marginal propensity to consume*, MPC), za koju se pretpostavlja da ovisi o tome od koje se imovine sastoji njezin višak štednje. Kada je riječ o općoj ravnoteži, odluke o potrošnji odražavaju dva dodatna mehanizma. Prvo, štednja koju neka kućanstva troše postaje dohodak kojim se financira potrošnja drugih kućanstava. Zbog toga se impuls potrošnje produljuje i on tek sporo nestaje kako se višak štednje „slijeva” prema vrlo bogatim kućanstvima u skupini visokog dohotka, s nižom graničnom sklonošću potrošnji. Drugo, kućanstva očekuju budući rast agregatne potražnje i uravnotežuju svoju potrošnju u tom trenutku, pri čemu je pretpostavljeni učinak ublažavanja razmjernan graničnoj sklonosti potrošnji svake skupine kućanstava.⁶ Time se potiče akumulacija štednje i ograničava ponovna raspodjela dohotka, čime se ubrzava slijevanje viška štednje i prigušuje impuls potrošnje.⁷ U oba scenarija središnja banka ne reagira na rast potražnje i ne mijenja kamatnu stopu. Općenito gledajući, potencijalni impuls potrošnje viška štednje koji se pretpostavlja u modelu ovisi o kalibraciji dvaju skupova parametara: (1) granične sklonosti potrošnji za svaki razred imovine i (2) udjela ukupnog dohotka za svaku skupinu kućanstava

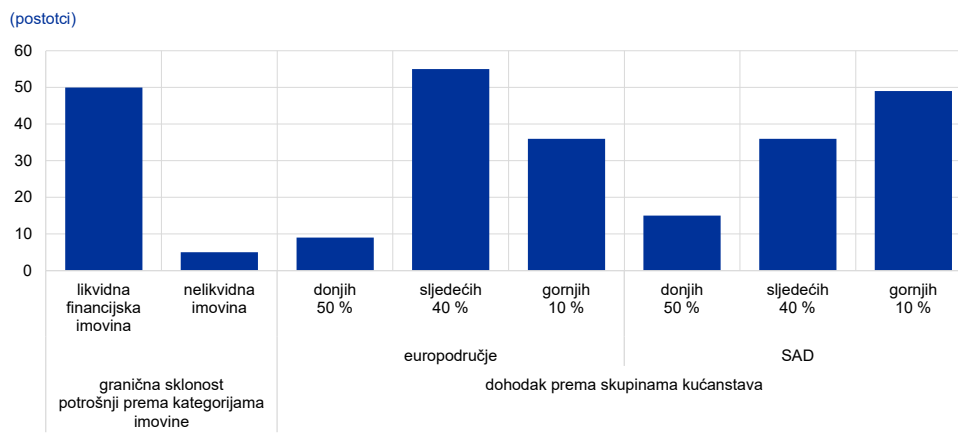
⁶ U modelu je zbroj potrošnje za svaku skupinu kućanstava jednak agregatnoj potražnji i agregatnom dohotku.

⁷ U scenariju s općom ravnotežom u modelu iz ovog okvira razmatra se slučaj „racionalnih očekivanja” koji su opisali Auclert *et al.*, *op. cit.* U tom slučaju kućanstva očekuju buduće promjene u agregatnom dohotku.

(Grafikon C). Granična sklonost potrošnji utvrđuje se na 50 % za likvidnu financijsku imovinu i 5 % za nelikvidnu imovinu.⁸ Udio dohotka kalibriran je na 9 %, 55 % i 36 % u europodručju te 15 %, 36 % i 49 % u Sjedinjenim Američkim Državama za donjih 50 %, sljedećih 40 % odnosno gornjih 10 % distribucije viška štednje.

Grafikon C

Granična sklonost potrošnji prema kategorijama imovine i dohodak prema skupinama kućanstava



Izvori: Anketa o financijama i potrošnji kućanstava iz 2017., Anketa o financijama potrošača iz 2019., Slacalek *et al.*, *op. cit.* i izračun ESB-a

Napomena: Likvidna financijska imovina odnosi se na depozite i valutu, nelikvidna imovina uključuje nefinancijsku i ostalu financijsku imovinu kao i kredite kućanstvima (invertirani znak).

Impuls potrošnje štednje akumulirane tijekom pandemije smanjio se u obama gospodarstvima te je niži u europodručju nego u Sjedinjenim Američkim Državama. U scenariju s djelomičnom ravnotežom u modelu se pretpostavlja da se u odlukama kućanstava ne uzimaju u obzir ponovna raspodjela dohotka i promjene kamatnih stopa. Stoga se impuls potrošnje utvrđuje samo na temelju granične sklonosti potrošnji svake skupine kućanstava. To se izračunava kao ponderirani prosjek graničnih sklonosti potrošnji u odnosu na određenu kategoriju imovine, pri čemu su ponderi utvrđeni prema portfeljima za svaku skupinu u svakom razdoblju. U tom se scenariju impuls potrošnje znatno smanjio u odnosu na najvišu razinu zabilježenu u drugom tromjesečju 2021. u obama gospodarstvima te je, u skladu s prigušenom dinamikom potrošnje, u posljednje tri godine ostao relativno slab u europodručju u usporedbi sa Sjedinjenim Američkim Državama (Grafikon D).⁹ U scenariju s općom ravnotežom simulacije u modelu upućuju na to da je uravnoteženje potrošnje imalo jači negativni utjecaj u SAD-u, a to odražava njegovu

⁸ Kada je riječ o graničnoj sklonosti potrošnji, noviji empirijski dokazi upućuju na sljedeće: (1) prosječna granična sklonost potrošnji obično bilježi velike vrijednosti i (2) udio likvidne imovine u portfeljima kućanstava ključni je pokretač znatne presječne heterogenosti granične sklonosti potrošnji. Vrijednosti koje se pretpostavljaju u ovom okviru preuzete su iz Slacalek, J., Tristani, O. i Violante, G., „Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area”, *Journal of Economics Dynamics and Controls*, sv. 115, br. 103879, lipanj 2020. Kada je riječ o udjelu dohotka, vrijednosti iz ovog okvira kalibrirane su na temelju HFCS-a za europodručje iz 2017. (puna distribucija) i SCF-a za Sjedinjene Američke Države iz 2019. (srednje vrijednosti).

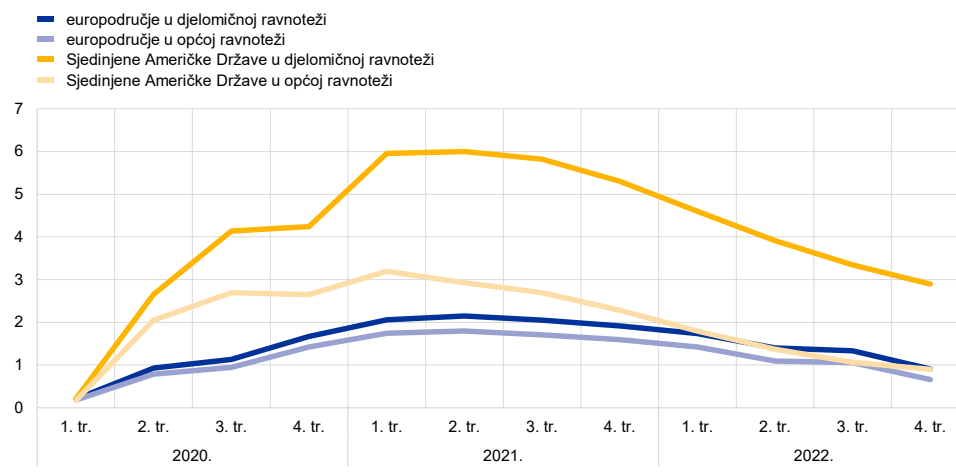
⁹ Vidi govor Philipa Lanea: „Inflation and monetary policy”, održan 8. svibnja 2023. i okvir pod naslovom „Inflation developments in the euro area and the United States”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB, siječanj 2023.

veću prosječnu graničnu sklonost potrošnji u usporedbi s europodručjem. U tom je scenariju impuls potrošnje bio umjeren u obama gospodarstvima na kraju 2022.

Grafikon D

Impuls potrošnje štednje akumulirane tijekom pandemije

(odstupanja od kretanja u razdoblju prije pandemije, postotci trenda kretanja raspoloživog dohotka)



Izvor: izračun ESB-a

Napomena: Simulacije se temelje na Auclert *et al.*, *op. cit.*

Daljnja razmatranja podupiru rezultate koji se pretpostavljaju u modelu, a koji upućuju na umjereni preostali dodatni porast privatne potrošnje upotrebom

viška štednje, osobito u europodručju.

Prvo, različito podrijetlo viška štednje pomaže objasniti manji impuls potrošnje u europodručju u odnosu na Sjedinjene Američke Države. U europodručju je taj višak štednje uglavnom posljedica ograničenja mobilnosti kojima se ograničila potrošnja, osobito u sektoru usluga koje zahtijevaju blizak fizički kontakt, na koje bogata kućanstva (s niskom graničnom sklonošću potrošnji) općenito troše veći dio svojeg dohotka. U Sjedinjenim Američkim Državama višak štednje prvenstveno je rezultat opsežnih paketa poticaja kao potpora dohotku, osobito kada je riječ o kućanstvima (s visokom graničnom sklonošću potrošnji) pri dnu distribucije bogatstva.¹⁰ Drugo, nedavna cjenovna kretanja podupiru stajalište o slabom preostalom impulsu potrošnje viška štednje u obama gospodarstvima. Porast potrošačkih cijena i smanjenje cijena imovine u posljednjih nekoliko tromjesečja, pojačano trenutačnim pooštavanjem monetarne politike i pogoršanjem uvjeta financiranja, dodatno smanjuju preostali impuls potrošnje.

¹⁰ Vlada SAD-a isplatila je fiksni iznos građanima s dohotkom manjim od 75.000 USD. To upućuje na zaključak da su građani s niskim dohotkom primili veće naknade u odnosu na njihov dohodak. Vidi, na primjer, opise za pojmove „Unemployment Compensation” i „Economic Impact Payments” na mrežnim stranicama Ministarstva financija SAD-a.

2. Pozivi o zaradi: novi dokazi o dobiti poduzeća, ulaganjima i uvjetima financiranja

Priredili: Malin Andersson, Pedro Neves i Carolina Nunes

Na pozivima o zaradi mogu se dobiti korisne i pravodobne informacije o raspoložanju u poduzeću. Poziv o zaradi jest konferencijski poziv na kojemu sudjeluju uprava uvrštenog poduzeća, ulagači, analitičari i mediji s ciljem raspravljanja o financijskim rezultatima poduzeća. Ti se pozivi obično održavaju na tromjesečnoj osnovi.¹ Društvo NL Analytics automatiziralo je dohvaćanje podataka iz prijepisa poziva o zaradi koji su se vodili na engleskom jeziku.² U ovom se okviru analiziraju poduzeća iz europodručja iz glavnih nefinancijskih sektora, na temelju tekstualnih pretraga rezultata upotrebom niza sinonima. Cilj je izdvojiti tromjesečne indekse raspoložanja i rizika. Ti su indeksi osobito pravodobni jer se baza podataka posuvremenjuje svaka dva tjedna podatcima za tekuće tromjesečje.

Tekstualna analiza pomaže u utvrđivanju mjera percepcije poduzeća. Indeks raspoložanja odražava broj rečenica izgovorenih na pozivu o zaradi s određenom riječi koja se odnosi na određenu temu u odnosu na ukupni broj rečenica, a izražava se na neto osnovi, odnosno uspostavlja se razlika između dobrih i loših vijesti. Indeks rizika pokazuje koliko je puta određena tema spomenuta u rečenici u kombinaciji s ključnim riječima kao što su „rizik” i „neizvjesnost”.³ Veliki broj prijepisa, u kombinaciji s tekstualnim pretragama, daje visokofrekventni skup podataka na razini pojedinačnog poduzeća o indeksima raspoložanja i rizika. Ti se podatci zatim uprosječuju i pretvaraju u strukturirane tromjesečne podatke za razdoblje od prvog tromjesečja 2002. do prvog tromjesečja 2023. Valjanost tih indeksa potvrđuje se ako su se kretali u korelaciji s poslovnim ciklusom u posljednjih dvadeset godina i ako postoji korelacija sa standardnim pokazateljima za odnosne varijable. Također se mogu izdvojiti izjave izrečene na pozivima o zaradi koje odražavaju prevladavajući diskurs povezan s određenim značajnim kretanjem indeksa.

Raspoložanje prema dobiti poduzeća u europodručju nastavilo je rasti iznad povijesnih prosjeka u drugom tromjesečju 2023. U protekla dva desetljeća postoji snažna korelacija između indeksa raspoložanja prema dobiti izvedenog iz poziva o zaradi i podataka iz sektorskih računa o bruto operativnom višku u sektoru nefinancijskih društava europodručja (Grafikon A, lijevi panel). Kada je riječ o indeksu raspoložanja prema dobiti, koeficijent korelacije povećava se do četiri tromjesečja ispred bruto operativnog viška do najviše razine od oko 0,6. Indeks

¹ U nekim se slučajevima pozivi o zaradi održavaju svakih šest mjeseci ili svakih godinu dana. Točno vrijeme poziva razlikuje se ovisno o tromjesečju.

² Baza podataka društva NL Analytics sadržava prijepise poziva o zaradi za oko 14 000 uvrštenih poduzeća iz 82 zemlje, pri čemu većina njih ima sjedište u Sjedinjenim Američkim Državama, Ujedinjenoj Kraljevini i ostalim zemljama engleskoga govornog područja. U prosjeku 600 poduzeća iz europodručja podnosi izvješća svakog tromjesečja. Količina tromjesečnih podataka prikupljenih u ranim godinama uzorka, koji sadržava podatke od 2002. godine, čini oko jedne trećine podataka koji se trenutačno prikupljaju.

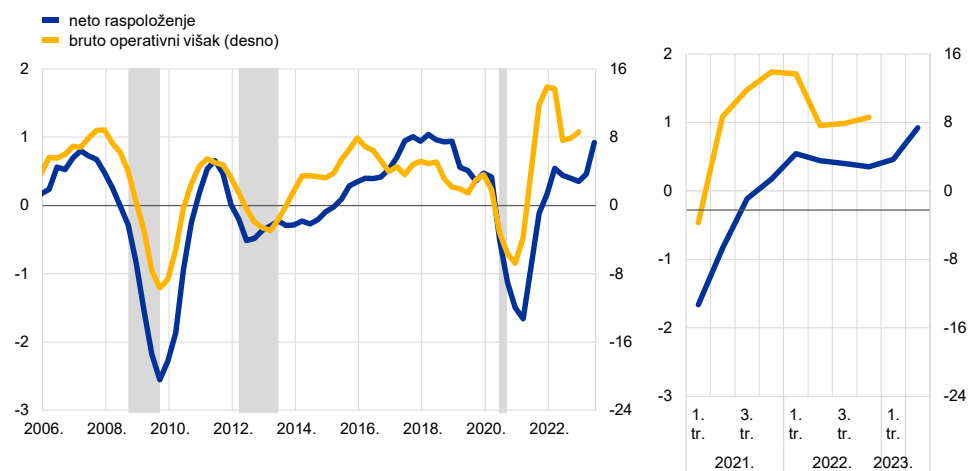
³ Za dodatni primjer indeksa rizika koji se izračunava tekstualnom analizom prijepisa poziva o zaradi vidi Hassan, T. A., Schreger, J., Schwedeler, M. i Tahoun, A., „Sources and Transmission of Country Risk”, *NBER Working Paper*, br. 29526, studeni 2021.

odražava jasan obrazac poslovnog ciklusa, a najniže razine bilježi u vrijeme globalne financijske krize, krize državnog duga i pandemije bolesti COVID-19, što je očekivano s obzirom na cikličnost dobiti. Nakon snažnog oporavka u 2021. neto raspoloženje donekle se stabiliziralo 2022., a potom dodatno povećalo u drugom tromjesečju 2023. Stopa rasta bruto operativnog viška u sektoru nefinancijskih društava malo se smanjila, ali je ipak ostala postojana u drugoj polovini 2022. zbog pooštrenih uvjeta financiranja i slabljenja potražnje (Grafikon A, desni panel). To je u skladu s tržišnim i anketnim podacima o zaradama, što upućuje na zaključak da se rast dobiti usporio tijekom 2022., iako je i nadalje bio iznad povijesnog prosjeka. Bruto operativni višak nefinancijskih društava europodručja premašio je razine zabilježene u četvrtom tromjesečju 2019. i trenutano se povećava po stopi većoj od one zabilježene u razdoblju prije pandemije, što upućuje na to da s tog gledišta nema potrebe za dostizanjem (Grafikon B). Intenzitet rasta dobiti od početka 2021. mogao je biti potaknut dugotrajnom potisnutom potražnjom u razdoblju poslije pandemije, smanjenjem problema uskih grla u opskrbnim lancima i nesavršenom zamjenjivošću proizvodnih ulaznih resursa.

Grafikon A

Raspoloženje prema dobiti i bruto operativni višak nefinancijskih društava u europodručju

(z-ocjena; godišnje promjene u postotcima)



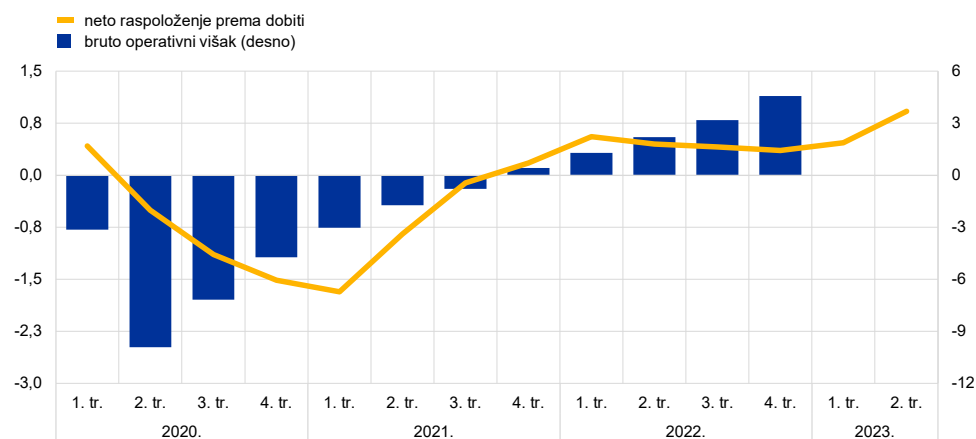
Izvori: NL Analytics, ESB i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Neto raspoloženje odražava učestalost ponavljanja sinonima za riječ „dobit“ (zarada, prihodi itd.) u pozivima o zaradi poduzeća. Z-ocjena izračunava se oduzimanjem povijesnog prosjeka od svake točke podataka i dijeljenjem te umanjene serije sa standardnom devijacijom. Razdoblja recesije označena su sivom bojom. Posljednji podatci za neto raspoloženje odnose se na drugo tromjesečje 2023. (za pozive koji su se održali do 12. lipnja), a za bruto operativni višak na četvrto tromjesečje 2022.

Grafikon B

Raspoloženje prema dobiti i detrendirani bruto operativni višak nefinancijskih društava u europodručju

(z-ocjena; detrendirane kumulativne stope rasta)



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

Napomene: Akumulirane detrendirane stope rasta bruto operativnog viška izračunate su kumulacijom razlike između konkretne serije i njezina kretanja u razdoblju prije pandemije (2002. – 2019.) i njihovim dijeljenjem s akumuliranim kretanjem u razdoblju prije pandemije. Posljednji podatci za neto raspoloženje odnose se na drugo tromjesečje 2023. (za pozive koji su se održali do 12. lipnja), a za bruto operativni višak na četvrto tromjesečje 2022.

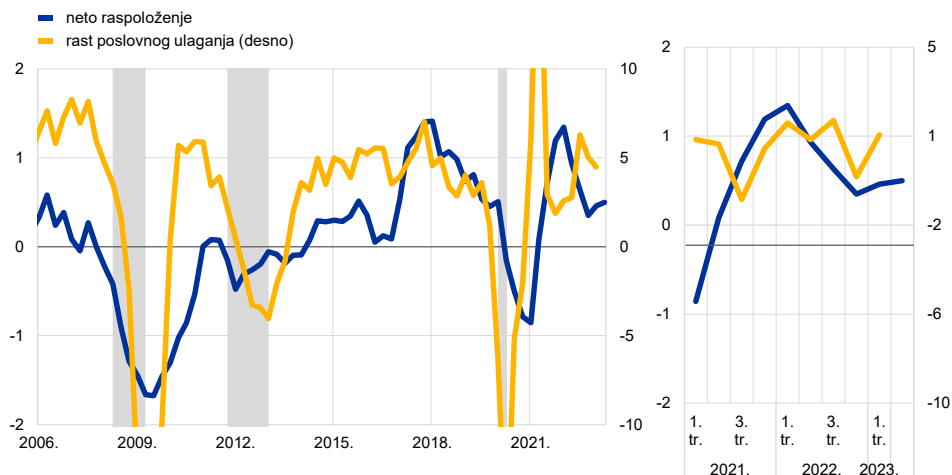
Raspoloženje prema korporativnim ulaganjima još je malo poraslo u drugom tromjesečju 2023.

U posljednjih dvadeset godina postoji dobra korelacija između neto raspoloženja prema ulaganjima i stope rasta poslovnog ulaganja (isključujući kolebljivu komponentu ulaganja u proizvode intelektualnoga vlasništva u Irskoj i Nizozemskoj) (Grafikon C, lijevi panel). Korelacija je na vrhuncu kada indeks raspoloženja ostvaruje prednost od dva tromjesečja u odnosu na rast ulaganja, uz koeficijent korelacije od 0,5. U 2021. i na početku 2022. raspoloženje prema ulaganjima nastavilo je rasti iznad povijesnog prosjeka, što je bilo popraćeno općenito postojanim tromjesečnim stopama rasta poslovnog ulaganja zahvaljujući ponovnom otvaranju gospodarstva (Grafikon C, desni panel). Potom se u 2022. malo pogoršalo zbog slabljenja potražnje, velikih troškova energije i povećane neizvjesnosti. U drugom tromjesečju 2023. neznatno je poraslo više od dugoročnog prosjeka, u skladu s poboljšanjem uvjeta ponude i smanjenjem troškova energije.

Grafikon C

Raspoloženje prema ulaganjima u europodručju

(z-ocjena, desni dio lijevog panela: godišnje promjene u postotcima; desni dio desnog panela: tromjesečne promjene u postotcima)



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

Napomene: Neto raspoloženje prema ulaganjima odražava učestalost ponavljanja sinonima za riječ „ulaganje“ (ulaganje, kapitalna ulaganja, planovi ulaganja itd.) u pozivima o zaradi poduzeća. Z-ocjena izračunava se oduzimanjem povijesnog prosjeka od svake točke podataka i dijeljenjem te umanjene serije sa standardnom devijacijom. Razdoblja recesije označena su sivom bojom. Rast poslovnog ulaganja isključuje ulaganja u proizvode intelektualnoga vlasništva u Irskoj i Nizozemskoj. Posljednji podatci za neto raspoloženje odnose se na drugo tromjesečje 2023. (za pozive koji su se održali do 12. lipnja), a za poslovno ulaganje na prvo tromjesečje 2023.

Ako se promatraju pojedinačni sektori, dosad je u 2023. raspoloženje prema dobiti bilo najsnažnije u uslužnom sektoru, dok je raspoloženje prema ulaganjima najsnažnije u sektoru prerađivačke industrije. Tijekom pandemije raspoloženje prema dobiti više se pogoršalo u uslužnom sektoru nego u sektoru prerađivačke industrije. Međutim, u fazi oporavka nakon pandemije i ponovo u prvoj polovini 2023. više se poboljšalo u uslužnom sektoru nego u sektoru prerađivačke industrije (Grafikon D, panel a). To je u skladu i s drugim pokazateljima raspoloženja kao što je indeks PMI. Međutim, raspoloženje prema ulaganjima naglo se pogoršalo u svim sektorima od početka 2022., iako je dosad u 2023. nešto bolje u sektoru prerađivačke industrije nego u uslužnom sektoru. U posljednje tri godine raspoloženje prema dobiti bilo je pozitivnije u energetskom sektoru i sektoru komunalnih usluga nego u ostalim sektorima, iako se nedavno postupno pogoršalo zbog kretanja cijena energije. Raspoloženje prema ulaganjima u sektoru relativno je prigušeno, možda zbog neizvjesnosti povezane s energetskim ulaganjima, među ostalim u kontekstu zelene tranzicije, prema tvrdnjama jednog poduzeća iz sektora (Grafikon D, panel b).

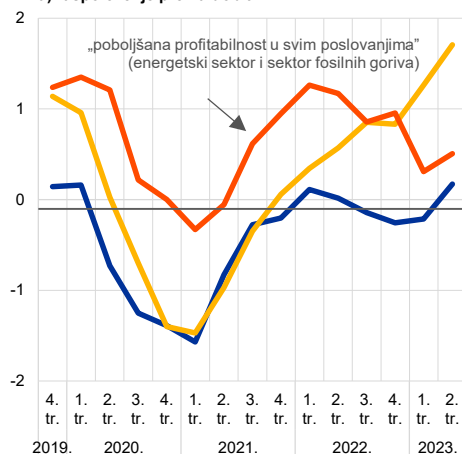
Grafikon D

Raspoloženje prema dobiti i ulaganjima u odabranim sektorima u europodručju

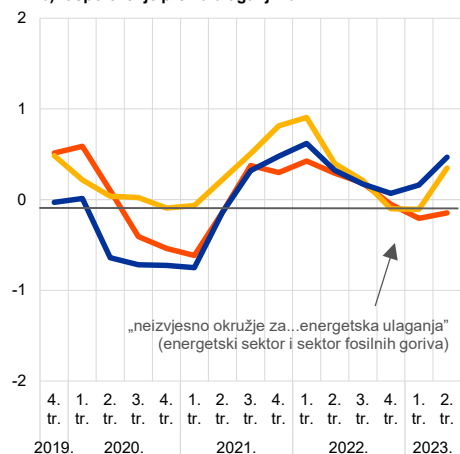
(z-ocjena)

- prerađivačka industrija
- ukupne usluge
- energija i komunalne usluge

a) raspoloženje prema dobiti



b) raspoloženje prema ulaganjima



Izvori: NL Analytics i izračun stručnjaka ESB-a

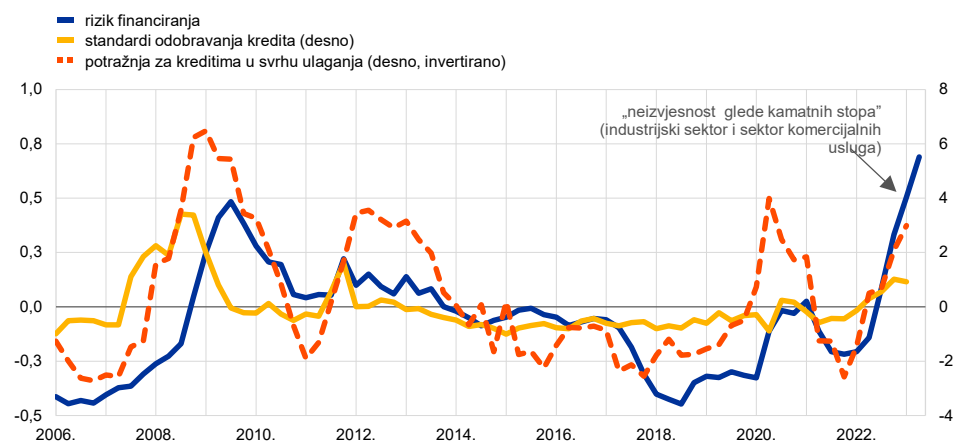
Napomene: Serija nije prosjek svih serija jer neka poduzeća nisu obuhvaćena sektorskim klasifikacijama. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2023. (za pozive održane do 12. lipnja).

Poduzeća trenutno smatraju da su uvjeti financiranja znatan rizik. Za potrebe ovog okvira također smo stvorili pokazatelj rizika financiranja pretragom ključnih riječi kao što su „kamatna stopa”, „uvjeti financiranja” i „troškovi zaduživanja”, zajedno s riječima „neizvjesnost” i „rizik”. Smatralo se da su uvjeti financiranja bili povećani rizik tijekom globalne financijske krize, zbog pooštavanja standarda odobravanja kredita i manjeg obujma kreditiranja u svrhu ulaganja, kako se navodi u anketi o kreditnoj aktivnosti banaka u europodručju (Grafikon E). Čini se da su poduzeća u uzorku također smatrala da su uvjeti financiranja bili povećani rizik za vrijeme krize državnog duga. U fazi oporavka od 2015. do 2019. percepcija rizika povezanog s uvjetima financiranja općenito se smanjila na razine zabilježene u razdoblju prije globalne financijske krize. Nakon malog porasta tijekom pandemije, dosad u 2023. poduzeća smatraju da uvjeti financiranja čine veliki rizik koji se povećava (u kontekstu brzog rasta kamatnih stopa i nedavnih napetosti na financijskim tržištima), pri čemu su vrijednosti u posljednjih nekoliko tromjesečja dosegly razine koje nisu zabilježene od globalne financijske krize. Iako pokazatelji nisu izravno usporedivi, s obzirom na to da je pokazatelj rizika financiranja širi, postoji određena korelacija sa standardima odobravanja kredita. Prema anketi o kreditnoj aktivnosti banaka percipirani povećani rizik financiranja također se podudara sa smanjenjem potražnje za kreditima u svrhu ulaganja.

Grafikon E

Rizik financiranja, standardi odobravanja kredita i potražnja za kreditima u svrhu ulaganja u dugotrajnu imovinu u europodručju

(z-ocjena, postotci)



Izvori: NL Analytics, anketa o kreditnoj aktivnosti banaka u europodručju i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Tekstualna pretraga za potrebe pokazatelja rizika financiranja obuhvaća ključne riječi kao što su „kamatne stope“, „uvjeti financiranja“ i „troškovi zaduživanja“. Posljednji podatci za standarde odobravanja kredita i potražnju za kreditima odnose se na prvo tromjesečje, a za rizik financiranja na drugo tromjesečje 2023. (za pozive održane do 12. lipnja).

3. Kako je jedinična dobit pridonijela nedavnom jačanju domaćih cjenovnih pritisaka u europodručju?

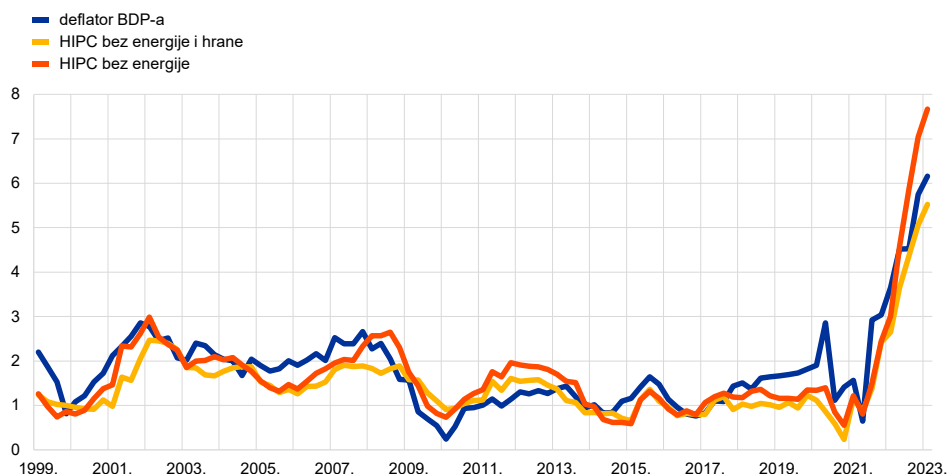
Priredila: Elke Hahn

Dobit je sastavni dio izlaznih cijena, poput proizvodnih troškova kao što su plaće ili trošak intermedijarnih ulaznih resursa. Poduzeća utvrđuju dobit koju žele ostvariti određivanjem cijena na razinu iznad njihova troška kako bi ostvarila primitke na uloženi kapital. Kretanja u dobiti i plaćama koja su obuhvaćena deflatorom BDP-a važne su odrednice temeljne inflacije, što se može vidjeti iz snažne korelacije deflatora BDP-a i pokazatelja temeljne inflacije poput harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena (HIPC) bez energije i hrane ili harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena bez energije (Grafikon A).¹ U ovom se okviru analizira utjecaj dobiti na domaću inflaciju na temelju jedinične dobiti dobivene iz nacionalnih računa.^{2,3} Njime se također analizira način na koji pokazatelji dobiti dobiveni iz računa institucionalnih sektora, koji su bliži poslovnoj dobiti, pridonose domaćoj inflaciji i način na koji se postojeći signali iz jedinične dobiti koji se zasnivaju na nacionalnim računima slažu sa signalima izvedenih iz marži i pokazatelja profitne marže iz računa poduzeća.

Grafikon A

Domaći cjenovni pritisci i odabrani pokazatelji temeljne inflacije

(godišnje promjene u postocima, tromjesečni podatci)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2023.

- ¹ Primjenjuje se bez obzira na konceptualne razlike između dviju vrsta mjera. Postoje konceptualne razlike u pokriću cjenovnih pritisaka, jer, primjerice, deflator BDP-a pokriva samo sastavnice dodane vrijednosti a pokazatelji temeljne inflacije obuhvaćaju sve sastavnice izlazne cijene. Isto tako, deflator BDP-a obuhvaća cjenovne pritiske u domaćem gospodarstvu, dok se pokazatelji poput HIPC-a bez energije i hrane odnose na kretanje cijena u dotičnom sektoru proizvoda za široku potrošnju, bez obzira na to jesu li ti proizvodi ili usluge proizvedene u zemlji ili su uvezeni.
- ² Treba napomenuti da se jedinična dobit i poslovna dobit konceptualno razlikuju, što je opisano u nastavku okvira.
- ³ Vidi i Arce, Ó., Hahn, E. i Koester, G., „How tit-for-tat inflation can make everyone poorer”, *ESB-ov blog*, ESB, 30. ožujka 2023.

Pokazatelji dobiti razlikuju se u pogledu opsega i cilja. U nacionalnim računima uloga dobiti u domaćim cjenovnim pritiscima analizira se s jediničnom dobiti, koja je definirana kao bruto operativni višak i mješoviti dohodak po jedinici realnog BDP-a. ESB-ove procjene omogućuju dobivanje tog pokazatelja i za sektor nefinancijskih poduzeća. Još jedan pokazatelj dobiti koji se može dobiti iz nacionalnih računa za analizu inflacije jest takozvani pokazatelj profitne marže, koji se izračunava kao omjer deflatora BDP-a po osnovnim cijenama i jediničnih troškova rada. Njime se u objašnjavanju domaćih cjenovnih pritisaka procjenjuje koliko kretanja dobiti pridonose snažnijem kretanju jediničnih troškova rada odnosno ublažavanju tih kretanja. Dva pokazatelja dobiti koji se mogu izvesti iz računa poduzeća jesu marža (engl. *mark-up*) i profitna marža (engl. *profit margin*). Marža jest omjer cijena i graničnih troškova koji se u praksi obično zamjenjuju približnim prosječnim troškovima. Ovaj se pokazatelj može primjenjivati u procjeni strategija poduzeća za određivanje cijena. Bruto profitna marža uobičajeni je pokazatelj profitnih marži dobiven iz računovodstvenih sustava poduzeća za obračun dobiti i gubitka u kontekstu metode troška prodaje. Izračunava se kao bruto dobit podijeljena s prometom, gdje se bruto dobit definira kao promet umanjen za trošak prodane robe (odnosno umanjen za trošak materijala i rada, između ostaloga).

Na jediničnu dobit mogu utjecati kretanja u intermedijarnoj potrošnji. BDP se temelji na konceptu dodane vrijednosti. On uključuje doprinose dobiti (koja se definira kao bruto operativni višak i mješoviti dohodak) i naknade zaposlenima, kao i poreze (umanjene za subvencije) na proizvodnju, no on ne uključuje, za razliku od bruto vrijednosti proizvodnje, intermedijarnu potrošnju (poput potrošnje energije ili materijala).⁴ Međutim, budući da je intermedijarna potrošnja već odbijena u cijelosti od BDP-a, kretanja dobiti mogu upućivati na mjeru u kojoj se promjena u troškovima intermedijarne potrošnje zrcali u izlaznoj cijeni. Ako se izuzmu drugi utjecaji na jediničnu dobit, veliko povećanje troškova intermedijarne potrošnje (kakvo je zabilježeno u posljednje dvije godine) koje je popraćeno slabijim kretanjima jedinične dobiti, upućuje na to da je dobit (u cijelosti ili djelomično) ublažila rast troškova te se on ne prenosi (ili se ne prenosi u cijelosti) na izlaznu cijenu. S druge strane, kretanja jedinične dobiti koja ostaju uglavnom nepromijenjena ili čak jačaju u takvoj situaciji, upućuju na rast izlazne cijene za iznos povećanja troška ili čak veći iznos.

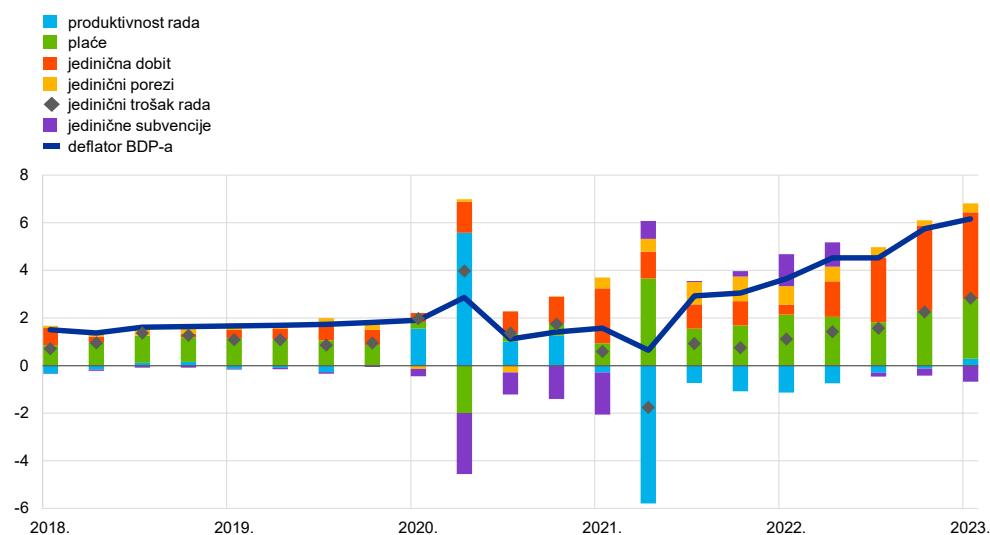
Domaći cjenovni pritisci mjereni deflatorom BDP-a znatno su se pojačali od sredine 2021., čemu su uvelike pridonijeli i jedinični troškovi rada i jedinična dobit. U prvom tromjesečju 2023. godišnja stopa rasta deflatora BDP-a u europodručju porasla je na rekordno visokih 6,2 % s 5,7 % u prethodnom tromjesečju, a u drugom je tromjesečju 2021. iznosila niskih 0,6 % (Grafikon B). U prosjeku je ta stopa između 1999. i 2019. (odnosno prije krize povezane s pandemijom bolesti COVID-19) iznosila 1,6 %. Kao što prikazuje Grafikon B, i jedinični troškovi rada i jedinična dobit pridonijeli su povećanju deflatora BDP-a u proteklih godinu i pol dana. U posljednja tri tromjesečja posebno je bio velik doprinos jedinične dobiti, iznosio je nekih 60 % ukupnog rasta deflatora BDP-a (što je više od udjela od 42 % koji bruto operativni višak i mješoviti dohodak imaju u nominalnom

⁴ Mjera bruto vrijednosti proizvodnje dostupna je i u statistici inputa – outputa. Međutim, kašnjenje u objavljivanju tih podataka ograničava njihovu primjenu u analizi politike.

BDP-u).⁵ Doprinos subvencija deflatoru BDP-a bio je posebno velik tijekom krize povezane s pandemijom bolesti COVID-19 zbog državnih potpora u okviru programa za očuvanje radnih mjesta, ali, u novije vrijeme zabilježeni su i neobično veliki doprinosi zbog državne potpore za vrijeme energetske krize.

Grafikon B Deflator BDP-a i doprinosi

(godišnje promjene u postotcima i doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2023.

Bruto operativni višak i mješoviti dohodak koji se rabe u pokazatelju jedinične dobiti odražavaju širok pojam dobiti.

Bruto operativni višak obuhvaća sve institucionalne sektore, a mješoviti dohodak odnosi se na sektor kućanstava (koji uključuje i subjekte bez pravne osobnosti). Mješoviti dohodak može se smatrati dobiti samozaposlenih ili subjekata bez pravne osobnosti nakon njihovih raznih troškova. Međutim, ta dobit ipak uključuje naknadu za input rada samozaposlenih osoba. Obično se korekcija za dohodak od rada koji je uključen u mješoviti dohodak provodi s pomoću pretpostavke da samozaposleni ostvaruju jednaku prosječnu plaću kao i zaposlenici i oduzimanjem tog imputiranog dohotka od rada od sastavnica bruto operativnog viška i mješovitog dohotka.⁶ Bruto operativni višak i mješoviti dohodak također uključuju dohodak od usluga stanovanja, odnosno najma, koji utječe na sve institucionalne sektore gospodarstva, kao i imputirane najmnine za stambene objekte u vlasništvu stanara koji utječu samo na sektor kućanstava. Dohodak od samostalne djelatnosti i stanovanja općenito se ne smatra dijelom poslovne dobiti.⁷ Još jedan element bruto operativnog viška i mješovitog dohotka koji vrijedi spomenuti u ovom kontekstu jest potrošnja fiksnoga kapitala. To je

⁵ Za razliku od Grafikona B, Grafikon 1, Arce *et al.*, *op cit.*, pruža raščlambu deflatora BDP-a, te korekciju za dohodak od samostalne djelatnosti. Treba napomenuti da su razlike između njih koje se odnose na doprinos jediničnoj dobiti malene.

⁶ Navedena korekcija za dohodak od samostalne djelatnosti obično se primjenjuje za izračun standardnog doprinosa dobiti deflatoru BDP-a u europodručju. Vidi, primjerice, Grafikon 1, Arce *et al.*, *op. cit.*

⁷ Opširniju raspravu vidi u Haskel, J., „What's driving inflation: wages, profits, or energy prices?“, govor održan na institutu Peterson Institute for International Economics, Washington, DC, 25. svibnja 2023.

dohodak od kapitala koji je ostvaren, ali se na njega može gledati i kao na trošak poduzeća, budući da je potreban za zamjenu amortiziranoga kapitala. Stoga bruto ili neto operativni višak nefinancijskih poduzeća daje bolju približnu vrijednost poslovne dobiti u sektorskim računima, s time da se neto iznos izračunava kao bruto operativni višak nefinancijskih poduzeća umanjen za potrošnju fiksnoga kapitala. Posljednja točka koju treba uzeti u obzir u određivanju pitanja što čini dobit jest utjecaj subvencija (uključenih u poreze umanjeno za subvencije kao sastavnice BDP-a). Ovisno o adresatu, takve su subvencije uključene u dobit ili dohodak od rada i netiraju se u raščlambi deflatora BDP-a putem sastavnice subvencija. Kriza povezana s pandemijom bolesti COVID-19 i energetska kriza dovele su do iznimno velikih subvencija u proteklih nekoliko godina, jer je državna potpora u obliku programa za očuvanje radnih mjesta i povezana s energetsom krizom bila djelomično osigurana subvencijama. One su stoga imale vidljiv utjecaj na sastavnice rada i dobiti u proteklih nekoliko godina.⁸ Takve subvencije poduzećima treba jasno razlikovati od poslovne dobiti. No bez obzira na to, svako dodatno financiranje putem subvencija moglo bi, u načelu, imati utjecaja na planove poduzeća o cjenovnoj prilagodbi.

Sektorski podatci pokazuju da su kretanja u bruto i neto operativnom višku nefinancijskih poduzeća bila važan pokretač nedavnog jačanja ukupne jedinične dobiti.

Kao što je prije navedeno, bruto i neto operativni višak nefinancijskih poduzeća bliži je poslovnoj dobiti od bruto operativnog viška i mješovitog dohotka koji se odnose na cijelo gospodarstvo. Grafičkom C prikazuje doprinose neto operativnog viška nefinancijskih poduzeća, potrošnje fiksnoga kapitala nefinancijskih poduzeća i ostalog dohotka jediničnoj dobiti cijeloga gospodarstva, kako je prikazano u Grafičkomu B. Ta raščlamba pokazuje da, unatoč jačanju svih triju sastavnica u proteklih nekoliko tromjesečja, bruto i neto operativni višak nefinancijskih poduzeća u posljednje su vrijeme bili dinamičniji od ukupne jedinične dobiti i bili su važan pokretač jačanja jedinične dobiti.⁹ Primjetan je bio njihov doprinos sve snažnijem rastu deflatora BDP-a u drugoj polovini 2022. To znači da poduzeća, ukupno gledajući, nisu ublažila povećanje troškova, štoviše to pokazuje da je njihovo povećanje cijena premašilo povećanje troškova, čime su doprinijela rastu domaće inflacije.

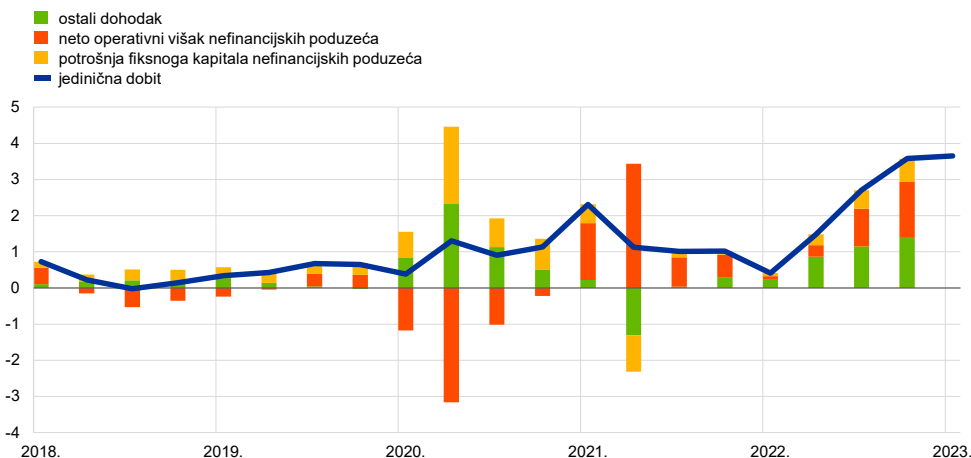
⁸ Iako su subvencije za programe za očuvanje radnih mjesta tijekom recesije uzrokovane pandemijom bolesti COVID-19 bile prvenstveno usmjerene stabilizaciji dohotka od rada i izravno su se zrcalile u toj sastavnici dohotka, imale su vidljiv utjecaj i na sastavnicu jedinične dobiti, koja je bila mnogo otpornija nego u prethodnim recesijama. Dok poduzeća općenito teže zadržavanju svojih zaposlenika u ranim fazama pada gospodarske aktivnosti na štetu jedinične dobiti, čini se da je navedeni pritisak na smanjenje jedinične dobiti bio ublažen mnogo rasprostranjenijom uporabom programa za očuvanje radnih mjesta u kontekstu recesije uzrokovane pandemijom bolesti COVID-19. Vidi okvir pod nazivom „The role of profit margins in the adjustment to the COVID-19 shock”, *Ekonomski bilten*, broj 2, ESB, ožujak 2021.

⁹ Iako bruto i neto operativni višak nefinancijskih poduzeća čine 54 % odnosno 28 % ukupnog bruto operativnog viška i mješovitog dohotka cijelog gospodarstva, u drugoj polovini 2022. na njih otpada veći dio (gotovo 60 %, odnosno više od 40 %) doprinosa jedinične dobiti. S udjelom u nominalnom BDP-u od oko 23 %, odnosno 12 %, bruto i neto operativni višak nefinancijskih poduzeća činili su oko 36 %, odnosno 25 % ukupnog rasta deflatora BDP-a.

Grafikon C

Raščlamba doprinosa jedinične dobiti

(doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2023. za jediničnu dobit i na četvrto tromjesečje 2022. za sastavnice.

Domaći cjenovni pritisci u sektoru nefinancijskih poduzeća nadmašili su one u gospodarstvu u cjelini u posljednjim tromjesečjima, odražavajući snažan rast jediničnih troškova rada i neproporcionalno velik doprinos jediničnoga operativnog viška (Grafikon D).

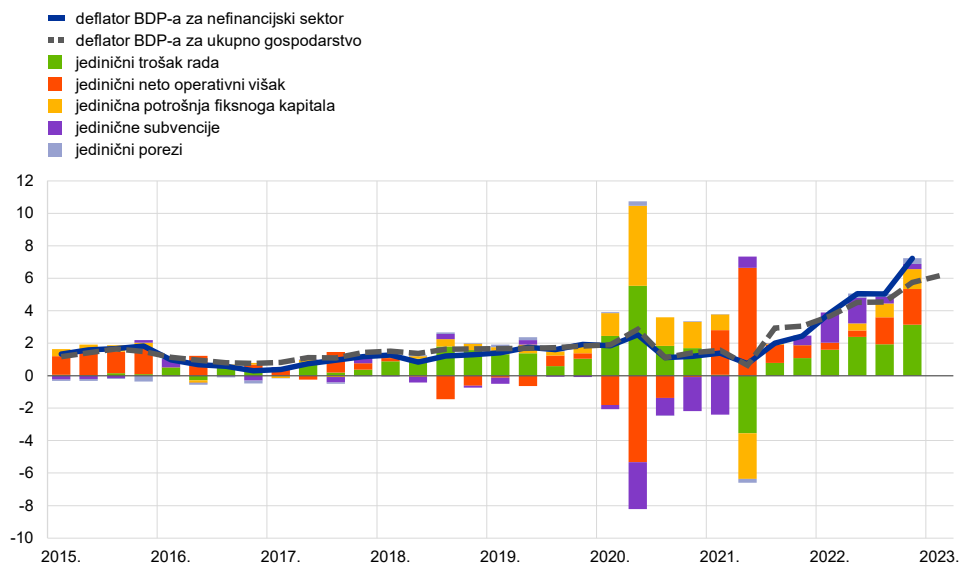
Godišnja stopa rasta deflatora BDP-a za sektor nefinancijskih poduzeća porasla je u četvrtom tromjesečju 2022. na 7,2 % i premašila domaće cjenovne pritiske u cijelom gospodarstvu za 1,5 postotnih bodova. To je odstupanje od povijesnih kretanja, budući da je stopa rasta deflatora BDP-a za sektor nefinancijskih poduzeća obično bila niža od one zabilježene u cijelom gospodarstvu.¹⁰ Nedavni snažan rast deflatora BDP-a za sektor nefinancijskih poduzeća djelomično odražava snažan rast jediničnih troškova rada za taj sektor, koji su u četvrtom tromjesečju 2022. rasli po godišnjoj stopi od 5,1 % (0,6 postotnih bodova iznad stope zabilježene u cijelom gospodarstvu). Bez obzira na ta kretanja, doprinos bruto i neto operativnog viška domaćim cjenovnim pritiscima u sektoru nefinancijskih poduzeća u drugoj polovini 2022. bio je neproporcionalno velik i na njega se odnosilo gotovo 50 % domaćih cjenovnih pritisaka u bruto iznosima i nešto više od 30 % u neto iznosima, što je vidljivo iznad njihovih odnosnih udjela u nominalnom BDP-u (otprilike 40 % odnosno 20 %).

¹⁰ Između 2002. i 2021. (odnosno prije nedavnih snažnih povećanja), prosječna stopa rasta deflatora BDP-a za sektor nefinancijskih poduzeća iznosila je 1,1 %, dok je ona za cijelo gospodarstvo iznosila 1,6 %. Treba napomenuti da se deflator BDP-a za sektor nefinancijskih poduzeća zasniva na internim procjenama ESB-a te da je dostupan tek od 2002.

Grafikon D

Deflator BDP-a za sektor nefinancijskih poduzeća i doprinosi

(godišnje promjene u postotcima i doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat, ESB i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2023. za deflator BDP-a za cijelo gospodarstvo i na četvrto tromjesečje 2022. za sve ostale podatke.

Tradicionalne makroekonomske odrednice uputile bi na mnogo slabija kretanja jedinične dobiti, što pokazuje da je njihov nedavni rast bio potaknut uglavnom manje uobičajenim činiteljima.

Na jediničnu dobiti obično posebno utječe ekonomski ciklus i trgovinski uvjeti.¹¹ Moglo se očekivati da će cikličko usporavanje gospodarske aktivnosti do prvog tromjesečja 2023. i nepovoljna kretanja trgovinskih uvjeta u 2022. dovesti do nepovoljnih kretanja jediničnih troškova. Prvi razlog neobično snažne jedinične dobiti leži u bržoj potražnji od ponude u velikom broju sektora u trenutku kada je zbog pandemije došlo do široko rasprostranjenih ograničenja u ponudi i potisnute potražnje. Drugi razlog leži u snažnoj dinamici ulaznih cijena (na primjer, energije) koja je poduzećima olakšala povećanje cijena, jer je u takvoj situaciji teže ocijeniti je li povećanje cijena uzrokovano višim troškovima ili višom jediničnom dobiti.¹² Moguće je i da su očekivanja dodatnih većih povećanja ulaznih cijena potaknula poduzeća da unaprijed povećaju cijene kako bi ublažila njihove buduće promjene.¹³ Mogući razlog leži i u okružju visoke inflacije potaknute šokom trgovinskih uvjeta, koja je značila značajan pad realnog dohotka za domaće gospodarstvo, te je moguće da su radnici i poduzeća nastojali nadoknaditi te gubitke.

¹¹ Vidi okvir pod nazivom „How do profits shape domestic price pressures in the euro area?“, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB, rujan 2019., i okvir pod nazivom „The role of profit margins in the adjustment to the COVID-19 shock“, *Ekonomski bilten*, broj 2, ESB, ožujak 2021.

¹² Za potvrdu odnosa između inflacije i rasta dobiti, vidi Andler, M. i Kovner, A., „Do corporate profits increase when inflation increases?“, *Liberty Street Economics*, Banka federalnih rezervi New York, 13. srpnja 2022.

¹³ Vidi Glover, A., Mustré-del-Río, J. i von Ende-Becker, A., „How Much Have Record Corporate Profits Contributed to Recent Inflation?“, *Economic Review*, sv. 108, br. 1, Banka federalnih rezervi Kansas City, prvo tromjesečje 2023.

Uloga (poslovne) dobiti u inflaciji u posljednje se vrijeme procjenjuje i na temelju procijenjene marže i profitne marže dobivene iz računa poduzeća. Iako druge studije koje se zasnivaju na podacima o dobiti i jediničnoj dobiti iz nacionalnih računa potvrđuju nalaze iz ovog okvira,¹⁴ činjenica da procijenjene marže i profitne marže dobivene iz računa poduzeća uglavnom ostaju nepromijenjene često se tumači kao znak da je uloga dobiti u pogledu inflacije manje jasna.¹⁵ Međutim, usporedba temeljnih koncepata i stiliziranih primjera načina na koji ti različiti pokazatelji reagiraju na šokove intermedijarnih ulaznih troškova potvrđuje dosljednost njihova kretanja.

U uvjetima snažnog povećanja troškova intermedijarne potrošnje uglavnom nepromijenjene marže u stvari su u suglasju s povećanim inflatornim pritiscima jedinične dobiti. Uloga dobiti u pogledu inflacije u novije je vrijeme privukla pažnju u literaturi iz područja ekonomije koja se bavi pitanjem je li moguće iz podataka iz nacionalnih računa dobiti saznanja o ponašanju poduzeća. Prema mikroekonomskoj teoriji, poduzeća obično određuju cijene na temelju marže na njihove granične troškove. Stoga cjenovni pritisci mogu proizlaziti i iz graničnih troškova i iz marže. Ona se obično rabi za procjenu strategija poduzeća za određivanje cijena, koje se smatraju nepromijenjenima ako je marža nepromijenjena. U uvjetima snažnog povećanja troškova, nepromijenjena marža znači podjednako snažno povećanje jedinične dobiti. Sa stajališta poduzeća, nepromijenjena marža može značiti nepromijenjenu strategiju određivanja cijena i u tom se smislu ne može smatrati da ona aktivno pridonosi inflatornim pritiscima, budući da dobit jednostavno prikazuje jednako snažnu dinamiku kao i ukupni troškovi. Međutim, sa stajališta makroekonomske analize i analize inflacije, svako povećanje određene sastavnice cijene pridonosi inflaciji, neovisno o tome je li došlo do promjene u temeljnom određivanju cijena.¹⁶

Tablica A prikazuje stilizirane primjere kretanja marži i jedinične dobiti kao odgovor na šokove intermedijarnih ulaznih troškova. U tablici se razlikuju, na temelju hipotetske strukture troška, situacije (prvi slučaj) u kojima marža na ukupne troškove ostaje nepromijenjena nakon šoka intermedijarnih ulaznih troškova i situacije (drugi slučaj) u kojima se na izlaznu cijenu prenosi samo čisto povećanje ulaznog troška (te se mijenja i marža kao rezultat). U prvom slučaju, povećanje ulaznog troška u razdoblju t1 od 67 % podrazumijeva povećanje ukupnih troškova od 33 %. Primjenom nepromijenjene marže od 20 % na ukupne troškove, dobit i jedinična dobit poduzeća također rastu za 33 %, te povećavaju inflaciju zajedno s inicijalnim šokom ulaznog troška. U drugom slučaju, ulazni troškovi i ukupni troškovi rastu za jednak iznos kao i u prvom slučaju no samo se čisto povećanje troškova

¹⁴ Vidi, primjerice, Ragnitz, J., „Gewinninflation und Inflationsgewinner“, ifo Institute, 7. prosinca 2022.; Capolongo, A., Kühl, M. i Skovorodov, V., „Firms' profits: cure or curse?“, *ESM-ov blog*, 12. svibnja 2023.; i Europska Komisija, „Spring 2023 Economic Forecast: an improved outlook amid persistent challenges“, 15. svibnja 2023.

¹⁵ Vidi, primjerice, Colonna, F., Torrini, R. i Viviano, E., „The profit share and firm mark-up: how to interpret them?“, Occasional Paper br. 770, Banca d'Italia, svibanj 2023., o pitanju marži; i Schlautmann, C., „Inflation oder 'Gierflation' – Was sich von Grosskonzernen lernen lässt“, *Handelsblatt*, 11. svibnja 2023., o profitnim maržama dobivenima iz računa poduzeća.

¹⁶ Colonna *et al.*, *op. cit.*, također pokazuje da promjene u udjelu dobiti ne prate uvijek promjene u marži – te se, kao i jedinična dobit, udio dobiti ne može smatrati jednoznačnim pokazateljem promjena u određivanju cijena.

prenosi na cijenu dok se dobit ne usklađuje kao odgovor na šok ulaznog troška. U toj situaciji povećanje cijene je manje nego u prvom slučaju (28 %) te podrazumijeva pad marže. Dobit i jedinična dobit ostaju nepromijenjeni te stoga ne povećavaju inflaciju. Iz navedenih je primjera stoga jasno da u slučaju šoka ulaznog troška, povećanje jedinične dobiti i njegov doprinos inflaciji mogu biti u suglasju s konstantnom maržom te time i nepromijenjenim određivanjem cijene. Oni pokazuju i da marža mora pasti ako jedinična dobit ostaje ista u uvjetima šoka ulaznog troška.

Tablica A

Stilizirani primjer kretanja pokazatelja dobiti kao odgovor na šok ulaznog troška

pokazatelji iz nacionalnih računa	inicijalno razdoblje (t0)	prvi slučaj		drugi slučaj	
		pretpostavka konstantne marže		bez pretpostavke konstantne marže	
		t1	% promjene t0 u t1	t1	% promjene t0 u t1
marža u odnosu na ukupne troškove	20 %	20 %	0 %	15 %	-25 %
realne jedinice	100	100	0 %	100	0 %
intermedijarni troškovi	6.000	10.000	67 %	10.000	67 %
troškovi rada	6.000	6.000	0 %	6.000	0 %
ukupni troškovi = intermedijarni troškovi + troškovi rada	12.000	16.000	33 %	16.000	33 %
dobit	2.400	3.200	33 %	2.400	0 %
nominalna bruto vrijednost proizvodnje = ukupni troškovi + dobit	14.400	19.200	33 %	18.400	28 %
jedinična dobit = dobit / realne jedinice	24	32	33 %	24	0 %
cijena = nominalna bruto vrijednost proizvodnje / realne jedinice	144	192	33 %	184	28 %
udio dobiti = dobit / (dobit + troškovi rada)	29 %	35 %	22 %	29 %	0 %
udio dobiti = dobit / nominalna bruto vrijednost proizvodnje	17 %	17 %	0 %	13 %	-22 %

Izvor: ESB

Napomena: U prvom slučaju pretpostavlja se da marža na ukupne troškove ostaje konstantna a u drugom slučaju se izračun marže zasniva na pretpostavci da cijena odražava samo dodatne ulazne troškove a ne dodatnu dobit.

Slično tomu, u situaciji snažnog rasta ulaznih troškova, nepromijenjene bruto profitne marže u računima poduzeća mogu biti u suglasju i s povećanim inflatornim pritiscima dobiti. Kao što je prethodno navedeno, bruto profitna marža koja se definira kao bruto dobit podijeljena s prometom uobičajeni je pokazatelj profitne marže koji se može dobiti iz računa poduzeća. Bez obzira na razlike u pogledu temeljnih koncepata i izvora podataka, bruto profitna marža općenito se može smatrati pandanom udjelu dobiti (koji se definira kao omjer dobiti i nominalne bruto vrijednosti proizvodnje) u nacionalnim računima. Na temelju toga se iz Tablice A može zaključiti da je bruto profitna marža nepromijenjena u prvom slučaju (gdje je marža konstantna) i ta nepromijenjena bruto profitna marža u suglasju je s povećanjem jedinične dobiti i inflatornim pritiscima dobiti. U drugom se slučaju (gdje se samo povećani ulazni troškovi odražavaju u cijeni a jedinična dobit ostaje nepromijenjena), bruto profitna marža smanjuje a bruto dobit je nepromijenjena dok se promet povećava.

Sveukupno gledano, jedinična dobit snažno je rasla posljednjih tromjesečja i dala je vidljiv doprinos domaćim cjenovnim pritiscima u europodručju, no od

nje se očekuje da služi kao zaštita od prijenosa povećanih troškova rada.

Snažni rast odnosi se ne samo na široki pokazatelj jedinične dobiti koji se zasniva na bruto operativnom višku i mješovitom dohotku već i na uže definirane pokazatelje dobiti iz nacionalnih računa koji su uže povezani s poslovnom dobiti. U kontekstu snažnog rasta intermedijarnih ulaznih troškova, ova slika dinamičnih kretanja jedinične dobiti i utjecaja na rast inflacije slaže se s uglavnom nepromijenjenim maržama i bruto profitnim maržama iz računa poduzeća. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, popuštanje potisnute potražnje potaknute pandemijom, smanjenje problema uskih grla u opskrbnim lancima i ublažavanje utjecaja zaoštavanja monetarne politike trebali bi značiti da će poduzeća biti pod većim pritiskom da apsorbiraju snažni rast plaća i posljedični rast jediničnih troškova rada pomoću jedinične dobiti.

4. Kretanje udjela plaća u europodručju od početka pandemije

Priredili: Katalin Bodnár i Matthias Mohr

Nedavna kretanja gospodarske aktivnosti i snažan rast inflacije pokrenuli su pitanja o distribuciji dohotka između činitelja proizvodnje, odnosno rada i kapitala.

Udio plaća mjera je koja može obuhvatiti dio spomenutih aspekata distribucije. Navedena mjera pokazuje udio nominalnoga domaćeg dohotka koji se odnosi na rad. U ovom okviru izračunata je kao ukupna naknada zaposlenima korigirana za udio samozaposlenih i podijeljena bruto nominalnom dodanom vrijednošću.¹ Udio plaća usko je povezan s profitnim maržama.² Kretanje udjela plaća odražava dugoročne strukturne pokretače poput tehnoloških promjena, globalizacije, sektorske preraspodjele i institucionalnih značajka (uključujući regulativu koja se odnosi na tržište rada i proizvoda i (minimalne) okvire određivanja plaća) i srednjoročnije pokretače poslovnog ciklusa, kao što su pooštavanje uvjeta na tržištu rada i pregovaračka moć radnika.³ Udio plaća može, putem učinaka na cijene u drugom krugu, biti važan pokazatelj inflacijskih pritisaka.

Udio plaća u europodručju smanjio se od početka ruske ratne agresije na Ukrajinu nakon određene kolebljivosti tijekom pandemije bolesti COVID-19 (Grafikon A).

Udio plaća iznosio je malo više od 62 % na kraju 2019., što je razina blizu dugoročnog prosjeka. Nakon početka pandemije snažno je porastao na razinu iznad 65 % u drugom tromjesečju 2020. Spomenuti rast odražava razdvajanje povećanja dodane vrijednosti i porasta naknada zbog raširene primjene programa za očuvanje radnih mjesta. U vrijeme ograničenja povezanih s pandemijom proizvodnja je pala, a zaposlenici su radili manje sati nego inače. Međutim, u skladu s programima za očuvanje radnih mjesta zadržali su svoje radne odnose, a država ili poslodavci djelomično su im nadoknadili gubitak dohotka od rada. Značajan dio tih

¹ Pod korekcijom za samozaposlene u brojniku podrazumijeva se da samozaposlena osoba u prosjeku zarađuje isti dohodak od rada kao zaposlena osoba u odgovarajućem sektoru. Nazivnik „bruto nominalna dodana vrijednost” sastoji se od zbroja domaćih faktorskih dohodaka (naknade zaposlenima, bruto operativnog viška i mješovitog dohotka), potrošnje fiksnoga kapitala (ili deprecijacije) i „ostalih poreza umanjenih za subvencije na proizvodnju”. Jednak je „bruto domaćem proizvodu po osnovnim cijenama”. Navedeni poslovni sektori odnose se na sektore djelatnosti prema klasifikaciji NACE, uključujući sektor javnih usluga. Taj sektor obuhvaća javnu upravu, obranu, obrazovanje i zdravstvo. Udio plaća u institucionalnom državnom sektoru po definiciji iznosi 100 % zbog toga što se državne usluge ne prodaju ili se u vrlo maloj mjeri prodaju na tržištu, pa nije moguće izračunati udio plaća institucionalnoga državnog sektora.

² Više pojedinosti o nedavnom kretanju profitnih marža vidi u okviru pod naslovom „[Kako je jedinična dobit pridonijela nedavnom jačanju domaćih cjenovnih pritisaka u europodručju?](#)” u ovom broju Ekonomskog biltena.

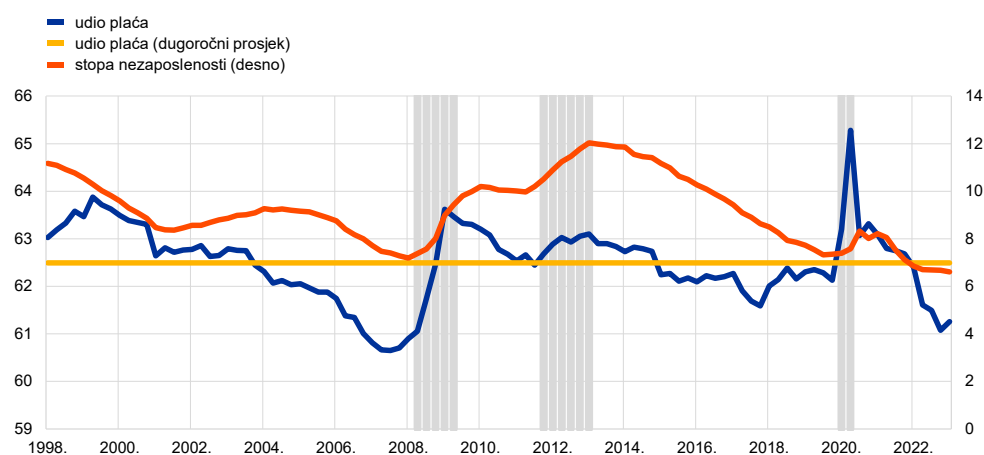
³ Vidi, primjerice, Guschanski, A. i Onaran, Ö., „The decline in the wage share: falling bargaining power of labour or technological progress? Industry-level evidence from the OECD”, *Socio-Economic Review*, sv. 20, br. 3, srpanj 2022., str. 1091. – 1124. i Velasquez, A., „[Production Technology, Market Power, and the Decline of the Labor Share](#)”, *IMF Working Paper*, br. 23/32, Međunarodni monetarni fond, veljača 2023.

isplata u nacionalnim se računima bilježio kao dohodak od plaća.⁴ Stoga je smanjenje ukupnih naknada zaposlenima bilo manje od smanjenja bruto dodane vrijednosti. Programi za očuvanje radnih mjesta većinom su ukinuti do početka 2022. zbog ubrzanja gospodarske aktivnosti te se udio plaća smanjio približno do razine zabilježene u razdoblju prije pandemije. Nakon toga nastavio je padati do kraja 2022. i iznosio je malo više od 61 % u posljednjem tromjesečju 2022. U prvom tromjesečju 2023. blago se povećao, no i dalje je bio na razini nižoj od dugoročnog prosjeka i oko 0,9 postotnih bodova nižoj od razine zabilježene u četvrtom tromjesečju 2019.

Grafikon A

Udio plaća i stopa nezaposlenosti u europodručju

(lijevo: postotci bruto nominalne dodane vrijednosti, desno: postotci radne snage)



Izvori: Eurostat, Mreža za poslovne cikluse europodručja (engl. *Euro Area Business Cycle Network*) – EABCN i izračun zaposlenika ESB-a

Napomene: Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2023. Dugoročni prosjek udjela plaća izračunat za razdoblje od kraja 2019. Osjenčana područja označavaju epizode recesije koje je datirao EABCN. Tehnička recesija na prijelazu godine nije označena na grafikonu u skladu s procjenom Odbora za datiranje poslovnih ciklusa Centra za istraživanja na području ekonomskih politika (CEPR) i EABCN-a od 27. ožujka 2023.

Općeprihvaćena je činjenica da udio plaća slijedi protuciklički obrazac: na početku recesije povećava se, a opada kad započne oporavak.

To je vidljivo iz Grafikona A, u kojem stopa nezaposlenosti (koja je također protuciklička) može poslužiti kao približna vrijednost za poslovni ciklus. Grafikon usto prikazuje recesije u europodručju. Protucikličnost udjela plaća uzrokovana je različitim pomacima u odgovoru dobiti i plaća na gospodarske šokove. Na početku recesije dobit obično najviše pridonosi smanjenju dohotka, zbog čega se udio plaće povećava. Kad dođe do oporavka, dobit se snažno oporavi, što dovodi do pada udjela plaća.⁵ Tako se i tijekom financijske krize 2008. i krize u europodručju od 2010. do 2012. udio plaća u pregrijanom gospodarstvu nalazio na niskoj razini, nakon čega je snažno porastao u dvije recesijske faze pretpandemijskog razdoblja, pri čemu je odražavao pad dobiti i zadržavanje radne snage, i naposljetku opet se usporio tijekom oporavka. Povećao

⁴ Vidi članak pod naslovom „[Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#)“, *Ekonomski bilten*, br. 8, ESB, 2022., okvir od naslovom „Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic“ u članku pod naslovom „[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)“, *Ekonomski bilten*, br. 8, ESB, 2020. i okvir pod naslovom „[Short-time work schemes and their effects on wages and disposable income](#)“, *Ekonomski bilten*, br. 4, ESB, 2020.

⁵ Vidi „The Labor Share in Europe and the United States during and after the Great Recession“, *World Economic Outlook*, Međunarodni monetarni fond, travanj 2012, str. 36. – 37.

se i na početku krize povezane s pandemijom bolesti COVID-19 i potom snažnog rasta cijena energije, no te su epizode bile drugačije naravi: dok su tijekom financijske krize primarni šokovi većinom bili na strani potražnje, pri čemu su ograničavali dobit, gospodarstvo je sad pogodio niz šokova na strani ponude. Premda su uvjeti na tržištu rada pooštreni, a nezaposlenost trenutačno niža nego prije i tijekom financijske krize (zbog čega se može očekivati jačanje pregovaračke moći radnika), trenutačno je okružje ispalo povoljnije za povećanja profitnih marža.

Smanjenje udjela plaća od početka 2022. najizraženije je bilo u industriji i građevinarstvu, a udio se povećao u privatnim i javnim uslugama u kojima je blizak fizički kontakt manje prisutan. Ne uzimajući u obzir kolebljivost uzrokovanu pandemijom, udio plaća u posljednjim navedenim sektorima povećao se do razine koja je bila viša od one na koju su upućivali trendovi povećavanja u tim sektorima u razdoblju prije pandemije (Grafikon B).⁶ U oba sektora vjerojatno je da povećanje odražava nedavni snažan rast plaća. Tržišni sektori djelatnosti u kojima je blizak fizički kontakt manje prisutan prvenstveno pružaju usluge drugim poduzećima, uključujući industriju. Povećanje udjela plaća u tim sektorima (prije i nakon pandemije) može se djelomično povezati sa smanjenjem udjela plaća u industrijskom sektoru i odražavati proces eksternalizacije poduzećima specijaliziranim za usluge, posebice visoko plaćenih poslova povezanih sa stručnim uslugama (kao što su računovodstvene i pravne usluge). Moguće je da je ubrzanje digitalizacije, do kojeg je došlo od početka razdoblja pandemije i koje zahtijeva veći udio više kvalificiranih i bolje plaćenih zaposlenika, dodatno ubrzalo takva kretanja.⁷ Kod usluga u kojima je prisutniji blizak fizički kontakt – prije svega u trgovini, prijevozu i djelatnosti pružanja smještaja – vidljivo je smanjenje udjela plaća početkom 2022., no u posljednje je vrijeme došlo do obrata tog trenda, dok je u industriji i građevinarstvu prisutan jasniji dugotrajni trend pada. Neka od nedavnih smanjenja možda odražavaju manjak radne snage do kojeg je došlo nakon pandemije. Moguće je da su poslodavci prisiljeni na to reagirati popunjavanjem radnih mjesta manje kvalificiranim i niže plaćenim radnicima. Povećanje udjela imigrantskih radnika (koji obično primaju niže plaće od lokalnih radnika) u zaposlenosti u europodručju, sa 7,9 % u četvrtom tromjesečju 2019. na 8,6 % u posljednjem tromjesečju 2022., također je možda pridonijelo ukupnom smanjenju udjela plaća.

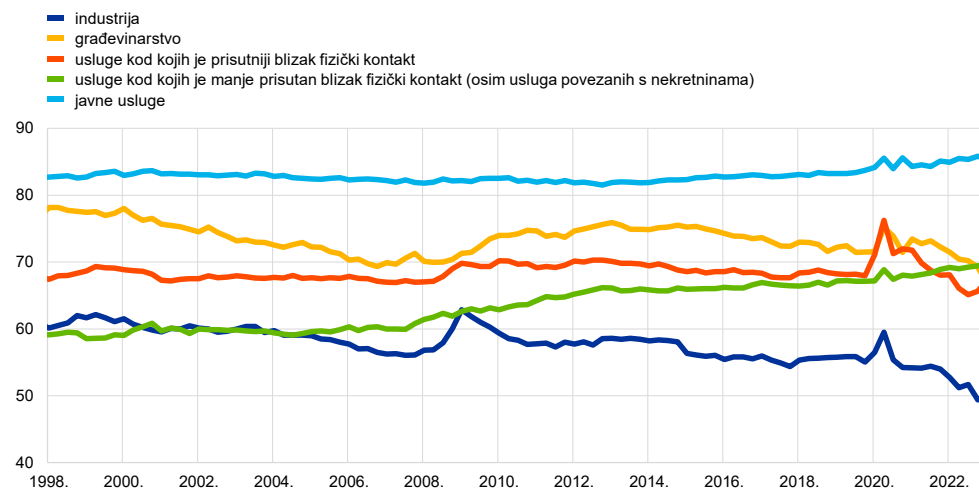
⁶ Samo u tržišnom gospodarstvu, tj. isključujući javne usluge, udio plaća pao je za 1,2 postotna boda od četvrtog tromjesečja 2019. Između četvrtog tromjesečja 2019. i prvog tromjesečja 2023. naknada po zaposlenom u javnom sektoru povećala se za 9,5 %, a u sektorima djelatnosti u kojima je blizak fizički kontakt manje prisutan za 12,4 %, dok je u ukupnom gospodarstvu porasla za 11,3 %. U tim se širokim sektorima također snažno povećao broj zaposlenih, za 4,8 % odnosno 6,1 %, dok je u ukupnom gospodarstvu porastao za 3,1 %.

⁷ Za empirijske dokaze eksternalizacije usluga vidi: Baker, P., Foster-McGregor, N., Koenen, J., Leitner, S. M., Schricker, J., Stehrer, R., Strobel, T., Vermeulen, J., Vieweg, H.-G. i Yagafarova, A., „[The Relation between Industry and Services in Terms of Productivity and Value Creation](#)”, *wiiw Research Report*, br. 404, Bečki institut za međunarodne ekonomske studije, srpanj 2015.; Falk, M. i Peng, F., „The increasing service intensity of European manufacturing”, *The Service Industries Journal*, izd. 33(15-16), 2013., str. 1686. – 1706. i Schettkat, R. i Yocarini, L., „The shift to services employment: A review of the literature”, *Structural Change and Economic Dynamics*, 17(2), 2006., str. 127. – 147. Za općenite mješovite empirijske dokaze dugoročnih učinaka digitalizacije i automatizacije na plaće i udio plaća, koji se doimaju uvelike posredovani strukturom gospodarstva i njegovih institucija povezanih s tržištem rada vidi područje rada povezano s digitalizacijom, „[Digitalisation: channels, impacts and implications for monetary policy in the euro area](#)”, *Occasional Paper Series*, br. 266, ESB, rujan 2021.

Grafikon B

Udio plaća u glavnim gospodarskim podsektorima u europodručju

(postotci bruto dodane vrijednosti)



Izvori: Eurostat i izračun zaposlenika ESB-a

Napomene: Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2023. Usluge kod kojih je prisutniji bliski fizički kontakt obuhvaćaju trgovinu, prijevoz, djelatnost pružanja smještaja i ostale usluge. Usluge u kojima je fizički kontakt manje prisutan obuhvaćaju informacije i komunikacije, financije i osiguranje te stručne i administrativne usluge.

Pomaci u gospodarskoj aktivnosti među sektorima nisu igrali ulogu u nedavnom smanjenju agregatnog udjela plaća vidljivog u europodručju.

Promjene u agregatnom udjelu plaća mogu biti rezultat promjena unutar sektora kad sektori s tradicionalno nižim (ili višim) udjelom plaća daju veći doprinos ukupnoj dodanoj vrijednosti. Međutim, iz analize udjela pomaka (engl. *shift-share analysis*) vidljivo je da pomak pondera dodane vrijednosti među glavnim sektorima prema sektorima s manjim udjelom plaća tek skromno pridonosi padu udjela plaća – za –0,1 postotni bod. Smanjenje se pak uglavnom može objasniti smanjenjima unutar podsektora, koji su ukupnom padu udjela plaća od posljednjeg tromjesečja 2019. pridonijeli s –0,6 postotnih bodova.⁸

Pad realnih potrošačkih plaća odražava niži udio plaća i pogoršanje trgovinskih uvjeta, ali utjecaj pada realnih plaća na dohodak kućanstava djelomično su ublažile mjere fiskalne potpore.

Realne potrošačke plaće počele su padati od početka rata u Ukrajini, što upućuje na to da su radnici apsorbirali dio nedavnog šoka u trgovinskim uvjetima i njegov učinak na inflaciju potrošačkih cijena. U prvom tromjesečju 2023. realne su se plaće djelomično oporavile. Iako je raščlamba realnih plaća na udio plaća, trgovinske uvjete i rast produktivnosti mehanička i ne uzima u obzir endogenost spomenutih kretanja (primjerice, između udjela plaća i rasta produktivnosti), ona ipak pokazuje preklapanje kretanja u udjelu plaća i rastu realnih plaća u posljednjim tromjesečjima. To s jedne strane odražava postupne pregovore o plaćama, što znači da je prilagodba plaća sporija od prilagodbe cijena i dobiti. S druge strane, neke su državne mjere potpore, koje su u

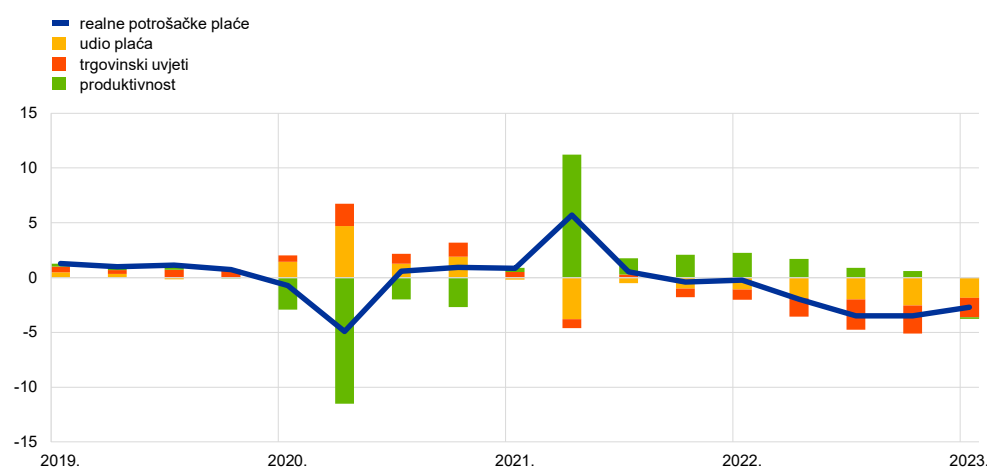
⁸ Dodatni negativni doprinos od otprilike –0,2 postotna boda dala je rezidualna komponenta koja odražava negativnu korelaciju između sektorskih razina udjela plaća i odgovarajućih promjena. Izračun slijedi analizu udjela pomaka produktivnosti u radu Denis, C., McMorrow, K. i Röger, W., „An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)”, *European Economy – Economic Papers*, br. 208, Europska komisija, srpanj 2004., str. 78.

europodručju 2022. iznosile 1,9 % BDP-a, ograničile utjecaj visoke inflacije (prije svega cijena energije) na kućanstva s niskim dohotkom i ublažile utjecaj pada realnih plaća na dohodak.⁹ Takve su potpore pomogle suzbiti kolebljivost realnoga gospodarstva i utjecaj visoke inflacije. Zbog toga je ocjena stvarne promjene na distribuciju dohotka zasnovana na smanjenju udjela plaća vjerojatno pretjerana. Rast nominalnih plaća jača s padom ukupne inflacije, a očekuje se da će dobit apsorbirati posljedični rast jediničnih troškova rada te će se udio plaća nastaviti oporavljati do razine približne dugoročnom prosjeku iz razdoblja prije pandemije.¹⁰

Grafikon C

Udio plaća i realne potrošačke plaće u europodručju

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



Izvori: Eurostat i izračun zaposlenika ESB-a

Napomene: Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2023. „Trgovinski uvjeti“ ovdje su definirani kao omjer deflatora dodane vrijednosti i deflatora privatne potrošnje. Drugospomenuti obuhvaća cijene uvozne robe i usluga, dok ih deflator dodane vrijednosti ne obuhvaća.

⁹ Vidi okvir pod naslovom „Tko snosi troškove? Neujednačen učinak nedavnog šoka cijena energije“, *Ekonomski bilten*, br. 2, ESB, 2023. i okvir pod naslovom „Nove informacije o odgovorima fiskalne politike na energetska krizu i visoku inflaciju“, *Ekonomski bilten*, br. 2, ESB, 2023.

¹⁰ Vidi okvir pod naslovom „Kako je jedinična dobit pridonijela nedavnom jačanju domaćih cjenovnih pritisaka u europodručju?“ u ovom broju *Ekonomskog biltena*.

5. Očekivanja poduzeća povezana s prodajnim cijenama – dokazi iz ankete o pristupu financiranju poduzeća u europodručju (SAFE)

Priredili: Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund i Erzsebet Judit Rariga

U ovom se okviru istražuju očekivanja poduzeća povezana s prodajnim cijenama u razdoblju između travnja 2023. i travnja 2024., pri čemu je u središte stavljena heterogenost između maloprodajnih i nemaloprodajnih sektora. Posljednja anketa o pristupanju financiranju poduzeća (SAFE), koja je provedena između 6. ožujka i 14. travnja 2023., obuhvaćala je dva *ad hoc* pitanja o subjektivnim očekivanjima poduzeća povezanima s promjenama (a) njihovih prodajnih cijena i (b) plaća njihovih trenutnih zaposlenika u sljedećih 12 mjeseci.¹ Ovaj se okvir bavi samo očekivanjima poduzeća povezanima s njihovim prodajnim cijenama. Budući da anketa SAFE obuhvaća poduzeća čija je prodaja usmjerena i na druga poduzeća i na potrošače, njihova prosječna očekivanja u odnosu na prodajne cijene mješavina su proizvođačkih i potrošačkih cijena. Poduzeća su stoga raspodijeljena u dva široka sektora, odnosno u maloprodajni sektor i nemaloprodajni sektor, u skladu s njihovom industrijskom klasifikacijom NACE.² Razlog je za to nastojanje da se napravi razlika između poduzeća koja prodaju intermedijarne i gotove proizvode drugim poduzećima i onih koja takve proizvode prodaju krajnjim potrošačima.³

Poduzeća europodručja u prosjeku očekuju da će se njihove prodajne cijene povećati za 6,1 % u sljedećih 12 mjeseci, pri čemu očekuju da će do većeg povećanja doći u maloprodajnom sektoru (Grafikon A).⁴ Prema klasifikaciji NACE poduzeća u maloprodajnom sektoru i ostalim sektorima čija je prodaja

¹ Više pojedinosti o očekivanjima poduzeća u odnosu na plaće vidi u Okviru 1. „Ad hoc questions – Firms' expectations about selling prices and wages” u izvještaju o 28. krugu ankete SAFE (listopad 2022. – ožujak 2023.).

² „Statistička klasifikacija ekonomskih djelatnosti u Europskoj zajednici”, skraćeno NACE, klasifikacija je ekonomskih djelatnosti u Europskoj uniji.

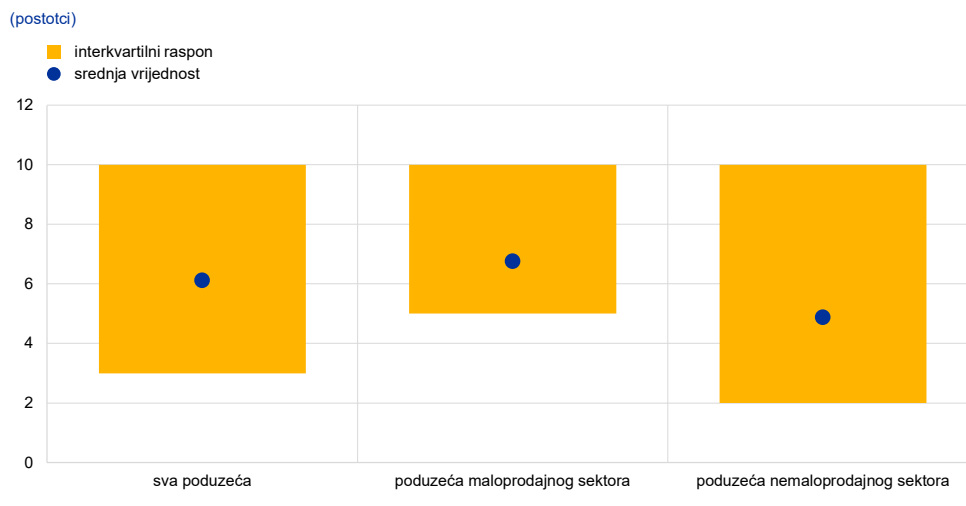
³ Skupina „poduzeća maloprodajnog sektora” obuhvaćaju poduzeća koja posluju uglavnom u sektorima maloprodaje, prodaje automobila, putničkog prijevoza te djelatnosti pružanja smještaja i pripreme i usluživanja hrane, koji izravno ulaze u harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HIPC). Poduzeća u skupini „nemaloprodajni sektor” uglavnom posluju u prerađivačkom sektoru i sektoru građevinarstva. Ova skupina detaljnije odražava intermedijarne proizvode ili gotove proizvode koji su manje izravno povezani s potrošačima/maloprodajom. Iako se istraživanje usredotočuje na poduzeća u sektorima relevantna za HIPC, uzorak ne odražava nužno cjelokupni sastav košarice za izračun HIPC-a. Stoga se ovdje navedena očekivanja poduzeća povezana s njihovim budućim prodajnim cijenama ne mogu izravno uspoređivati s najčešćim mjerama očekivane inflacije potrošačkih cijena iz tri razloga. Prvo, iako su poduzeća maloprodajnog sektora u ovom radu definirana kao poduzeća u industrijama koje se uzimaju u obzir prilikom izračuna HIPC-a, ta ista poduzeća možda su uključena i u veleprodaju, u kojem slučaju njihove cijene više odražavaju proizvođačke cijene. Drugo, nekoliko poduzeća prodaje intermedijarne proizvode umjesto gotovih proizvoda, a samo se gotovi proizvodi odražavaju u HIPC-u. Treće, odgovori se odnose na vlastite cijene poduzeća, a ne na agregatni indeks cijena. Detaljni su podatci o sektorima dobiveni povezivanjem pojedinačnih anketnih odgovora i financijskih izvještaja poduzeća iz baze podataka Orbis pružatelja Bureau Van Dijk, analiza je provedena na podskupu koji obuhvaća 5829 od 10 983 anketirana poduzeća.

⁴ Ponderirani prosjeci računaju se isključivanjem opažanja ispod prvog percentila i iznad 99. percentila distribucija po zemljama. Medijan očekivanja u odnosu na promjene cijena i plaća iznosi točno 5 % promatrano po svim kategorijama veličine.

uglavnom usmjerena na krajnje potrošače u prosjeku su navodila znatno više očekivane prodajne cijene (6,8 %) u sljedećih 12 mjeseci u usporedbi s poduzećima u nemaloprodajnim djelatnostima (4,9 %) te je distribucija bila manje raspršena.

Grafikon A

Promjene prosječne očekivane prodajne cijene u sljedećih 12 mjeseci



Izvori: ESB i anketa SAFE Europske komisije

Napomene: Prosječna očekivanja povezana s prodajnim cijenama u sljedećih 12 mjeseci u skladu s odgovorima poduzeća u europodručju, zajedno s interkvartilnim rasponima, uključujući anketne ponderi. Statistički podatci izračunati su nakon isključivanja podataka na prvom i 99. percentilu pojedine države. Distribucija za „sva poduzeća“ obuhvaća odgovore za sva poduzeća u anketi SAFE (10 983). Vidi odgovarajuću bilješku za pojedinosti o kategorizaciji poduzeća u poduzeća „maloprodajnog sektora“ i „nemaloprodajnog sektora“. Promjena prosječne očekivane prodajne cijene za poduzorak poduzeća maloprodajnog i nemaloprodajnog sektora u kombinaciji sa skupom podataka Orbis pružatelja Bureau Van Dijk iznosi 5,6 %. Vrijednosti se odnose na 28. krug ankete SAFE (listopad 2022. – ožujak 2023.).

Poduzeća koja su navela da je došlo do nedavnih povećanja ulaznih troškova i troškova financiranja očekuju više prodajne cijene (Grafikon B).

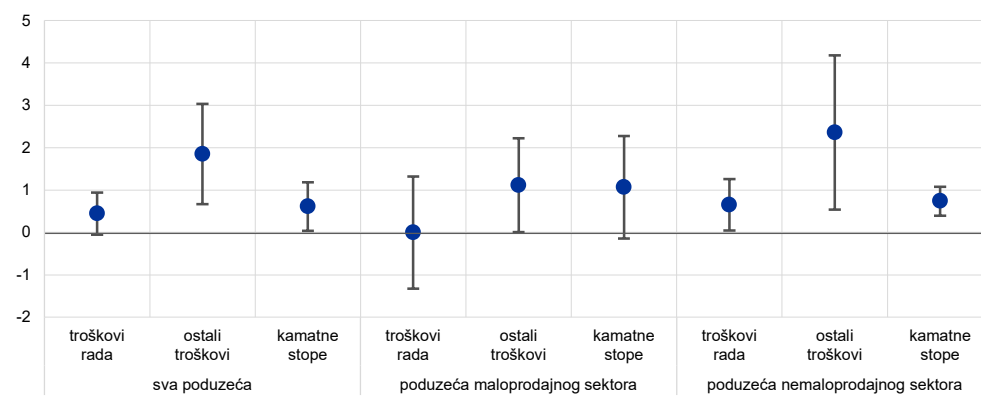
Poduzeća obuhvaćena anketom SAFE odgovaraju na pitanja o tome jesu li se njihovi troškovi rada, ostali ulazni troškovi (većinom povezani sa sirovinama i energijom) i troškovi zaduživanja kod banaka povećali, ostali jednaki ili se smanjili u posljednjih šest mjeseci. Regresije reduciranog oblika koje razmatraju zajednički učinak takvih troškova proizvodnje i financiranja upućuju na to da poduzeća koja su navela da je došlo do povećanja troškova povezanih sa sirovinama i energijom u razdoblju od listopada 2022. do ožujka 2023. očekuju da će njihove prodajne cijene u sljedećih 12 mjeseci porasti za oko 2 postotna boda više od cijena poduzeća koja su navela da im se ulazni troškovi nisu promijenili ili da su se smanjili. Otprije prijavljena povećanja troškova energije i sirovina relevantna su za buduće prodajne cijene poduzeća i u maloprodajnom i u nemaloprodajnom sektoru, no učinak je veći kod nemaloprodajnih poduzeća. Jedno bi objašnjenje moglo biti da nemaloprodajna poduzeća uglavnom posluju u prerađivačkom sektoru, u kojem energija i ostali ulazni troškovi čine veći udio u ukupnim troškovima nego u maloprodaji. Osim toga, poduzeća u nemaloprodajnom sektoru koja su prije prijavila povećanja troškova rada i kamatnih troškova očekuju da će doći do porasta njihovih prodajnih cijena u sljedećoj godini. Procjene reduciranog oblika povezane s utjecajem kamatnih stopa u skladu su s pojavom troškovnoga kanala prijenosa monetarne politike kroz koji promjene kamatnih stopa utječu na ponašanje poduzeća pri određivanju cijena i

kretanja inflacije putem povećanja realnih graničnih troškova.⁵ Istodobno takva regresija reduciranog oblika na razini poduzeća ne uspijeva obuhvatiti ukupni nepovoljan utjecaj viših kamatnih stopa na inflaciju tradicionalnim kanalom prijenosa monetarne politike koji se odnosi na agregatnu potražnju.

Grafikon B

Očekivane prodajne cijene i raniji troškovi proizvodnje i financiranja

(postotni bodovi)



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

Napomene: Grafikon prikazuje koeficijente dobivene regresijom promjene očekivanih cijena u odnosu na promjene troškova rada, ostalih troškova (sirovina i energije) i razinu kamatnih stopa. Varijable na desnoj strani u regresiji dobivaju vrijednost 1 ako su poduzeća navela povećanje troškova rada, drugih troškova ili razinu kamatnih stopa u razdoblju između listopada 2022. i ožujka 2023. Regresije obuhvaćaju fiksne učinke na razini države i poduzeća. Linije iznad i ispod točaka predstavljaju intervale pouzdanosti od 90 % na temelju grupiranih standardnih pogrešaka po zemlji. Vidi odgovarajuću bilješku za pojedinosti o kategorijama „sva poduzeća“, „poduzeća maloprodajnog sektora“ i „poduzeća nemaloprodajnog sektora“. Vrijednosti se odnose na 28. krug ankete SAFE (listopad 2022. – ožujak 2023.).

Očekivana povećanja prodajnih cijena viša su kod poduzeća koja očekuju povećanje prometa i u maloprodajnom i u nemaloprodajnom sektoru

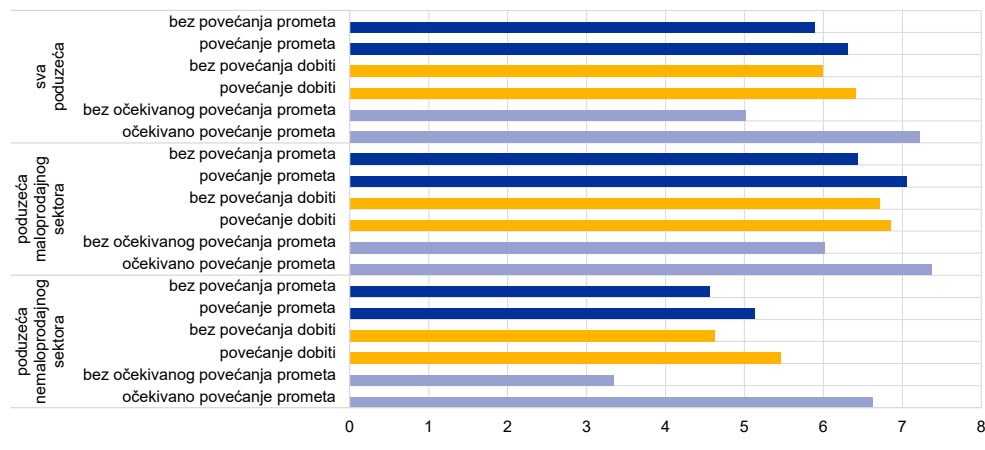
(Grafikon C). U svojim odgovorima u anketi SAFE poduzeća također navode jesu li se njihov promet i dobit u posljednjih šest mjeseci te njihov očekivani promet u sljedećih šest mjeseci povećali, ostali jednaki ili smanjili. Kod svih poduzeća u uzorku i pri raščlambi poduzeća po sektorima prijašnja povećanja prometa i dobiti nisu povezana s poduzećima koja su prijavila značajnu razliku u očekivanim prodajnim cijenama. Poduzeća u oba sektora navodila su značajno više očekivane prodajne cijene ako su također prijavila da u sljedećih šest mjeseci očekuju viši promet. To bi moglo značiti da je izglednije da će poduzeća koja nakon ponovnog otvaranja gospodarstva očekuju povećanu potražnju za svojim proizvodima i uslugama u nadolazećem razdoblju povećati cijene. Očekivani budući porast prodajnih cijena i prometa može također biti potaknut ulaznim troškovima višima od očekivanih.

⁵ Vidi, primjerice, Ravenna, F. i Walsch, C. E., „Optimal Monetary Policy with the Cost Channel“, *Journal of Monetary Economics*, sv. 53, br. 2, ožujak 2006., str. 199. – 216.

Grafikon C

Očekivanja povezana s prodajnim cijenama u odnosu na promet i dobit

(postotci)



Izvori: ESB i anketa SAFE Europske komisije

Napomene: Prosječna očekivanja povezana s prodajnim cijenama u sljedećih 12 mjeseci u skladu s odgovorima poduzeća u europodručju za poduzeća koja su prijavila povećanje prometa/dobiti ili smanjenje/izostanak promjene prometa/dobiti u posljednjih šest mjeseci i poduzeća koja su prijavila povećanje ili smanjenje/izostanak promjene očekivanog prometa u sljedećih šest mjeseci, uz primjenu anketnih pondera. Prosječna očekivanja povezana s prodajnim cijenama izračunata su nakon isključivanja podataka na prvom i 99. percentilu pojedine države. Distribucija za „sva poduzeća“ obuhvaća odgovore za sva poduzeća u anketi (10 983). Vidi odgovarajuću bilješku za pojedinosti o kategorizaciji poduzeća u poduzeća „maloprodajnog sektora“ i „nemaloprodajnog sektora“. Vrijednosti se odnose na 28. krug ankete SAFE (listopad 2022. – ožujak 2023.).

Prerađivačka poduzeća u industrijama i zemljama koje su prijavile veće prethodne poraste proizvođačkih cijena očekuju manje povećanje prodajnih cijena u sljedećih 12 mjeseci (Grafikon D). Poduzeća u prerađivačkom sektoru (za koje su podatci o proizvođačkim cijenama dostupni na razini zemlje i industrije) pokazuju značajnu heterogenost u prodajnim cijenama koje očekuju. Poduzeća koja su u trećem tromjesečju 2022. prijavila povećanja proizvođačkih cijena iznad medijana očekuju povećanje od oko 3,4 % (za treći kvartil distribucije inflacije proizvođačkih cijena) i 2 % (za četvrti kvartil), što je prilično manje od prosječne očekivane prodajne cijene.⁶ Poduzeća u industrijama koje su prije prijavile povećanja proizvođačkih cijena ispod medijana u sljedećoj godini očekuju više prodajne cijene (za oko 5,5 %). S obzirom na to da prerađivački sektori uglavnom prodaju intermedijarne ulazne resurse drugim sektorima, spomenuta heterogenost može pomoći pri razumijevanju prijenosa proizvođačkih cijena na potrošačke cijene.⁷ Opaženo ponašanje poduzeća pri određivanju cijena može biti u skladu s modelima određivanja cijena ovisnih o stanju na tržištu kod kojih se vjerojatnost prilagodbe cijena povećava s neusklađenošću cijena.⁸

⁶ Na temelju tromjesečnih podataka na razini države prema dvoznamenkastoj bročanoj oznaci u skladu s klasifikacijom NACE Rev. 2 medijan indeksa proizvođačkih cijena za treće tromjesečje 2022. iznosi oko 13 %.

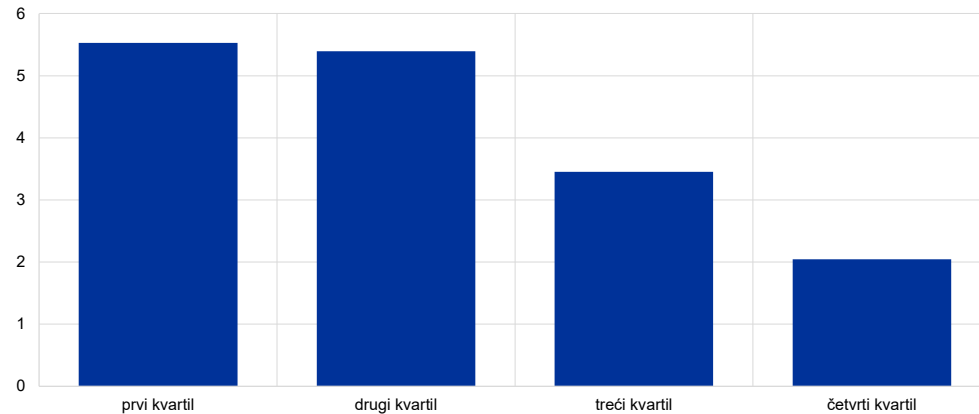
⁷ Vidi također Okvir 3. „Kako je jedinična dobit pridonijela nedavnom jačanju domaćih cjenovnih pritisaka u europodručju?“ u ovom broju Ekonomskog biltena za daljnju analizu doprinosa jedinične dobiti domaćim cjenovnim pritiscima u europodručju.

⁸ Karadi, P., Schoenle, R. i Wursten, J., „Measuring price selection in microdata: it's not there“, *Working Paper Series*, br. 2566, ESB, lipanj 2021.

Grafikon D

Očekivanja povezana s prodajnim cijenama po kvartilima prijašnjih povećanja proizvođačkih cijena

(postotci)



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

Napomene: Očekivane promjene prodajnih cijena za poduzeća u prerađivačkom sektoru. Grafikon prikazuje prosječne očekivane prodajne cijene u sljedećih 12 mjeseci po kvartilima povećanja proizvođačkih cijena u trećem tromjesečju 2022. Indeks proizvođačkih cijena definira se kao postotna promjena u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Za poduzeća u prvom kvartilu indeks potrošačkih cijena na razini države prema bročanoj oznaci u skladu s klasifikacijom NACE Rev. 2 iznosi između -4,4 % i 8 %, za poduzeća u drugom kvartilu između 8 % i 13 %, za poduzeća u trećem kvartilu između 13 % i 18 % i za poduzeća u četvrtom kvartilu između 18 % i 80 %. Vrijednosti se odnose na 28. krug ankete SAFE (listopad 2022. – ožujak 2023.).

6. Veliko ograničavanje tokova vanjskog financiranja europodručja u 2022. – uvidi iz granularnije statistike platne bilance

Priredili: Lorenz Emter, Mariadolores Schiavone i Martin Schmitz

U ovom se okviru analizira ograničavanje tokova vanjskog financiranja europodručja u 2022., najveće od globalne financijske krize, na osnovi novih raščlamba statistike platne bilance i stanja međunarodnih ulaganja europodručja.¹

Važan događaj u 2022. bila je promjena salda na tekućem računu platne bilance europodručja, kada je zabilježen deficit od 137 mlrd. EUR (–1,0 % BDP-a) nakon suficita od 285 mlrd. EUR (2,3 % BDP-a) u 2021. To je bila dosad najveća zabilježena promjena na godišnjoj razini na tekućem računu platne bilance europodručja.² U istom se razdoblju suficit na financijskom računu platne bilance smanjio s 312 mlrd. EUR na 14 mlrd. EUR u uvjetima snažnog preokreta financijskih tokova europodručja i na strani imovine i na strani obveza. U posljednjih je nekoliko godina analiza financijskog računa postala vrlo složena zbog širenja međunarodnih lanaca za financijsko posredovanje, u čijem su sastavu često nebankovni subjekti koji se nalaze u međunarodnim financijskim centrima.³ Prema preporukama iz međunarodnih statističkih priručnika ESB je izradio nove raščlambe statistike platne bilance i stanja međunarodnih ulaganja europodručja, kako bi olakšao poboljšanu analizu izloženosti rizicima i međusobnu povezanost.⁴

Snažno ograničavanje tokova vanjskog financiranja europodručja u 2022. u najvećoj je mjeri bilo potaknuto kretanjima portfeljnih ulaganja i inozemnih izravnih ulaganja (Grafikon A). Neto transakcije ulagača iz europodručja imovinom izvan europodručja obrnule su smjer u 2022. smanjivši se s višegodišnje najviše razine zabilježene 2021. (neto ulaganje od 1,4 bil. EUR) na neto dezinvestiranje u iznosu od 0,3 bil. EUR u 2022. Taj oštar preokret u financijskim tokovima na strani imovine europodručja uglavnom je bio posljedica kretanja u portfeljima vlasničkih vrijednosnih papira (dionice koje kotiraju na burzi i dionice investicijskih fondova) i portfelja dužničkih vrijednosnih papira. Osim toga, tokovi inozemnih izravnih ulaganja (IIU) znatno su pridonijeli tom ograničavanju nakon razdoblja neuobičajeno visoke

¹ Novi podatci prijavljeni u skladu s izmijenjenom ESB-ovom [Smjernicom ESB/2018/19](#) o vanjskoj statistici sadržavaju dodatne raščlambe prema sektoru rezidenta, zemlji protustranke i dužničkim instrumentima inozemnih izravnih ulaganja. Nove serije trenutačno su dostupne od prvog tromjesečja 2019., a podatci za prethodna razdoblja postat će dostupni tijekom 2024. Dodatne informacije o statistici platne bilance i stanja međunarodnih ulaganja europodručja dostupne su na [mrežnim stranicama ESB-a](#).

² Vidi najnoviju statističku objavu ESB-a [Euro area quarterly balance of payments and international investment position](#).

³ Lane, P. R., „[The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges](#)”, središnji govor na zajedničkoj konferenciji Europske središnje banke, Odbora Irving Fisher i središnje banke Banco de Portugal o temi „Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?”, 17. veljače 2020.; i Coppola, A., Maggiori, M., Neiman, B. i Schreger, J., „[Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens](#)”, *The Quarterly Journal of Economics*, sv. 136(3), 2021., str. 1499 – 1556.

⁴ [Priručnik za sastavljanje platne bilance i stanja međunarodnih ulaganja Međunarodnoga monetarnog fonda, šesto izdanje \(BPM6\)](#). Za najnovije podatke o financijskim transakcijama između sektora europodručja vidi najnoviju statističku objavu ESB-a [Euro area economic and financial developments by institutional sector](#) (osobito Tablicu 1.).

kolebljivosti u posljednjih nekoliko godina.⁵ Slično tome, na strani obveza, ulagači izvan europodručja u 2022. nisu više bili neto kupci imovine iz europodručja kao u 2021. nego neto prodavatelji. Najveće neto dezinvestiranje odnosilo se na IIU, a neto kupnje portfelja vlasničkih vrijednosnih papira europodručja gotovo su potpuno prestale, nakon što su 2021. dosegnule rekordnu razinu. Istodobno su inozemni ulagači smanjili neto prodaje dužničkih vrijednosnih papira europodručja u 2022., što je uslijedilo nakon nekoliko godina snažnog neto dezinvestiranja.⁶ Sveukupno gledano, neto prodaje i imovine i obveza te obrat u financijskim transakcijama 2022. bili su najsnažniji zabilježeni od 2009. U preostalom dijelu ovog okvira detaljnije se razmatraju glavni pokretači ograničavanja: portfeljna ulaganja i IIU.

⁵ Tokovi povezani s inozemnim izravnim ulaganjima tradicionalno su se smatrali najmanje kolebljivom kategorijom međunarodnih kapitalnih tokova. Vidi, primjerice, Eichengreen, B., Gupta, P. i Masetti, O., „[Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And Does the Answer Still Depend on Type?](#)”, *Asian Economic Papers*, sv. 17(1), 2018., str. 22 – 41. Međutim, u posljednjih nekoliko godina snažnu ulogu multinacionalnih poduzeća prati povećana kolebljivost, osobito kada je riječ o malim otvorenim gospodarstvima. Vidi, primjerice, Di Nino, V., Habib, M. i Schmitz, M., „[Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 2, ESB, 2020.

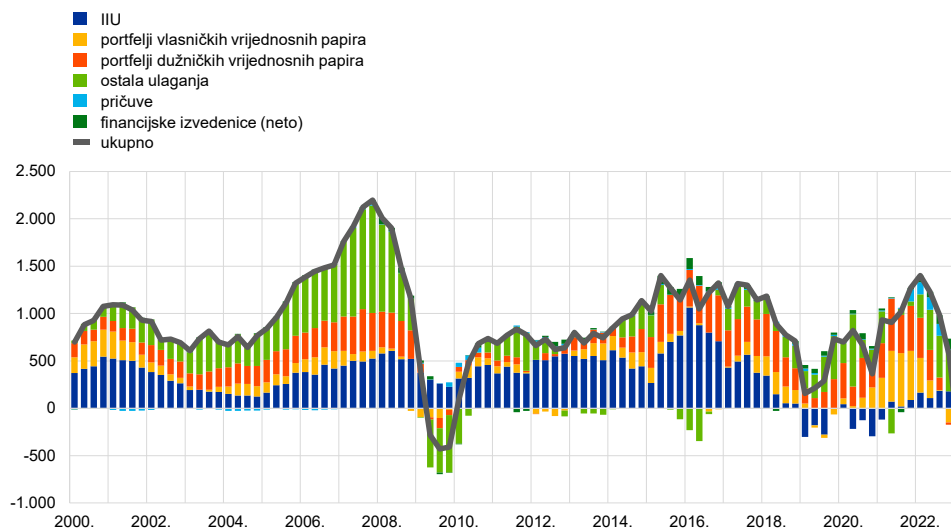
⁶ Transakcije u kategoriji „ostala ulaganja” također su se smanjile u odnosu na visoke pozitivne vrijednosti zabilježene 2022., posebice kad je riječ o strani obveza, uglavnom zbog smanjenja depozita rezidenata izvan europodručja u Eurosustavu.

Grafikon A

Financijski račun europodručja

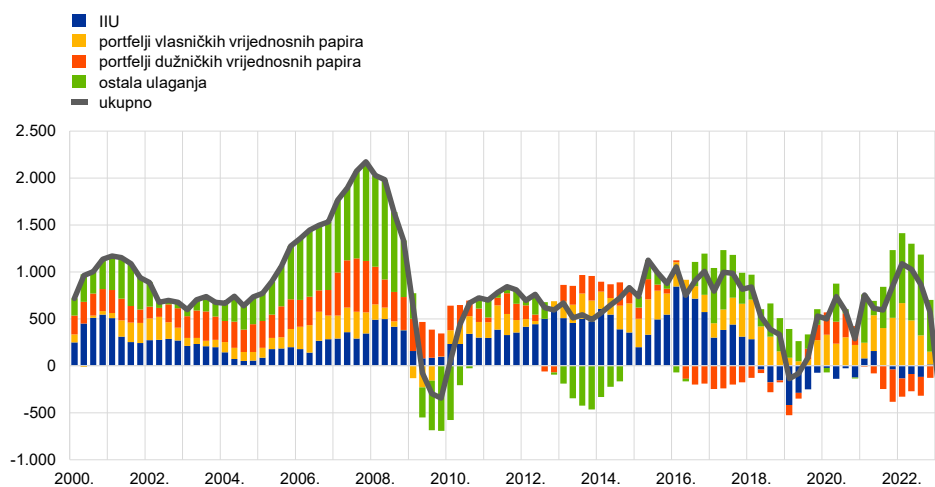
a) imovina

(pomični zbroj četiriju tromjesečja, mlrd. EUR)



b) obveze

(pomični zbroj četiriju tromjesečja, mlrd. EUR)



Izvor: ESB

Napomene: Za imovinu, pozitivan (negativan) broj označava neto kupnje (prodaje) ulagača iz europodručja instrumenata izvan europodručja. Za obveze, pozitivan (negativan) broj označava neto kupnje (prodaje) ulagača izvan europodručja instrumenata iz europodručja. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2022.

Ograničavanje u odnosu na imovinu s osnove portfeljnih ulaganja ulagača iz europodručja u 2022. bilo je uglavnom potaknuto investicijskim fondovima, koji teže procikličkom ulaganju, dok su osiguravajuća društva i mirovinski fondovi donekle neutralizirali obrat u tokovima (Grafikon B). Nove dostupne serije statistike platne bilance i stanja međunarodnih ulaganja europodručja pružaju raščlambu za sektor nebankarskih financijskih posrednika.⁷ Ta raščlamba posebice ilustrira važnost investicijskih fondova europodručja kao imatelja vrijednosnih papira za portfeljna ulaganja koje izdaju rezidenti izvan europodručja (koji su na kraju 2022.

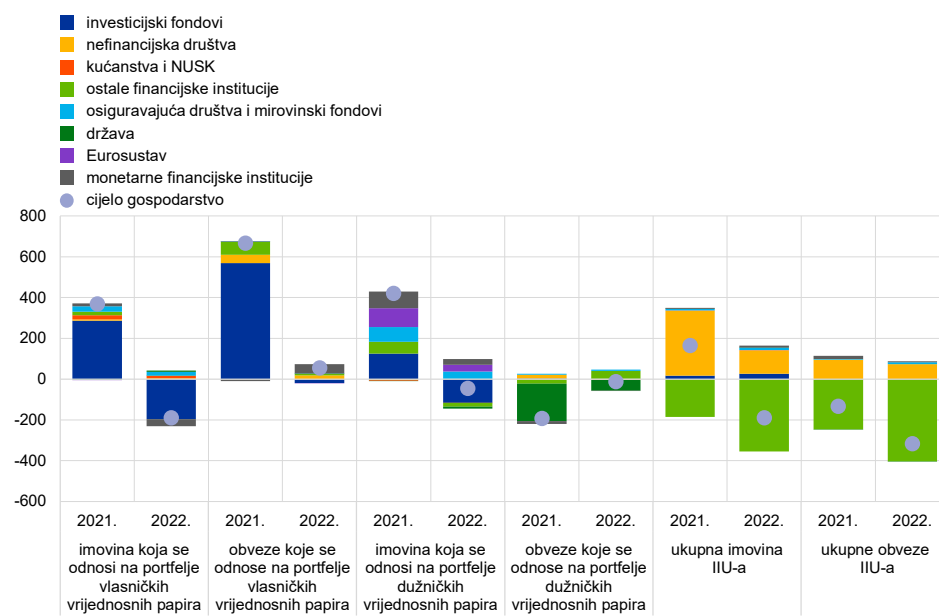
⁷ Nova raščlamba sektora nebankarskih financijskih posrednika uključuje posebne podatke za investicijske fondove, osiguravajuća društva i mirovinske fondove te ostale financijske institucije.

činili 59 % ukupnih vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira).⁸ U skladu s tim, promjenu u obrascu portfeljnih ulaganja europodručja iz neto kupnje dužničkih i vlasničkih vrijednosnih papira (790 mlrd. EUR u 2021.) u njihovu neto prodaju (235 mlrd. EUR u 2022.) uvelike je potaknuo sektor investicijskih fondova. Općenito govoreći, investicijski fondovi često ulažu prociklički, tj. prodaju vrijednosne papire u razdobljima visoke nesklonosti riziku, izazivajući time kolebljivost u financijskim tokovima, a osiguravajuća društva i mirovinski fondovi najčešće djeluju protuciklički, u skladu s obrascima zabilježenima za europodručje u 2022.⁹ Osim toga, promjene obrazaca ulaganja u 2022. obilježile su kraj dugotrajne faze velikih ponovnih uravnoteženja portfelja prema vrijednosnim papirima izvan europodručja, koja je započela 2014., kad je ESB uveo negativne kamatne stope i pokrenuo svoje programe kupnje vrijednosnih papira.¹⁰

Grafikon B

Financijski račun europodručja: odabrane stavke prema sektoru rezidenta

(zbrojevi četiriju tromjesečja, mlrd. EUR)



Izvor: ESB

Napomene: Za imovinu, pozitivan (negativan) broj označava neto kupnje (prodaje) ulagača iz europodručja instrumenata izvan europodručja. Za obveze, pozitivan (negativan) broj označava neto kupnje (prodaje) ulagača izvan europodručja instrumenata iz europodručja. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2022. Pokrata „NUSK“ označava neprofitne ustanove koje služe kućanstvima.

⁸ Obrasci ulaganja investicijskih fondova iz europodručja važni su za procjenu izloženosti ulagača u te fondove, osobito mirovinskih fondova, osiguravajućih društava i kućanstava. Vidi Carvalho, D. i Schmitz, M., „Shifts in the portfolio holdings of euro area investors in the midst of COVID-19: looking through investment funds”, *Review of International Economics*.

⁹ Vidi Timmer, Y., „Cyclical investment behavior across financial institutions”, *Journal of Financial Economics*, sv. 129, br. 2, 2018., str. 268 – 286.

¹⁰ ESB-ov program kupnje vrijednosnih papira započet je sredinom 2014., a hitan program kupnje zbog pandemije pokrenut je u ožujku 2020. Neto kupnje vrijednosnih papira u sklopu obaju programa prekinute su 2022. Vidi Cœuré, B., „The international dimension of the ECB’s asset purchase programme”, govor na sastanku Kontaktne skupine za devizno tržište, 11. srpnja 2017.; Lane, P. R., „The international transmission of monetary policy”, središnji govor na sastanku Međunarodnog programa za makroekonomiju i financije, Centar za istraživanja na području ekonomske politike (CEPR), 14. studenoga 2019.; te Bergant, K., Fidora, M. i Schmitz, M., „International capital flows at the security level: evidence from the ECB’s Asset Purchase Programme”, *Working Paper Series*, br. 2388, ESB, Frankfurt na Majni, travanj 2020.

U geografskom je smislu ograničavanje portfeljnih ulaganja u 2022. uglavnom bilo koncentrirano na vrijednosne papire koje izdaju razvijene zemlje kad je riječ o vlasničkim vrijednosnim papirima, a kad je riječ o dužničkim vrijednosnim papirima, najviše se odnosilo na one koje izdaju zemlje s tržištima u nastajanju, što je u skladu s pogoršanjem raspoložena globalnih ulagača (Grafikon C). Nova raščlamba zemalja protustranaka europodručja omogućuje bolji obuhvat i razvijenih zemalja (zajedno s Australijom, Norveškom i Južnom Korejom) i zemalja s tržištima u nastajanju (koje sada uključuju Argentinu, Indoneziju, Meksiko, Saudijsku Arabiju, Južnu Afriku i Tursku). Ta nova statistika pokazuje da su ulagači iz europodručja u 2022. ograničili svoju izloženost prema vlasničkim vrijednosnim papirima koje izdaju rezidenti Sjedinjenih Američkih Država, Ujedinjene Kraljevine i drugih razvijenih zemalja. Kad je riječ o dužničkim vrijednosnim papirima, situacija je složenija: ulagači iz europodručja uglavnom su prodali znatan iznos vrijednosnih papira koje izdaju rezidenti zemalja s tržištima u nastajanju, izvanteritorijalnih financijskih centara i Ujedinjene Kraljevine. U zemljama s tržištima u nastajanju te su neto prodaje bile potaknute dezinvestiranjem vrijednosnih papira izdanih u Kini, Meksiku i Rusiji.¹¹ Osim toga, neto prodaje vrijednosnih papira koje izdaju izvanteritorijalni financijski centri vjerojatno se uglavnom sastoje od vrijednosnih papira koje izdaju društva kćeri poduzeća iz zemalja s tržištima u nastajanju, osobito Kine.¹² Ulagači iz europodručja istodobno su izvršili velike neto kupnje vrijednosnih papira koje izdaju ostale razvijene zemlje, osobito rezidenti Kanade i Japana, vjerojatno zbog veće sklonosti sigurnijoj imovini.

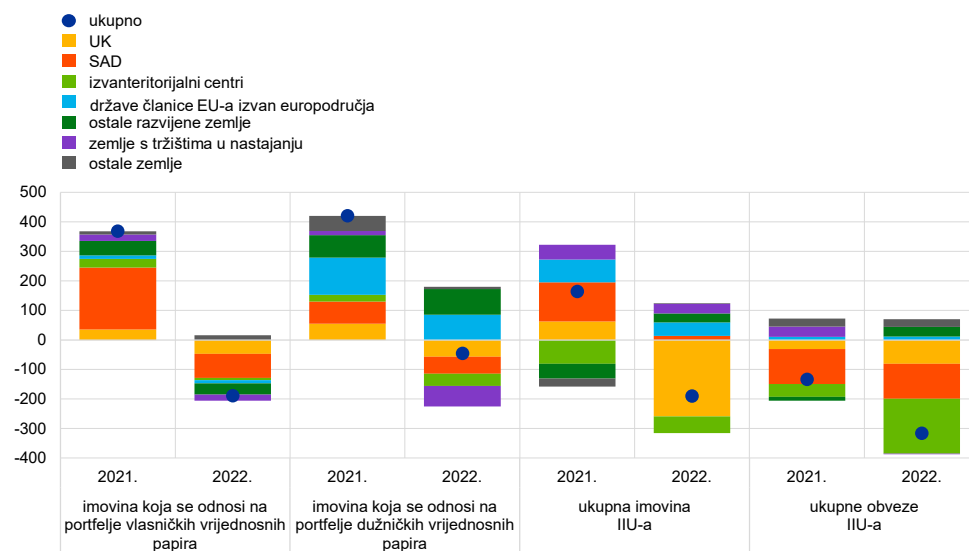
¹¹ Za pojedinosti o razvoju ulaganja europodručja u Rusiji vidi Emter, L., Fidora, M., Pastoris, F. i Schmitz, M., „Euro area linkages with Russia: latest insights from the balance of payments”, *Ekonomski bilten*, broj 7, ESB, 2022.

¹² Prema najnovijim istraživanjima ulaganja europodručja u korporativne obveznice zemalja s tržištima u nastajanju znatno su veća kad se uzmu u obzir ulaganja u izdanja izvanteritorijalnih društava kćeri poduzeća iz zemalja s tržištima u nastajanju. Vidi Beck, R., Coppola, A., Lewis, A., Maggiori, M., Schmitz, M. i Schreger, J., „The Geography of Capital Allocation in the Euro Area”, istraživački rad dostupan u SSRN-u; i Bergant, K., Milesi-Ferretti, G. M. i Schmitz, M., „Cross-Border Investment in Emerging Market Bonds: Stylized Facts and Security-Level Evidence from Europe”, *CEPR Discussion Paper*, br. 17946, 2023.

Grafikon C

Financijski račun europodručja: odabrane stavke prema lokaciji druge ugovorne strane

(zbrojevi četiriju tromjesečja, mlrd. EUR)



Izvor: ESB

Napomene: Za imovinu, pozitivan (negativan) broj označava neto kupnje (prodaje) ulagača izvan europodručja instrumenata izvan europodručja. Za obveze, pozitivan (negativan) broj označava neto kupnje (prodaje) ulagača izvan europodručja instrumenata iz europodručja. „Države članice EU-a izvan europodručja“ obuhvaćaju države članice EU-a izvan europodručja te one institucije i tijela EU-a za koje se za potrebe statistike smatra da su izvan europodručja, kao što su Europska komisija i Europska investicijska banka. „Ostale razvijene zemlje“ obuhvaćaju Australiju, Kanadu, Japan, Norvešku, Južnu Koreju i Švicarsku. Zemlje s tržištima u nastajanju obuhvaćaju Argentinu, Brazil, Kinu, Indiju, Indoneziju, Meksiko, Rusiju, Saudijsku Arabiju, Južnu Afriku i Tursku. „Ostale zemlje“ obuhvaćaju sve zemlje i grupe zemalja koje nisu prikazane na grafikonu te neraspoređene transakcije. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2022.

Kad je riječ o stranim portfeljnim ulaganjima u europodručju u 2022., prestale su neto kupnje dionica investicijskih fondova europodručja, a sklonost inozemnih ulagača prema dužničkim vrijednosnim papirima europodručja povećala se jer se pooštrila monetarna politika ESB-a (Grafikon B). U skladu s obratom na strani imovine investicijskih fondova europodručja, ulagači izvan europodručja postali su neto prodavatelji dionica koje izdaju investicijski fondovi europodručja u uvjetima smanjene sklonosti riziku na globalnim financijskim tržištima nakon izbijanja rata u Ukrajini. Kombinacija znatne djelatnosti investicijskih fondova europodručja i snažne baze ulagača izvan europodručja, osobito za fondove iz Irske i Luksemburga, imala je velik utjecaj na financijske tokove europodručja 2022.¹³ Istodobno se 2022. popravilo raspoloženje inozemnih ulagača u odnosu na dužničke vrijednosne papire europodručja. Za razliku od razdoblja od 2015. nadalje, koje je bilo obilježeno visokim neto prodajama dužničkih vrijednosnih papira europodručja (osobito državnih obveznica, djelomično zbog važne uloge nerezidenata kao drugih ugovornih strana u programima kupnje vrijednosnih papira Eurosustava), neto prodaje smanjile su se 2022. jer su ključne kamatne stope ESB-a počele rasti i Eurosustav je obustavio neto kupnje vrijednosnih papira. U uvjetima rasta kamatnih stopa ulagači izvan europodručja postali su neto kupci dužničkih vrijednosnih papira koje izdaju subjekti iz sektora ostalih financijskih institucija europodručja, u koji

¹³ Vidi Beck, R., Coppola, A., Lewis, A., Maggiori, M., Schmitz, M. i Schreger, J., „The Geography of Capital Allocation in the Euro Area“, istraživački rad dostupan u SSRN-u.

spadaju financijska društva koja obavljaju transakcije sekuritizacije, nakon neto prodaja u prethodnim godinama.

Ograničavanje IIU-a uglavnom je odražavalo transakcije multinacionalnih poduzeća u financijskim centrima europodručja, često povezanima sa subjektima posebne namjene, a transakcije povezane s inozemnim izravnim ulaganjima sektora nefinancijskih društava, koje su u bližoj vezi s realnim gospodarstvom, ostale su stabilnije (Grafikon B).¹⁴ Na strani obveza

europodručja dezinvestiranja inozemnih izravnih ulagača iznosila su 317 mlrd. EUR u 2022. (2,4 % BDP-a europodručja). Ta dezinvestiranja bila su potaknuta ulagačima rezidentima iz Sjedinjenih Američkih Država i Ujedinjene Kraljevine te onima iz izvanteritorijalnih financijskih centara (Grafikon C) i provodila su se isključivo u odnosu na sektor ostalih financijskih institucija (403 mlrd. EUR), koji uključuje subjekte posebne namjene kao što su holding društva.¹⁵ Za razliku od tih kolebljivijih „financijaliziranih” tokova inozemnih izravnih ulaganja, inozemna izravna ulaganja u nefinancijska društva europodručja nastavila su se postojanim tempom, pa je zabilježeno 74 mlrd. EUR neto ulaganja (Grafikon B). Promatrajući neto stjecanja imovine povezane s inozemnim izravnim ulaganjima od strane rezidenta europodručja, zabilježeno ograničavanje također je pretežno potaknuo sektor ostalih financijskih institucija. Snažna pozitivna korelacija između bruto transakcija na strani imovine i obveza inozemnih izravnih ulaganja povezanih s ostalim financijskim institucijama upućuje na to da ti tokovi često „prolaze” ne apsorbirajući se u domaće gospodarstvo. Ograničavanje imovine povezane s inozemnim izravnim ulaganjima uglavnom je bilo uzrokovano transakcijama prema Ujedinjenoj Kraljevini koje su se odnosile na korporativno restrukturiranje jednoga multinacionalnog poduzeća.¹⁶ Dodatne raščlambe statistike platne bilance i stanja međunarodnih ulaganja europodručja naglašavaju činjenicu da je za ekonomsku analizu inozemnih izravnih ulaganja korisno detaljnije razdvajanje „financijaliziranih” tokova.¹⁷

¹⁴ Za inozemna izravna ulaganja, dodatne pojedinosti koje premašuju obuhvat ovog okvira objavljene su za dužničke instrumente raščlanjene na dužničke vrijednosne papire, kredite te trgovačke kredite i predujmove.

¹⁵ U razdoblju nakon globalne financijske krize, ulaganje (pretežno ulagača rezidenata iz Sjedinjenih Američkih Država) u holding društva (često subjekte posebne namjene) rezidente financijskih centara europodručja postaje sve važnija komponenta tokova obveza inozemnih izravnih ulaganja europodručja. Vidi Lane, P. R., „The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges”, središnji govor na zajedničkoj konferenciji Europske središnje banke, Odbora Irving Fisher i središnje banke Banco de Portugal o temi „Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?”, 17. veljače 2020.

¹⁶ Takve velike transakcije često su povezane s korporativnim restrukturiranjima malog broja multinacionalnih poduzeća koja posluju u financijskim centrima u europodručju, ali mogu imati zamjetan utjecaj na globalne tokove inozemnih izravnih ulaganja. Na primjer, globalni tokovi inozemnih izravnih ulaganja smanjili su se za 24 % u 2022. u odnosu na prošlu godinu, ali samo za 5 % kad se isključe transakcije koje su povezane s Luksemburgom. Prema podacima iz „FDI in Figures”, OECD-a, travanj 2023., veliko dezinvestiranje u Luksemburgu uglavnom je bilo uzrokovano poslovnom operacijom jednoga multinacionalnoga telekomunikacijskog poduzeća.

¹⁷ Ta će se analiza dodatno poboljšati objavom statistike platne bilance i stanja međunarodnih ulaganja europodručja s posebnom raščlambom za subjekte posebne namjene, što se planira ostvariti u prvoj polovini 2024.

7. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 8. veljače do 9. svibnja 2023.

Priredili: Jens Budde i Vladimir Tsonchev

U ovom se okviru opisuju likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike Eurosustava tijekom prvog i drugog razdoblja održavanja pričuva u 2023. Ta su dva razdoblja zajedno trajala od 8. veljače do 9. svibnja 2023. („promatrano razdoblje”).

Pooštavanje monetarne politike nastavilo se tijekom promatranog razdoblja.

Upravno vijeće ESB-a povećalo je svoje tri kamatne stope monetarne politike za 50 baznih bodova na sastanku Upravnog vijeća održanom 2. veljače 2023. i na sastanku održanom 16. ožujka 2023. Spomenuta su povećanja stupila na snagu u prvom i drugom razdoblju održavanja pričuva u 2023.

Višak likvidnosti u bankovnom sustavu europodručja smanjio se tijekom promatranog razdoblja. To se smanjenje ponajprije može pripisati prijevremenim otplatama i dospijećima u sklopu treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO III) i postupnom smanjivanju obujma portfelja programa kupnje vrijednosnih papira (APP). Nastavak smanjivanja neto autonomnih činitelja istodobno je povećao razinu likvidnosti u sustavu. Neto autonomni činitelji nastavili su se smanjivati od završetka razdoblja negativnih kamatnih stopa u srpnju 2022.

Potrebe za likvidnošću

Prosječne dnevne potrebe za likvidnošću bankovnog sustava, definirane kao zbroj neto autonomnih činitelja i obveznih pričuva, smanjile su se za 220,4 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na 2.026,6 mlrd. EUR. U usporedbi sa sedmim i osmim razdobljem održavanja 2022. to je smanjenje gotovo u potpunosti uzrokovano smanjenjem neto autonomnih činitelja za 218,4 mlrd. EUR, odnosno na 1.861,3 mlrd. EUR, koje je, pak, bilo potaknuto smanjenjem autonomnih činitelja povlačenja likvidnosti (vidi odjeljak u Tablici A pod naslovom „Ostale informacije zasnovane na likvidnosti”) i povećanjem autonomnih činitelja puštanja likvidnosti. Minimalne obvezne pričuve neznatno su se smanjile za 2 mlrd. EUR na razinu od 165,3 mlrd. EUR.

Autonomni činitelji povlačenja likvidnosti smanjili su se za 136,5 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na 2.932 mlrd. EUR, uglavnom zbog pada državnih depozita i ostalih autonomnih činitelja. Državni depoziti (vidi odjeljak u Tablici A pod naslovom „Obveze”) u promatranom razdoblju bili su niži za prosječno 62,9 mlrd. EUR i iznosili su 369,7 mlrd. EUR, pri čemu je najveći dio smanjenja zabilježen u drugom razdoblju održavanja. Spomenuto smanjenje rezultat je smanjenja zaštitnih slojeva koje drže nacionalna ministarstva financija i prilagodbe koju su vjerojatno proveli u svojim strategijama upravljanja gotovinom u očekivanju niže gornje granice za remuneraciju državnih depozita od strane nacionalnih

središnjih banaka koja je stupila na snagu 1. svibnja 2023. Nakon 1. svibnja državni depoziti dodatno su se smanjili na razinu nižu od 300 mlrd. EUR, približivši se razinama s početka 2020., prije izbijanja pandemije. U promatranom je razdoblju prosječna vrijednost novčanica u optjecaju smanjena za 6,1 mlrd. EUR, odnosno na 1.557,1 mlrd. EUR. Nastavilo se, iako znatno sporijim tempom, smanjivanje udjela novčanica i iznosa gotovine u blagajni koje traje od završetka razdoblja negativnih kamatnih stopa.

Autonomni činitelji puštanja likvidnosti porasli su za 81,8 mlrd. EUR i iznosili su 1.071 mlrd. EUR. Neto inozemna imovina smanjila se za 18,5 mlrd. EUR, a neto imovina nominirana u eurima porasla je za 100,3 mlrd. EUR u promatranom razdoblju. Navedeno je povećanje uglavnom uzrokovano smanjenjem obveza prema rezidentima izvan europodručja nominiranim u eurima. To, pak, odražava prilagodbu strategija upravljanja gotovinom imatelja računa u okviru za usluge upravljanja pričuva Euro sustava (ERMS) jer je remuneracija depozita koji se drže u okviru ERMS-a prilagođena zajedno s onom za državne depozite.

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

Tablica A
Likvidnosni uvjeti u Euro sustavu

Obveze

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 8. veljače 2023. – 9. svibnja 2023.						prethodno promatrano razdoblje: 2. studenoga 2022. – 7. veljače 2023.	
	prvo i drugo razdoblje održavanja		prvo razdoblje održavanja: 8. veljače – 21. ožujka		drugo razdoblje održavanja: 22. ožujka – 9. svibnja		sedmo i osmo razdoblje održavanja	
autonomni činitelji povlačenja likvidnosti	2.932,0	(-136,5)	2.936,8	(-44,8)	2.927,8	(-8,9)	3.068,5	(-211,5)
novčanice u optjecaju	1.557,1	(-6,1)	1.553,9	(-11,6)	1.559,8	(+5,9)	1.563,2	(-11,3)
državni depoziti	369,7	(-62,9)	380,2	(+7,4)	360,6	(-19,6)	432,6	(-112,7)
ostali autonomni činitelji (neto) ¹⁾	1.005,2	(-67,5)	1.002,6	(-40,6)	1.007,4	(+4,7)	1.072,7	(-87,5)
tekući računi iznad minimalnih obveznih pričuva	21,3	(-16,1)	26,4	(-1,2)	17,0	(-9,5)	37,4	(-1.933,8)
minimalne obvezne pričuve²⁾	165,3	(-2,0)	164,6	(-3,3)	165,8	(+1,2)	167,3	(+4,4)
mogućnost deponiranja kod središnje banke	4.045,4	(-241,1)	4.103,0	(+51,4)	3.996,0	(-107,0)	4.286,5	(+1.688,0)
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) Bilješke se ne navode u bilanci Euro sustava i stoga se ne smiju uključiti u izračun ukupnih obveza.

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

Imovina

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 8. veljače 2023. – 9. svibnja 2023.						prethodno promatrano razdoblje: 2. studenoga 2022. – 7. veljače 2023.	
	prvo i drugo razdoblje održavanja		prvo razdoblje održavanja: 8. veljače – 21. ožujka		drugo razdoblje održavanja: 22. ožujka – 9. svibnja		sedmo i osmo razdoblje održavanja	
autonomni činitelji puštanja likvidnosti	1.071,0	(+81,8)	1.057,8	(+75,4)	1.082,3	(+24,5)	989,2	(+52,6)
neto inozemna imovina	932,0	(–18,5)	916,8	(–23,6)	945,0	(+28,2)	950,4	(–2,5)
neto imovina nominirana u eurima	139,0	(+100,3)	141,0	(+99,0)	137,4	(–3,6)	38,8	(+55,1)
instrumenti monetarne politike	6.093,4	(–477,6)	6.173,2	(–73,4)	6.024,9	(–148,3)	6.570,9	(–505,4)
operacije na otvorenom tržištu	6.093,3	(–477,6)	6.173,2	(–73,4)	6.024,8	(–148,4)	6.570,9	(–505,4)
kreditne operacije	1.172,3	(–454,5)	1.234,2	(–70,3)	1.119,2	(–115,1)	1.626,8	(–497,9)
MRO	1,2	(–0,4)	0,9	(–0,3)	1,4	(+0,5)	1,6	(–1,2)
tromjesečni LTRO	2,5	(+0,1)	2,8	(+0,0)	2,2	(–0,6)	2,4	(+1,2)
operacije TLTRO III	1.168,6	(–453,3)	1.230,5	(–69,2)	1.115,5	(–115,0)	1.621,9	(–496,8)
PELTRO	0,0	(–0,9)	0,0	(–0,8)	0,0	(+0,0)	0,9	(–1,0)
portfelji izravnih monetarnih transakcija ¹⁾	4.921,0	(–23,1)	4.939,0	(–3,1)	4.905,6	(–33,4)	4.944,1	(–7,5)
mogućnost granične posudbe od središnje banke	0,1	(+0,0)	0,0	(–0,0)	0,1	(+0,1)	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 i „PELTRO“ označuje hitnu operaciju dugoročnijeg refinanciranja zbog pandemije.

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: 8. veljače 2023. – 9. svibnja 2023.						prethodno promatrano razdoblje: 2. studenoga 2022. – 7. veljače 2023.	
	prvo i drugo razdoblje održavanja		prvo razdoblje održavanja: 8. veljače – 21. ožujka		drugo razdoblje održavanja: 22. ožujka – 9. svibnja		sedmo i osmo razdoblje održavanja	
agregatne potrebe za likvidnošću ¹⁾	2.026,6	(–220,4)	2.043,8	(–123,7)	2.011,8	(–32,0)	2.247,0	(–259,6)
neto autonomni činitelji ²⁾	1.861,3	(–218,4)	1.879,2	(–120,4)	1.846,0	(–33,2)	2.079,7	(–264,0)
višak likvidnosti ³⁾	4.066,7	(–257,2)	4.129,4	(+50,3)	4.012,9	(–116,5)	4.323,9	(–245,8)

Izvor: ESB

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

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

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

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

Kretanja kamatnih stopa

(prosjeci, postotci i postotni bodovi)

	sadašnje promatrano razdoblje: 8. veljače 2023. – 9. svibnja 2023.						prethodno promatrano razdoblje: 2. studenoga 2022. – 7. veljače 2023.	
	prvo i drugo razdoblje održavanja		prvo razdoblje održavanja: 8. veljače – 21. ožujka		drugo razdoblje održavanja: 22. ožujka – 9. svibnja		sedmo i osmo razdoblje održavanja	
MRO	3,27	(+1,02)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)	2,25	(+1,38)
mogućnost granične posudbe od središnje banke	3,52	(+1,02)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)	2,50	(+1,38)
mogućnost deponiranja kod središnje banke	2,77	(+1,02)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)	1,75	(+1,38)
€STR	2,668	(+1,016)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)	1,652	(+1,366)
indeks RepoFunds Rate Euro	2,660	(+1,175)	2,402	(+0,744)	2,881	(+0,480)	1,485	(+1,337)

Izvor: ESB

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

Likvidnost osigurana instrumentima monetarne politike

Prosječan iznos likvidnosti osigurane instrumentima monetarne politike

smanjio se za 477,6 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na

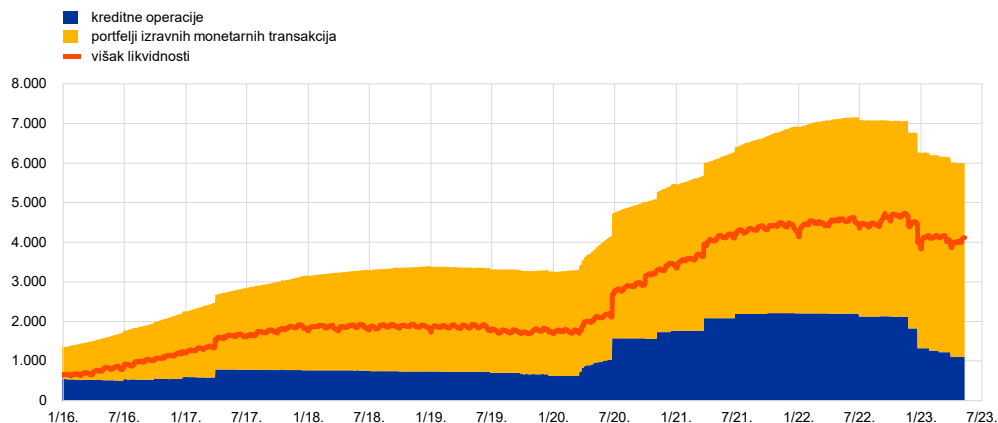
6.093,4 mlrd. EUR (Grafikon A). Smanjenje likvidnosti bilo je prije svega posljedica smanjenja kreditnih operacija. Neto kupnje vrijednosnih papira u sklopu ESB-ova hitnog programa kupnje zbog pandemije obustavljene su krajem ožujka 2022.; od tada Eurosustav reinvestira pune dospjele iznose. Kad je riječ o APP-u, u skladu s odlukom Upravnog vijeća ESB-a da ne reinvestira u potpunosti glavnice dospjelih vrijednosnih papira od 1. ožujka 2023., stanje APP-a počelo se postupno smanjivati u prosječnom mjesečnom iznosu od 15. mlrd. EUR.²

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

Grafikon A

Promjene u likvidnosti osiguranoj operacijama na otvorenom tržištu i višku likvidnosti

(mlrd. EUR)



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na 9. svibnja 2023.

Prosječan iznos likvidnosti osigurane kreditnim operacijama smanjio se za 454,5 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja. Spomenuto smanjenje

uglavnom odražava smanjenje nepodmirenih iznosa u sklopu operacija TLTRO III zbog prijevremenih otplata i dospjeća. Dobrovoljne prijevremene otplate iznosile su 36,6 mlrd. EUR u veljači i 87,7 mlrd. EUR u ožujku 2023., a dospjeće iznosa u sklopu operacija TLTRO III u ožujku je uzrokovalo daljnje smanjivanje nepodmirenih iznosa u sklopu operacija TLTRO III od 32,2 mlrd. EUR. Otplate u sklopu operacija TLTRO III u iznosu od 499,4 mlrd. EUR u prosincu 2022. i od 62,7 mlrd. EUR u siječnju 2023. također su pridonijele tom smanjenju tijekom promatranog razdoblja jer se njihov potpuni učinak na promjene prosječnih iznosa promatranih razdoblja ostvaruje tek u sadašnjem promatranom razdoblju. Promjene u ostalim kreditnim operacijama bile su neznatne.

Višak likvidnosti

Prosječan višak likvidnosti bio je niži za 257,2 mlrd. EUR i iznosio je

4.066,7 mlrd. EUR (Grafikon A). Višak likvidnosti je zbroj pričuva banaka iznad obveznih pričuva i korištenja mogućnosti deponiranja kod središnje banke umanjeno za korištenje mogućnosti granične posudbe od središnje banke. On pokazuje razliku između ukupne likvidnosti osigurane bankovnom sustavu i potreba banaka za likvidnošću. Višak likvidnosti dosegno je najvišu razinu u rujnu 2022. (4,8 bil. EUR) i zatim se počeo postupno smanjivati, uglavnom zbog spomenutih prijevremenih otplata i dospjeća u sklopu operacija TLTRO III, umanjeno za učinke autonomnih činitelja.

Kretanja kamatnih stopa

Eurska kratkoročna kamatna stopa (€STR) porasla je za 99,2 bazna boda, povećavši se s 1,90 %, koliko je iznosila 7. veljače, posljednjeg dana prethodnog promatranog razdoblja, na 2,89 %, koliko je iznosila 9. svibnja, posljednjeg dana ovog promatranog razdoblja, što je odraz pooštavanja monetarne politike ESB-a. Prijenos povećanja kamatnih stopa monetarne politike ESB-a u veljači i ožujku 2023. na neosigurano tržište novca bio je potpun i neposredan. €STR je bio prosječno za 10 baznih bodova niži od kamatne stope na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke tijekom sadašnjega promatranog razdoblja, slično kao i u sedmom i osmom razdoblju održavanja u 2022.

Repo stopa europodručja, mjerena indeksom RepoFunds Rate Euro, povećala se za 98 baznih bodova, odnosno s 1,90 %, koliko je iznosila 7. veljače, na 2,88 %, koliko je iznosila 16. ožujka. Prijenos povećanja kamatnih stopa monetarne politike ESB-a na osigurano tržište novca bio je potpun i neposredan. Repo tržište nastavilo je uredno funkcionirati zahvaljujući nizu činitelja, kao što su mjere koje su poduzeli neki nacionalni uredi za upravljanje dugom krajem 2022., povećanje ograničenja za pozajmljivanja vrijednosnih papira, povećanje neto izdavanja od početka 2023. i oslobađanje mobiliziranoga kolaterala zbog dospjeća iznosa u sklopu operacija TLTRO III te smanjenje stanja APP-a. Osim toga, ESB je 7. veljače 2023. najavio da će od 1. svibnja 2023. gornja granica za remuneraciju državnih depozita europodručja koji se drže u Eurosustavu biti 20 baznih bodova niža od €STR-a i da će se remuneracija depozita koji se drže u okviru ERMS-a također prilagoditi u skladu s tim. Zahvaljujući toj najavi smanjila se zabrinutost u vezi s tim da bi gornja granica za remuneraciju mogla ponovo iznositi 0 % nakon isteka privremene gornje granice 30. travnja 2023., čime se na najmanju mjeru sveo rizik od negativnih učinaka na funkcioniranje tržišta zbog naglih promjena gotovinskih ulaganja nacionalnih ministarstava financija i stranih središnjih banaka.

8. Razlike u inflaciji i konkurentnosti u državama europodručja

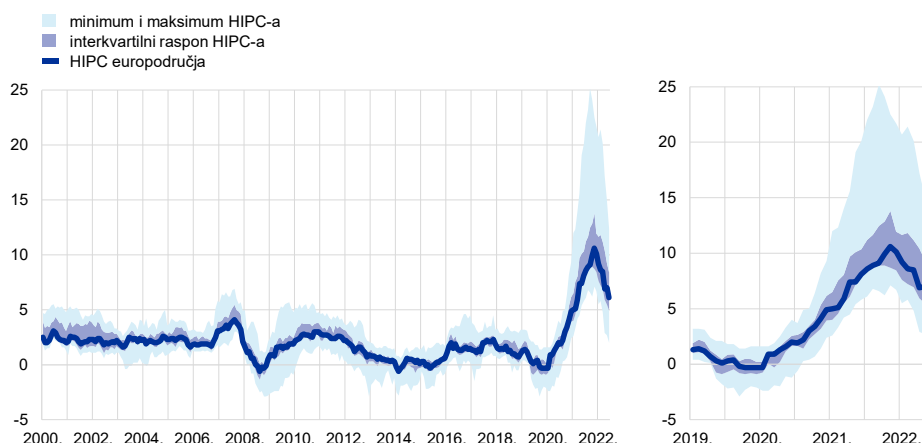
Pruredili: Daniela Filip, Daphne Momferatou i Ralph Setzer

Visoke cijene energije i sirovina i uska grla u opskrbnim lancima doveli su do snažne inflacije u europodručju i većih razlika u inflaciji među državama europodručja.¹ Razlike u inflaciji među državama, mjereno interkvartilnim rasponom, porasle su s povijesno niskih razina u pretpandemijskom razdoblju na povijesno najviše razine na kraju 2022. te su od tada unatoč njihovu smanjivanju ostale na povišenim razinama. U svibnju 2023. stope inflacije u državama europodručja kretale su se u rasponu od 2,0 % u Luksemburgu do 12,3 % u Latviji i Slovačkoj (Grafikon A). Sadašnje okruženje visoke inflacije uglavnom je posljedica nepovoljnih šokova na strani ponude povezanih s porastom cijena energije i sirovina, uskih grla u opskrbnim lancima i učinaka ponovnog otvaranja poslije pandemije.

Grafikon A

Razlike u inflaciji mjerenoj HIPC-om u državama europodručja

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Interkvartilni raspon jest razlika između 75. i 25. percentila distribucije među državama, pri čemu je sastav država europodručja promjenljiv. Minimum i maksimum intervala odgovaraju najnižoj/najvišoj stopi rasta inflacije među državama europodručja u svakom mjesecu. Posljednji podatci odnose se na svibanj 2023. (brza procjena).

Dugotrajne razlike u inflaciji mogu dovesti do vanjskih neravnoteža. Razlike u inflaciji uobičajene su u valutnim unijama u mjeri u kojoj su odraz privremenih prilagodba šokovima ili u mjeri u kojoj su povezane s procesima dostizanja. Osim toga, fiskalna politika utječe na razlike u inflaciji u europodručju, među ostalim i putem promjena u porezima i plaćama u javnom sektoru.² Međutim, ako takve razlike nisu kratkotrajne ili ne odražavaju konvergenciju razine cijena, one mogu upućivati na različita kretanja troškova ili strukturne neučinkovitosti kao što su

¹ Više pojedinosti vidi u okviru pod naslovom „The energy shock, price competitiveness and euro area export performance”, *Ekonomski bilten*, broj 3, ESB, 2023.

² Vidi Checherita-Westphal, C., Leiner-Killingler, N. i Schildmann, T., „Euro area inflation differentials: the role of fiscal policies revisited”, *Working Paper Series*, br. 2774, ESB, 2023.

nominalne i realne rigidnosti na tržištima proizvoda i rada. Dugotrajne razlike u inflaciji mogu dovesti do dugotrajnih gubitaka cjenovne konkurentnosti i pogoršanja salda tekućeg računa.³ Ti gubici konkurentnosti mogu imati vrlo problematične negativne vanjske učinke i naposljetku će ih možda trebati rješavati strukturnim politikama.

Visoka inflacija prelila se na povećanje jediničnih troškova rada i jedinične dobiti u mnogim državama europodručja.

Povećanje nominalnih jediničnih troškova rada, definirano kao naknade zaposlenima po jedinici realnog BDP-a, općenito se smatra važnim činiteljem kontinuiranog rasta temeljne domaće inflacije. Iako je kretanje jediničnih troškova rada posljednjih godina bilo teško protumačiti zbog obračuna programa za očuvanje radnih mjesta i preraspodjele sektora te njihova utjecaja na dinamiku jediničnih troškova rada, ono i dalje pruža korisne signale za procjenu spomenutih rizika razlika u cjenovnoj konkurentnosti među državama europodručja i troškovnih pritisaka s tržišta rada.⁴ Šok u opskrbi energijom koji je bio pokretač inflacije od sredine 2021. popratili su snažno povećanje jediničnih troškova rada i rast jedinične dobiti. S jedne strane, jedinični troškovi rada u europodručju povećali su se za 8 % od kraja 2019. do kraja 2022. zbog snažnog povećanja naknade po zaposlenom, a produktivnost je stagnirala. Razlike među državama bile su znatne. Najsnažniji rast jediničnih troškova rada zabilježen je u baltičkim državama (do 28 % u Litvi), Luksemburgu i Slovačkoj. S druge strane, rast jedinične dobiti, definiran kao bruto operativni višak i mješoviti dohodak podijeljeni s realnim BDP-om, premašio je rast jediničnih troškova rada. S računovodstvenog stajališta i prema deflatoru BDP-a rast jedinične dobiti time je više pridonio domaćoj inflaciji nego rast jediničnih troškova rada.⁵ Spomenuta je razlika bila osobito velika u Grčkoj, Latviji, Cipru, Sloveniji, Malti, Njemačkoj i Estoniji (Grafikon B). To upućuje na to da dobit nije ublažila veće ulazne troškove, uključujući troškove uvoznih energenata i drugih intermedijarnih proizvoda, i da oni nisu negativno utjecali na jediničnu dobit.⁶

³ Vidi Obstfeld, M. i Rogoff, K., „[The unsustainable US current account position revisited](#)”, *NBER Working Paper*, br. 10869, 2004., i Radna skupina za ekonometrijsko modeliranje Europskog sustava središnjih banaka, „[Competitiveness and external imbalances within the euro area](#)”, *Occasional Paper Series*, br. 139, ESB, 2012.

⁴ Vidi Giordano, C. i Zollino, F., „[Exploring price and non-price determinants of trade flows in the largest euro-area countries](#)”, *Working Paper Series*, br. 1789, ESB, 2015.

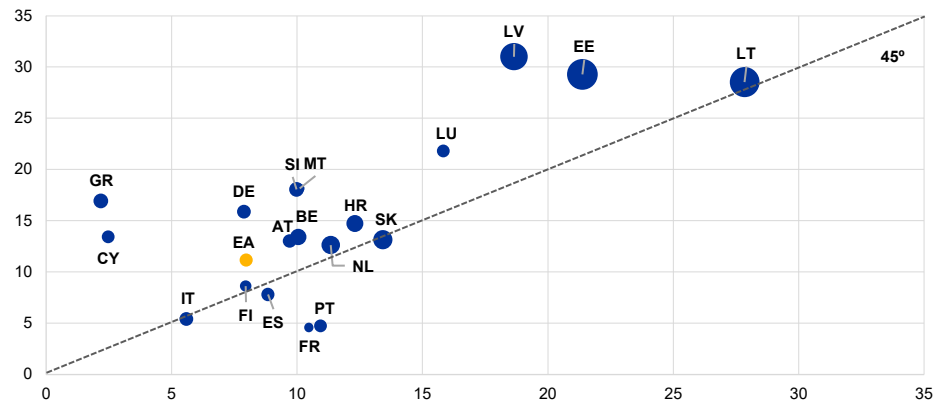
⁵ Vidi Arce, O., Hahn, E. i Koester, G., „[How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#)”, *ESB-ov blog*, ESB, 30. ožujka 2023.

⁶ Za analizu doprinosa dobiti inflaciji u europodručju vidi Okvir 3. pod naslovom „[Kako je jedinična dobit pridonijela nedavnom jačanju domaćih cjenovnih pritisaka u europodručju?](#)” u ovom broju Ekonomskog biltena.

Grafikon B

Rast jedinične dobiti i rast jediničnih troškova rada

(os x: kumulativna promjena u postocima jediničnih troškova rada u razdoblju 2019. – 2022.; os y: kumulativna promjena u postocima jedinične dobiti u razdoblju 2019. – 2022.; veličina balona: godišnja prosječna stopa promjene HIPC-a u 2022.)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Jedinični troškovi rada definirani su kao naknada po zaposlenom podijeljena s produktivnošću rada. Jedinična dobit definirana je kao bruto operativni višak i mješoviti dohodak podijeljeni s realnim BDP-om. Podatci za Irsku nisu uključeni.

Kretanja na tekućem računu upućuju na slab napredak u uklanjanju

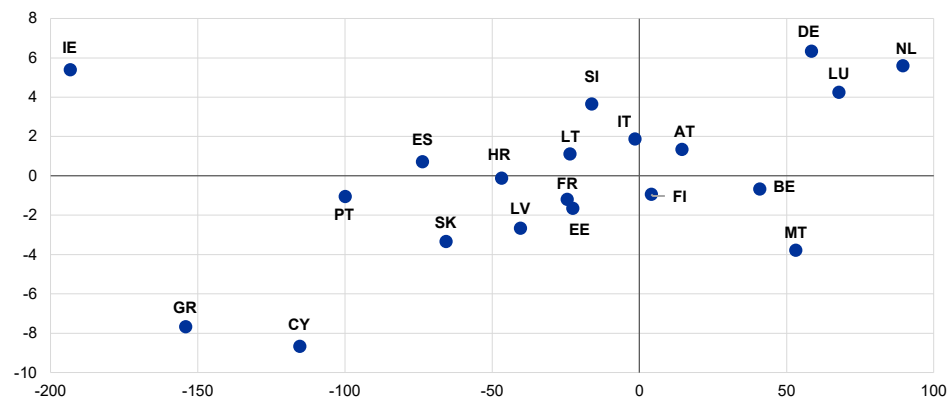
neravnoteža.

U godinama prije pandemije započeo je proces rebalansa unutar europodručja u obliku znatne korekcije jediničnih troškova rada i poboljšavanja salda tekućeg računa u državama s početnom niskom konkurentnošću i velikim neto vanjskim obvezama. Rebalans je djelomično bio posljedica velikih rigidnosti na tržištima rada i proizvoda prije nego što je prekinut pandemijom u 2020./2021. i potom naglim porastom globalnih cijena energije. Ta su kretanja dovela do pogoršanja salda tekućeg računa europodručja, s 2,2 % BDP-a u 2019. na -1,0 % BDP-a u 2022. Pogođene su i države s deficitom i države sa suficitom. Krajem 2022. vanjske pozicije nekoliko država bile su ispod pragova utvrđenih u prikazu skupa pokazatelja postupka u slučaju makroekonomske neravnoteže (MIP) Europske komisije. Cipar i Grčka ostali su ispod praga od -35 % BDP-a za neto stanje međunarodnih ulaganja i ispod praga od -4 % BDP-a za saldo tekućeg računa. Kada je riječ o ostalim državama s visokim vanjskim obvezama, tekući je račun izrazito negativan u Slovačkoj, donekle negativan u Portugalu i neznatno pozitivan u Španjolskoj. Tekući račun država glavnih neto kreditora istodobno je ostao izrazito pozitivan, premda se znatno smanjio u Njemačkoj (Grafikon C).

Grafikon C

Saldo tekućeg računa i neto stanje međunarodnih ulaganja

(os x: neto stanje međunarodnih ulaganja kao postotak BDP-a u četvrtom tromjesečju 2019.; os y: saldo tekućeg računa kao postotak BDP-a, trogodišnji prosjek (2020. – 2022.))



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Na temelju harmoniziranih pokazatelja konkurentnosti na osnovi deflatora BDP-a utvrđeno je da je od početka pandemije gotovo isti skup država zabilježio najsnažniji gubitak konkurentnosti.

Harmonizirani pokazatelji konkurentnosti omogućavaju opsežnije mjerenje cjenovne konkurentnosti jer uzimaju u obzir: (1) kretanja tečaja eura u odnosu na glavne trgovinske partnere država europodručja, (2) relativna kretanja pokazatelja troška među trgovinskim partnerima, i (3) kretanja udjela u trgovini.⁷ Promjene harmoniziranih pokazatelja konkurentnosti na osnovi deflatora BDP-a u razdoblju od 2019. do 2022. upućuju na to da su baltičke države i Luksemburg zabilježili snažne gubitke cjenovne konkurentnosti u usporedbi s njihovim konkurentima. Kada je riječ o baltičkim državama, proces dostizanja razina dohotka, općenito poznat kao Balassa-Samuelsonov učinak, nije bio uzrok gubitka konkurentnosti i njime se djelomično može objasniti realna aprecijacija.⁸

Sveukupno gledano, čini se da promjene cjenovne konkurentnosti od izbivanja pandemije nisu pogoršale, a ni dodatno ublažile vanjske neravnoteže.

Najnoviji podatci o harmoniziranim pokazateljima konkurentnosti (Grafikon D) ne daju jasnu naznaku o tome hoće li se nastaviti pretpandemijski proces rebalansa. Snažne pozicije neto vanjskih obveza nekih država europodručja smanjile su se od 2019. naovamo zahvaljujući većem rastu nominalnog BDP-a. Međutim, šest je država premašilo prag MIP-a od 35 % BDP-a za neto vanjske obveze u posljednjem tromjesečju 2022.⁹ Potrebne su daljnje prilagodbe relativnih cijena kako bi se osigurao održiv rebalans. U državama europodručja s visokim neto vanjskim

⁷ Harmonizirani pokazatelji konkurentnosti država članica europodručja konceptualno su ekvivalentni realnim efektivnim tečajevima određene valute. Za više pojedinosti vidi ovu [ESB-ovu mrežnu stranicu](#). Za potrebe ovog okvira koristi se mjera harmoniziranog pokazatelja konkurentnosti na osnovi deflatora BDP-a jer su njome obuhvaćene cijene svih domaćih dobara i usluga, uključujući utjecaj troškova drugih faktora osim rada.

⁸ Više pojedinosti o utjecaju Balassa-Samuelsonova učinka na gospodarstva europodručja vidi u Diaz del Hoyo, J. L., Dorrucchi, E., Ferdinand Heinz, F. i Muzikarova, S., „[Real convergence in the euro area: a long-term perspective](#)”, *Occasional Paper Series*, br. 203, ESB, 2017.

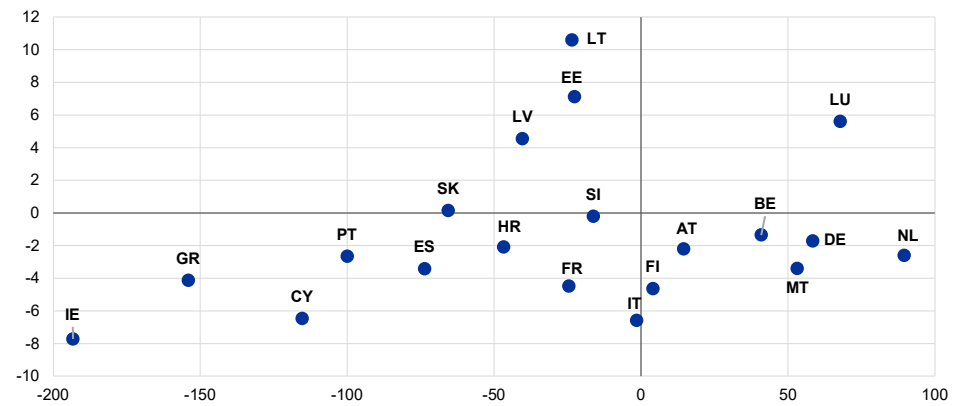
⁹ U Irskoj i Cipru, na neto stanje međunarodnih ulaganja znatno su utjecale posebne aktivnosti multinacionalnih poduzeća i subjekata posebne namjene koji nisu izravno povezani s domaćim gospodarstvom. Isključivanje tih aktivnosti rezultiralo bi slabijom pozicijom neto vanjskih obveza.

obvezama to zahtijeva povećanje cjenovne konkurentnosti putem manjeg rasta jediničnih troškova rada i/ili manjeg rasta jedinične dobiti.

Grafikon D

Neto stanje međunarodnih ulaganja i harmonizirani pokazatelj konkurentnosti

(os x: neto stanje međunarodnih ulaganja kao postotak BDP-a u četvrtom tromjesečju 2019.; os y: kumulativna promjena u postotcima harmoniziranih pokazatelja konkurentnosti (na osnovi deflatora BDP-a) (2019. – 2022.))



Izvori: Eurostat, ESB i izračun ESB-a

Napomene: Harmonizirani pokazatelji konkurentnosti na osnovi deflatora BDP-a daju pregled cjenovne konkurentnosti svake države europodručja u odnosu na njezine glavne konkurente na međunarodnim tržištima (20 država europodručja i efektivni tečajevi skupine od 41 trgovinskog partnera). Izračunati su na temelju ponderiranih prosjeka bilateralnih tečajeva u odnosu na valute trgovinskih partnera svake države europodručja i deflacirani deflatorima BDP-a, pri čemu su na njih u nekim državama utjecale aktivnosti multinacionalnih poduzeća (Irska) ili subjekata posebne namjene (Cipar). Pozitivne vrijednosti harmoniziranih pokazatelja konkurentnosti označuju gubitak cjenovne konkurentnosti, a negativne vrijednosti harmoniziranih pokazatelja konkurentnosti označuju povećanje cjenovne konkurentnosti. Više informacija o harmoniziranim pokazateljima konkurentnosti može se pronaći na ESB-ovoj mrežnoj stranici [Harmonised competitiveness indicators](#).

© **Europska središnja banka, 2023.**

Poštanska adresa 60640 Frankfurt na Majni, Njemačka

Telefon +49 69 1344 0

Mrežne stranice www.ecb.europa.eu

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

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

Krajnji datum za statističke podatke uključene u ovo izvješće bio je 14. lipnja 2023.

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

PDF ISSN 2363-3603, QB-BQ-23-002-HR-N