



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

Ekonomski bilten

Broj 8/2024.



Sadržaj

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja	2
Pregled	2
1. Vanjsko okružje	8
2. Gospodarska aktivnost	13
3. Cijene i troškovi	20
4. Kretanja na financijskim tržištima	27
5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja	33
6. Fiskalna kretanja	40
Okviri	44
1. Što je uzrok otpornosti cijena američkih vlasničkih vrijednosnih papira – tržišna struktura, očekivanja glede zarada ili premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira	44
2. Učinci sustava EU-a za trgovanje emisijama na europska ulaganja u kratkoročnom razdoblju	51
3. Kakve gospodarske signale dobivamo od mjera neizvjesnosti?	56
4. Što su razlozi za visoku stopu štednje kućanstava u europodručju	60
5. Prijenos monetarne politike na inflaciju cijena proizvoda i usluga: granularno gledište	66
6. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 24. srpnja do 22. listopada 2024.	71
7. Postupno ukidanje operacija TLTRO III i uvjeti bankovnog kreditiranja	78

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja

Pregled

Na sastanku održanom 12. prosinca 2024. Upravno vijeće odlučilo je smanjiti tri ključne kamatne stope ESB-a za 25 baznih bodova. Odluka o smanjenju kamatne stope na novčani depozit, odnosno stope kojom Upravno vijeće usmjerava stajalište monetarne politike, zasnivala se na novoj ocjeni inflacijskih izgleda, dinamici temeljne inflacije i jačini transmisije monetarne politike.

Dezinflacija dobro napreduje. U makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2024. očekuje se da će ukupna inflacija iznositi prosječno 2,4 % u 2024., 2,1 % u 2025., 1,9 % u 2026. i 2,1 % u 2027., kada se počne primjenjivati prošireni sustav EU-a za trgovanje emisijama. U vezi s inflacijom bez energije i hrane stručnjaci predviđaju prosječnu stopu od 2,9 % u 2024., 2,3 % u 2025. i 1,9 % u 2026. i 2027.

Većina mjera temeljne inflacije upućuje na zaključak da će se inflacija stabilizirati, i to postojano, na razinama oko srednjoročnog cilja Upravnog vijeća od 2 %. Domaća inflacija blago se smanjila, ali i nadalje je visoka, i to u prvom redu zato što se plaće i cijene u određenim sektorima još prilagođavaju prošlom povećanju inflacije sa znatnim vremenskim odmakom.

Uvjeti financiranja sve su blaži: zaduživanje za poduzeća i kućanstva postupno pojeftinjuje zbog smanjenja ključnih kamatnih stopa u posljednje vrijeme. No i nadalje su pooštreni jer monetarna politika i nadalje je restriktivna i prošla povećanja kamatnih stopa još se prenose na postojeće kredite.

Stručnjaci u projekcijama iz prosinca 2024. očekuju sporiji gospodarski oporavak u odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2024. Premda se rast povećao u trećem tromjesečju, anketni pokazatelji upućuju na njegovo usporavanje u četvrtom tromjesečju. Stručnjaci predviđaju stopu gospodarskog rasta od 0,7 % u 2024., 1,1 % u 2025., 1,4 % u 2026. i 1,3 % u 2027. Predviđeni oporavak temelji se u prvom redu na rastu realnih dohodaka, koji bi kućanstvima trebao omogućiti veću potrošnju, te na većem ulaganju poduzeća. S vremenom bi postupno slabljenje utjecaja restriktivne monetarne politike trebalo pridonijeti povećanju domaće potražnje.

Upravno vijeće odlučno se zalaže za to da se inflacija stabilizira, i to postojano, na srednjoročnoj ciljnoj razini od 2 %. Pri određivanju odgovarajućeg stajališta monetarne politike na svakom će sastanku primjenjivati pristup koji se zasniva na podacima. Naime, odluke Upravnog vijeća o kamatnim stopama ovisit će o njegovoj ocjeni inflacijskih izgleda na temelju novih gospodarskih i financijskih podataka te o dinamici temeljne inflacije i jačini transmisije monetarne politike. Upravno vijeće ne opredjeljuje se unaprijed za određenu dinamiku promjene stopa.

Gospodarska aktivnost

U trećem tromjesečju 2024. stopa gospodarskog rasta nadmašila je očekivanja i iznosila je 0,4 %. Glavni pokretači rasta bili su povećanje potrošnje, kojem su pridonijeli jednokratni činitelji koji su potaknuli turizam tijekom ljeta, i stvaranje zaliha u poduzećima. No najnovije informacije upućuju na zaključak da rast gubi zamah. Ankete upućuju na daljnje smanjivanje aktivnosti u sektoru prerađivačke industrije i usporavanje rasta u uslužnom sektoru. Poduzeća su suzdržana u investicijskoj potrošnji u uvjetima slabe potražnje i vrlo neizvjesnih izgleda. Slab je i izvoz, pri čemu dio europskih industrijskih sektora teško održava konkurentnost.

Tržište rada i nadalje je otporno. Stopa rasta zaposlenosti u trećem tromjesečju 2024. iznosila je 0,2 % i ponovo bila veća nego što se očekivalo. Stopa nezaposlenosti u listopadu i nadalje je bila na povijesno niskoj razini od 6,3 %. Istodobno se nastavlja smanjivanje potražnje za radnom snagom. Stopa slobodnih radnih mjesta smanjila se u trećem tromjesečju na 2,5 %, što je za 0,8 postotnih bodova niže od njezine najviše razine, a ankete upućuju na zaključak da se u četvrtom tromjesečju otvara manje radnih mjesta.

Gospodarstvo europodručja trebalo bi se u sljedećim godinama nastaviti postupno oporavljati u uvjetima znatne geopolitičke neizvjesnosti i neizvjesnosti povezane s politikama. Naime, očekuje se da će rast realnih plaća i zaposlenosti na snažnim tržištima rada poduprijeti oporavak u kojem je potrošnja i nadalje jedan od glavnih činitelja. Domaću potražnju trebalo bi potaknuti i ublažavanje uvjeta financiranja u skladu s tržišnim očekivanjima o budućem kretanju kamatnih stopa. Unatoč velikoj neizvjesnosti, pretpostavlja se da se fiskalne politike, općenito, konsolidiraju. Bez obzira na to, sredstvima iz programa Next Generation EU trebao bi se podupirati rast do isteka programa 2027. Pod pretpostavkom iz osnovnog scenarija da trgovinske politike ključnih europskih trgovinskih partnera ostaju nepromijenjene, očekuje se da će inozemna potražnja ojačati i poduprijeti izvoz europodručja. Zbog toga bi neto trgovina, unatoč izazovima povezanim s konkurentnošću, trebala dati uglavnom neutralan doprinos rastu BDP-a. Stopa nezaposlenosti trebala bi se dodatno smanjiti na povijesno niske razine. Unatoč strukturnim problemima, očekuje se da će produktivnost tijekom projekcijskog razdoblja rasti usporedno sa slabljenjem utjecaja određenih cikličkih činitelja koji su je u posljednje vrijeme smanjivali. Općenito, u projekcijama iz prosinca 2024., predviđa se da će prosječni godišnji rast realnog BDP-a iznositi 0,7 % u 2024., 1,1 % u 2025. i 1,4 % u 2026. te da će se zatim smanjiti na 1,3 % u 2027. U odnosu na projekcije iz rujna 2024. izgledi za rast BDP-a revidirani su naniže, uglavnom zbog revizija podataka o ulaganju za prvu polovinu 2024., očekivanoga slabijeg rasta izvoza u 2025. i male revizije naniže predviđenog rasta domaće potražnje u 2026.

Fiskalne i strukturne politike trebale bi povećati produktivnost, konkurentnost i otpornost gospodarstva. Ključno je da se brzo poduzmu daljnji koraci, i to u obliku konkretnih i ambicioznih strukturnih politika, na temelju prijedloga Marija Draghija za povećanje europske konkurentnosti i prijedloga Enrica Lette za osnaživanje jedinstvenog tržišta. Upravno vijeće pozdravlja procjenu srednjoročnih planova vlada za fiskalne i strukturne politike u sklopu revidiranog okvira gospodarskog upravljanja

EU-a, koju je provela Europska komisija. Vlade bi se sada trebale usredotočiti na provedbu preuzetih obveza u sklopu okvira, i to u cijelosti i bez odgode. Time će pridonijeti održivom smanjenju proračunskih manjkova i omjera duga i BDP-a uz istodobno davanje prednosti reformama i ulaganju kojima se potiče rast.

Inflacija

Prema brzoj procjeni Eurostata godišnja inflacija povećala se s 2,0 % u listopadu na 2,3 % u studenome. Riječ je o očekivanom povećanju koje u prvom redu proizlazi iz pozitivnoga baznog učinka povezanog s energijom. Inflacija cijena hrane blago se smanjila na 2,8 %, a inflacija cijena usluga na 3,9 %. Inflacija cijena dobara porasla je na 0,7 %.

Domaća inflacija, koja se kreće u blizini inflacije cijena usluga, u listopadu je ponovo zabilježila malo smanjenje. Međutim, i nadalje je visoka i iznosi 4,2 %. Razlog tomu snažni su pritisci povezani s plaćama i činjenica da se neke cijene usluga, s određenim vremenskim odmakom, još prilagođavaju prošlom povećanju inflacije. Bez obzira na to, kretanje temeljne inflacije općenito je u skladu s postojećim povratkom inflacije na ciljnu razinu.

Većina mjera dugoročnijih inflacijskih očekivanja na razini je od oko 2 %, a tržišni pokazatelji srednjoročne i dugoročnije naknade za inflaciju znatno su se smanjili u razdoblju od sastanka Upravnog vijeća održanog 17. listopada 2024.

Stopa rasta naknade po zaposlenom, koja je u drugom tromjesečju iznosila 4,7 %, u trećem se tromjesečju 2024. smanjila na 4,4 %. To je u uvjetima stabilne produktivnosti pridonijelo sporijem rastu jediničnih troškova rada.

Slabljenje pritisaka troškova rada i daljnji utjecaj prošlog pooštavanja monetarne politike Upravnog vijeća na potrošačke cijene trebali bi pridonijeti stabilizaciji inflacije na razinama oko srednjoročnog cilja od 2 % jer prethodna velika smanjenja cijena energije i nadalje neće biti obuhvaćena izračunom godišnjih stopa.

U projekcijama iz prosinca 2024. ukupna inflacija mjerena HIPC-om trebala bi se povećati krajem 2024. te potom smanjiti i od drugog tromjesečja 2025. biti na razinama oko ESB-ova inflacijskog cilja od 2 %. Očekuje se da će bazni učinci sastavnice energije biti glavni činitelj privremenog povećanja inflacije na početku projekcijskog razdoblja. Na temelju pretpostavki o smanjenju cijena nafte i plina vjerojatno je da će inflacija cijena energije ostati negativna do druge polovine 2025. te da će i potom biti slaba. Iznimno bi trebala porasti u 2027. zbog uvođenja novih mjera za ublažavanje klimatskih promjena. Predviđa se da će inflacija cijena hrane rasti do sredine 2025., uglavnom potaknuta ponovnim jačanjem dinamike cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda, te da će se potom do 2027. smanjiti na prosječno 2,2 %. Očekuje se da će se inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane početkom 2025. smanjiti kako neizravni učinci prošlih šokova povezanih s cijenama energije budu slabjeli, kako se pritisci troškova rada budu smanjivali i kako se odgođeni učinci prošlog pooštavanja monetarne politike budu i nadalje prenosili na potrošačke cijene. Očekuje se da će tom smanjenju glavni doprinos dati

smanjenje inflacije cijena usluga, koja je do sada bila relativno perzistentna. Općenito, očekuje se smanjenje inflacije mjerene HIPC-om bez energije i hrane s 2,9 % u 2024. na 1,9 % u 2027. Rast plaća u početku će ostati povišen, ali postupno će se smanjivati kako pritisci povezani s naknadom za inflaciju budu slabiji. Očekuje se da će zbog umjerenijeg rasta naknade po zaposlenom, zajedno s oporavkom rasta produktivnosti, rast jediničnih troškova rada biti znatno sporiji. Zbog toga se predviđa da će se domaći cjenovni pritisci prvo smanjiti jer će profitne marže u početku apsorbirati još snažne pritiske troškova rada, ali će jačati tijekom projekcijskog razdoblja. Vanjski cjenovni pritisci trebali bi ostati uglavnom umjereni. U odnosu na projekcije iz rujna 2024. izgledi za ukupnu inflaciju mjerenu HIPC-om za 2024. i 2025. revidirani su neznatno naniže, uglavnom zbog iznenađenja naniže podataka te pretpostavki o nižim cijenama nafte i električne energije.

Procjena rizika

Rizici za gospodarski rast i nadalje su pretežno negativni. Zbog rizika zaoštavanja napetosti u globalnoj trgovini moglo bi doći do smanjenja izvoza i slabljenja globalnoga gospodarstva, što bi nepovoljno utjecalo na rast u europodručju. Oslabi li povjerenje, oporavak potrošnje i ulaganja mogao bi biti sporiji od očekivanoga. To bi mogli pogoršati geopolitički rizici, kao što su neopravdani rat koji Rusija vodi protiv Ukrajine i tragični sukob na Bliskom istoku, koji bi mogli izazvati poremećaje u opskrbi energijom i globalnoj trgovini. Rast bi mogao biti slabiji i bude li odgođeni utjecaj pooštavanja monetarne politike dugotrajniji nego što se očekuje. Rast bi mogao biti veći dovedu li blaži uvjeti financiranja i niža inflacija do bržeg povećanja domaće potrošnje i ulaganja.

Inflacija bi mogla biti viša budu li rast plaća ili rast dobiti veći nego što se očekuje. Pozitivni rizici za inflaciju proizlaze i iz povećane geopolitičke napetosti, koja bi u kratkoročnom razdoblju mogla dovesti do porasta cijena energije i troškova teretnog prijevoza te izazvati poremećaje u globalnoj trgovini. Nadalje, cijene hrane mogle bi biti veće od očekivanih zbog ekstremnih vremenskih uvjeta i, općenito, razvoja klimatske krize. Nasuprot tomu, inflacija bi mogla biti iznenađujuće niska u slučaju da zbog slabog povjerenja i zabrinutosti izazvane geopolitičkim događajima oporavak potrošnje i ulaganja bude sporiji od očekivanoga, da nepovoljan utjecaj monetarne politike na potražnju bude veći od očekivanoga ili da se gospodarsko okružje u ostatku svijeta neočekivano pogorša. Zaoštire li se napetosti u globalnoj trgovini, povećala bi se i neizvjesnost inflacijskih izgleda u europodručju.

Financijski i monetarni uvjeti

Tržišne kamatne stope u europodručju nastavile su se smanjivati od sastanka Upravnog vijeća u listopadu, u skladu s percepcijom o pogoršanju gospodarskih izgleda. Premda su uvjeti financiranja i nadalje restriktivni, zbog smanjenja ključnih kamatnih stopa Upravnog vijeća postupno pojeftinjuje zaduživanje za poduzeća i kućanstva.

Prosječna kamatna stopa na nove kredite poduzećima u listopadu je iznosila 4,7 %, što je za više od pola postotnog boda niže od najviše razine koju je dosegla u prethodnoj godini. Trošak tržišnoga dužničkog financiranja smanjio se za više od jednoga postotnog boda u odnosu na najvišu razinu. Prosječna kamatna stopa na nove hipotekarne kredite, koja je u listopadu iznosila 3,6 %, niža je za otprilike pola postotnog boda od najviše razine koju je dosegla u 2023., premda bi prosječna stopa na postojeće hipotekarne kredite još trebala porasti.

Bankovno kreditiranje poduzeća postupno je poraslo s niskih razina te je u listopadu zabilježeno povećanje od 1,2 % u odnosu na prethodnu godinu. Izdavanje dužničkih vrijednosnih papira poduzeća povećalo se na godišnjoj razini za 3,1 %, što je slično povećanju u prethodnih nekoliko mjeseci. U listopadu se nastavio postupni rast hipotekarnoga kreditiranja, i to po godišnjoj stopi rasta od 0,8 %.

U skladu sa svojom strategijom monetarne politike Upravno vijeće temeljito je procijenilo povezanost monetarne politike i financijske stabilnosti. Banke u europodručju i nadalje su otporne te gotovo nema naznaka stresa na financijskim tržištima. Međutim, rizici za financijsku stabilnost još su povećani. Makrobonitetna politika i nadalje je prva linija obrane od rasta financijskih ranjivosti jer pridonosi otpornosti i očuvanju prostora makrobonitetnog djelovanja.

Odluke o monetarnoj politici

Kamatna stopa na novčani depozit smanjena je na 3,00 %, kamatna stopa za glavne operacije refinanciranja na 3,15 %, a kamatna stopa za mogućnost posudbe na kraju dana na 3,40 %. Smanjenje je stupilo na snagu 18. prosinca 2024.

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

U drugoj polovini 2024. Eurosustav više nije reinvestirao u cijelosti glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase programme*, PEPP). Portfelj PEPP-a mjesečno se smanjivao za prosječno 7,5 mlrd. EUR. Upravno vijeće obustavilo je reinvestiranje u sklopu PEPP-a na kraju 2024.

Banke su u prosincu 2024. otplatile preostale iznose pozajmljene u sklopu ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja, što je kraj tog dijela normalizacije bilance.

Zaključak

Na sastanku održanom 12. prosinca 2024. Upravno vijeće odlučilo je smanjiti tri ključne kamatne stope ESB-a za 25 baznih bodova. Odluka o smanjenju kamatne stope na novčani depozit, odnosno stope kojom Upravno vijeće usmjerava stajalište monetarne politike, zasnivala se na novoj ocjeni inflacijskih izgleda, dinamici temeljne inflacije i jačini transmisije monetarne politike. Upravno vijeće odlučno se

zalaže za to da se inflacija stabilizira, i to postojano, na srednjoročnoj ciljnoj razini od 2 %. Pri određivanju odgovarajućeg stajališta monetarne politike na svakom će sastanku primjenjivati pristup koji se zasniva na podacima. Naime, odluke Upravnog vijeća o kamatnim stopama ovisit će o njegovoj ocjeni inflacijskih izgleda na temelju novih gospodarskih i financijskih podataka te o dinamici temeljne inflacije i jačini transmisije monetarne politike. Upravno vijeće ne opredjeljuje se unaprijed za određenu dinamiku promjene stopa.

U svakom slučaju, Upravno vijeće spremno je prilagoditi sve instrumente u sklopu svojih ovlasti kako bi se inflacija u srednjoročnom razdoblju stabilizirala, i to postojano, na ciljnoj razini od 2 % i kako bi se očuvala neometana transmisija monetarne politike.

1. Vanjsko okružje

Globalni gospodarski rast tijekom promatranog razdoblja (od 17. listopada do 11. prosinca 2024) i nadalje je snažan unatoč sve jačim nepovoljnim činiteljima. Anketni podatci upućuju na sveobuhvatna poboljšanja među sektorima, pri čemu je uslužni sektor ustrajno snažan. Globalna trgovina i nadalje je snažna, što je donekle posljedica predopskrbe uvoznom robom u uvjetima neizvjesnosti povezane s budućom trgovinskom politikom SAD-a. Inflacija je i nadalje umjerena, ali pritisci na rast cijena usluga i nadalje su prisutni. Prognoza globalnog rasta i inflacije obuhvaćena makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2024. u glavnim crtama ostaje nepromijenjena u odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz rujna 2024. Međutim, ishod američkih izbora znatno pridonosi neizvjesnosti međunarodnih trgovinskih politika. Pokazatelji globalne trgovine znatno su revidirani naviše kao posljedica snažnijih ostvarenja u drugom i trećem tromjesečju. Nakon oporavka u 2024. predviđa se njezin daljnji rast više u skladu s aktivnošću, iako postoje negativni rizici povezani s pojačanim trgovinskim protekcionizmom i rascjepkanošću. Tijekom projekcijskog razdoblja očekuje se postupno smanjivanje inflacije u svim razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju.

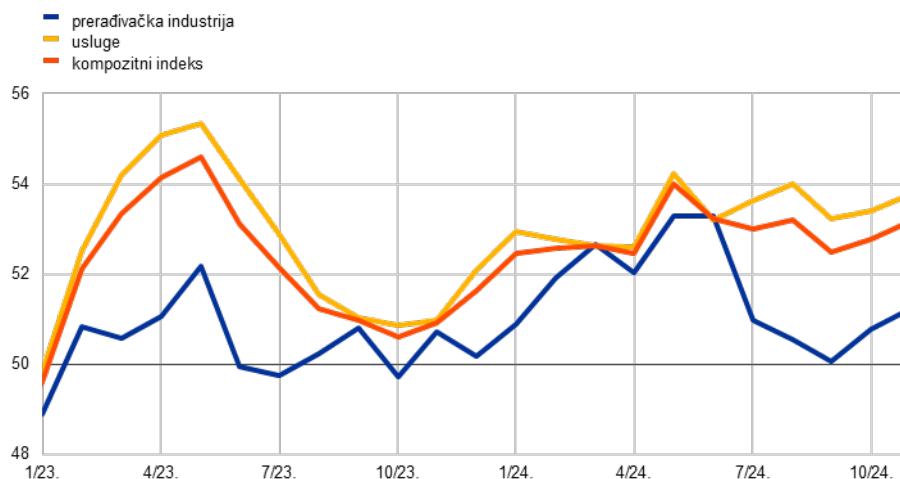
Globalna gospodarska aktivnost i nadalje je snažna, iako sve veći nepovoljni činitelji upućuju na krhkost izgleda. Globalni (isključujući europodručje)

kompozitni indeks PMI za proizvodnju (bez europodručja) i nadalje se povećava, pri čemu je ostvario porast s 52,8 u listopadu na 53,2 u studenome 2024. (Grafikon 1.). Aktivnost u uslužnom sektoru nastavila je jačati, a aktivnost u prerađivačkoj industriji poboljšala se i neznatno porasla iznad praga ispod kojeg nema rasta na 51,2 u studenome. Povećanje kompozitnog indeksa PMI za proizvodnju potaknuli su osobito Sjedinjene Američke Države i Kina. U slučaju Kine, to odražava snažnu ekspanziju sektora prerađivačke industrije, a u slučaju Sjedinjenih Američkih Država znatno poboljšanje aktivnosti u uslužnom sektoru. Najnoviji podatci upućuju na to da je globalni rast u četvrtom tromjesečju 2024. i nadalje snažan. To podupiru snažniji gospodarski podatci u Sjedinjenim Američkim Državama i Kini kao i nedavno najavljena fiskalna potpora u Kini i, u manjoj mjeri, u Ujedinjenoj Kraljevini. Geopolitičke napetosti, dugotrajne slabosti u kineskom sektoru nekretnina i neizvjesnost povezana s politikama sljedeće američke administracije također upućuju na to da su izgledi za globalni rast i nadalje krhki.

Grafikon 1.

Rast globalne proizvodnje mjerene indeksom PMI

(indeksi rasprostranjenosti)



Izvori: S&P Global Market Intelligence i izračun stručnjaka ESB-a
Napomene: „PMI“ označuje indeks PMI. Posljednji podatci odnose se na studeni 2024.

Očekuje se da izgledi globalne aktivnosti i nadalje ostanu snažni uz manje smanjenje tijekom projekcijskog razdoblja. Predviđa se da će rast globalnoga realnog BDP-a iznositi 3,4 % u 2024. i 3,5 % u 2025., a zatim se smanjiti na 3,3 % u 2026. i 3,2 % u 2027. Blago smanjenje globalnog rasta u kasnijoj fazi projekcijskog razdoblja uglavnom je posljedica očekivanja da će se rast u Kini usporiti zbog nepovoljne demografije i određenog usporavanja u Sjedinjenim Američkim Državama. Pretpostavlja se da će fiskalno popuštanje u Ujedinjenoj Kraljevini samo privremeno potaknuti rast realnog BDP-a jer će buduća povećanja poreza na dobit vjerojatno nepovoljno utjecati na aktivnost privatnog sektora. Rezultati američkih izbora znatno su pridonijeli neizvjesnosti s obzirom na to da je u ovoj fazi teško procijeniti mjere politike nove američke administracije. Projekcije stručnjaka Eurosustava iz prosinca uključuju strože imigracijske zakone i popustljivije fiskalne politike (osobito produljenje smanjenja poreza na dohodak i poreza na dobit koje je uvedeno 2017., a istječe u 2025.).

Nakon što je rast u trećem tromjesečju bio snažniji od očekivanog, očekuje se da će se brzina globalnoga rasta usporiti u kratkoročnom razdoblju. Globalni uvoz iznenadio je pozitivnim rastom u trećem tromjesečju potaknut snažnim rastom trgovine SAD-a. Nepotvrđeni dokazi upućuju na to da su se poduzeća iz SAD-a predopskrbila uvoznom robom zbog neizvjesnosti povezanih s budućim trgovinskim politikama i u očekivanju štrajkova u lukama na istočnoj obali SAD-a u listopadu. I dok je globalna trgovina sama po sebi kolebljiva, najnoviji podatci upućuju na smanjenje globalnog uvoza u četvrtom tromjesečju. Smanjenje odražava i nadalje slab ciklus prerađivačke industrije i normalizaciju uvoza robe nakon dinamičnog rasta u prethodnim tromjesečjima. To je naglašeno i manje povoljnom strukturom globalne potražnje, na koju trenutačno utječu sektor usluga koji se u manjoj mjeri zasniva na trgovini i potrošnja javnog sektora. U skladu s usporavanjem zamaha trgovine globalni (isključujući europodručje) kompozitni indeks PMI za nove izvozne narudžbe u prerađivačkoj industriji nastavio se smanjivati i zabilježio 49,4 u

studenome. S obzirom na to i troškovi prijevoza počeli su se normalizirati nakon snažnog rasta zabilježenog u drugom tromjesečju 2024. koji je odražavao povećanu potražnju za prijevozom u skladu s predopskrbom uvozom.

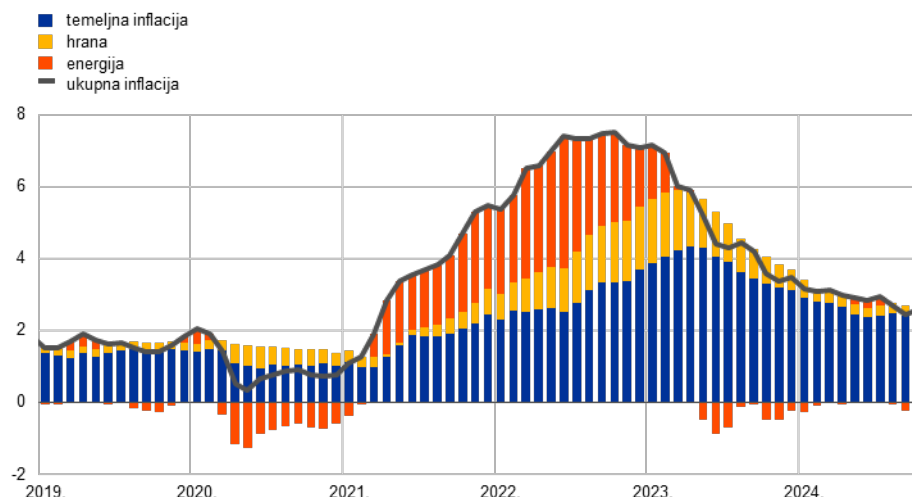
Predviđa se da će se globalna trgovina ove godine oporaviti i da će u preostalom dijelu projekcijskog razdoblja rasti više u skladu s globalnom aktivnošću, iako postoje zamjetni negativni rizici pojačanoga trgovinskog protekcionizma i rascjepkanosti. Rast globalne trgovine revidiran je naviše za 0,9 postotnih bodova u odnosu na projekcije iz rujna 2024, poglavito kao posljedica snažnijih ostvarenja u drugom i trećem tromjesečju. Predviđa se da će globalna trgovina porasti za 3,6 % u 2025. prije nego što se smanji na 3,3 % u 2026. i na 3,2 % u 2027. Međutim, izgledi su i nadalje vrlo neizvjesni. Daljnja predopskrba potaknuta očekivanjima trgovinskih ograničenja mogla bi ojačati trgovinu u kratkoročnom razdoblju. U srednjoročnom razdoblju trgovina bi se mogla još i više smanjiti s obzirom na geopolitičke napetosti u tijeku i znatno jačanje trgovinskog protekcionizma i rascjepkanosti.

Inflacija u državama članicama Organizacije za gospodarsku suradnju i razvoj (OECD) nastavila se smanjivati, ali temeljni cjenovni pritisci nastavljaju se. U listopadu se godišnja stopa ukupne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena među zemljama OECD-a (bez Turske) neznatno povećala na 2,6 % u odnosu na 2,5 % prethodnog mjeseca (Grafikon 2.). Malo povećanje ukupne inflacije rezultat je manje negativne inflacije cijena energije – koja je iznosila –0,8 % u listopadu u odnosu na –2,5 % u rujnu – dok su inflacija cijena hrane i temeljna inflacija ostale stabilne. Temeljna inflacija koja je u listopadu činila 90 % ukupne inflacije u odnosu na srednju vrijednost doprinosa od 64 % prije pandemije bolesti COVID-19 posljedica je povećane inflacije cijena usluga u razvijenim gospodarstvima. S obzirom na to da je inflacija cijena usluga pak usko povezana s rastom plaća za koji se očekuje da će se smanjiti tijekom 2025. s normalizacijom situacije na tržištima rada, očekuje se da će se ukupna inflacija u gospodarstvima država članica OECD-a nastaviti normalizirati.

Grafikon 2.

Inflacija potrošačkih cijena na području OECD-a

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Organizacija za gospodarsku suradnju i razvoj (OECD) i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Vrijednost na agregatnoj razini za područje OECD-a ne obuhvaća Tursku, a računa se primjenom godišnjih pondera indeksa potrošačkih cijena na području OECD-a. Posljednji podatci odnose se na listopad 2024.

Od sastanka Upravnog vijeća u listopadu cijene sirove nafte tipa Brent

smanjile su se za 2,9 %, a cijene plina u Europi su porasle za 17,7 %.¹ Cijene

naftne bile su vrlo kolebljive u promatranom razdoblju, ponajprije zbog geopolitičkih napetosti na Bliskom istoku. Kada je riječ o potražnji, snažna potrošnja goriva u Sjedinjenim Američkim Državama pridonijela je pritisku na rast cijena jer su im zalihe benzina pale na najnižu razinu od studenoga 2022. To je međutim neutralizirano negativnim učinkom slabije potražnje za naftom u Kini, koja se smanjila šesti mjesec zaredom u rujnu. Cijene plina u Europi porasle su za 17,7 % od sastanka Upravnog vijeća u listopadu zbog činitelja i na strani ponude i na strani potražnje. Na strani ponude povećanje se može uvelike pripisati budućem isteku sporazuma o provožu plina između Ukrajine i Rusije krajem 2024. Osim toga, nakon presude arbitražnog suda protiv Gazproma u korist austrijskog OMV-a, Gazprom je zaprijetio obustavom opskrbe plinom. Kada je riječ o potražnji, smanjena proizvodnja energije iz europskih vjetroelektrana u studenome povećala je oslanjanje na proizvodnju električne energije iz plina. To je, zajedno s prognoziranim hladnijim vremenskim prilikama, znatno snizilo razine popunjenosti skladišta plina diljem Europe i time dodatno pridonijelo porastu cijena plina. Istodobno, cijene metala snizile su se (–4,5 %), pri čemu poticajni paket u Kini nije zadovoljio očekivanja. Cijene hrane porasle su za 15,9 % pod utjecajem činitelja povezanih s opskrbom.

Gospodarska aktivnost u Sjedinjenim Američkim Državama i nadalje je snažna.

U trećem tromjesečju 2024. realni BDP nastavio je rasti postojanom dinamikom od 0,7 % tromjesečno pod utjecajem snažne domaće osobne potražnje i državne potrošnje. Nasuprot tome, doprinos privatnih ulaganja smanjio se, a privatne zalihe i neto trgovina također su negativno pridonijele rastu. Tržište rada u SAD-u nastavilo se usporavati, pri čemu se stopa nezaposlenosti povećala za 0,1 postotni bod na

¹ Krajnji datum za podatke uključene u ovaj broj Ekonomskog biltena bio je 11. prosinca 2024.

4,2 % u studenome s 3,7 % početkom 2024. Godišnji rast plaća neznatno je porastao na 4,0 % u listopadu – nakon što se smanjio tijekom godine – i nastavio bilježiti stope iznad raspona od 3 % – 3,5 % za koji Sustav federalnih rezerva smatra da je u skladu s njegovim inflacijskim ciljem. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena povećala se s 2,4 % u rujnu na 2,6 % u listopadu, dok se temeljna inflacija zadržala na razini od 3,3 %. Na sastanku u studenome, Federalni odbor za otvoreno tržište (engl. *Federal Open Market Committee*, FOMC) u skladu s očekivanjima odlučio je smanjiti ključnu kamatnu stopu za 25 baznih bodova.²

Zamah gospodarskog rasta u Kini ojačao je, ali od novog se paketa fiskalnih mjera ne očekuje da će osigurati veliki poticaj. Mjesečni pokazatelji za listopad pokazali su se snažnijim od očekivanoga, pri čemu su znatno poboljšanje ostvarili maloprodaja i rast izvoza. Oporavak maloprodaje – koji se nastavio i početkom studenoga – uvelike je potaknut tekućim trgovinskim subvencijama, pri čemu su kategorije koje je subvencionirala kineska vlada ostvarile osjetnu dobit. Istodobno, ne očekuje se da će novi paket fiskalnih mjera koji je najavljen 8. studenoga, iako zamjetan, znatno potaknuti rast. S ciljem pronalaženja rješenja za rizike za financijsku stabilnost povezane s dugom lokalne države, paket mjera ponajprije se odnosi na preusmjeravanje duga prema obveznicama s nižim troškovima servisiranja. S obzirom na to da ukupna razina duga ostaje nepromijenjena, to neće dovesti do izravnoga fiskalnog poticaja. Moguća dodatna potrošnja povezana s nižim troškovima financiranja vjerojatno neće biti visoka pa će njezin utjecaj na rast biti veoma ograničen. Inflacija potrošačkih cijena u Kini dodatno se smanjila s 0,3 % godišnje u rujnu na 0,2 % u studenome. Inflacija proizvođačkih cijena ostala je negativna na –2,5 % u studenome, čime je pridonijela zabrinutosti zbog deflacije.

Aktivnost u Ujedinjenoj Kraljevini i nadalje se smanjivala, pri čemu se ukupna inflacija povećala zbog viših cijena energije. U trećem tromjesečju 2024. BDP Ujedinjene Kraljevine povećao se za skromnih 0,1 % (tromjesečno). Vladin novi jesenski proračun predviđa povećanje javne potrošnje od 2 % BDP-a, a za koji se očekuje da će zajedno s ublažavanjem monetarne politike rezultirati postupnim doprinosom dinamici rasta u 2025. Ukupna inflacija znatno je porasla, s 1,7 % u rujnu na 2,3 % u listopadu. Na sastanku održanom u studenome središnja banka Bank of England snizila je stopu Banke za 25 baznih bodova na 4,75 %.³

² Na sastanku 18. prosinca – koji je održan nakon promatranog razdoblja od 17. listopada do 11. prosinca – FOMC je odlučio smanjiti ciljani raspon svoje ključne kamatne stope za još 25 baznih bodova.

³ Na sastanku 18. prosinca – koji je održan nakon promatranog razdoblja od 17. listopada do 11. prosinca – središnja banka Bank of England odlučila je da će stopa Banke ostati nepromijenjena.

2. Gospodarska aktivnost

Gospodarska aktivnost, koja se u drugom tromjesečju 2024. povećala za 0,2 %, u trećem je tromjesečju porasla za 0,4 % zahvaljujući oporavku potrošnje i rastu zaliha, dok se neto trgovina smanjila. Zaposlenost je porasla za 0,2 % u trećem tromjesečju, što upućuje na određeni oporavak produktivnosti. Gledano po sektorima, industrijska aktivnost bez irskih proizvoda intelektualnog vlasništva nastavila se smanjivati u trećem tromjesečju kao posljedica slabe potražnje, gubitaka konkurentnosti i povećane neizvjesnosti. Za razliku od toga, uslužni sektor nastavio je rasti, potaknut većinom netržišnim uslugama i uslugama povezanim s poslovanjem. Anketni pokazatelji upućuju na slabljenje gospodarske aktivnosti na prijelazu u 2025. godinu. Indeksi PMI (engl. Purchasing Managers' Index) za prerađivačku industriju i uslužni sektor u četvrtom tromjesečju bili su ispod razina zabilježenih u trećem tromjesečju, a narudžbe i poslovna očekivanja smanjili su se, što upućuje na daljnje slabosti na početku 2025. Kada je riječ o domaćoj potražnji, zbog niskog pouzdanja izgledno je da će se osobna potrošnja, nakon snažnog rasta u trećem tromjesečju, u četvrtom tromjesečju usporiti. Usto, pokazatelji za stanovanje, poslovno ulaganje i izvoz upućuju na kontinuiranu slabost u kratkoročnom razdoblju. U nadolazećem razdoblju predviđeni oporavak realnih dohodaka trebao bi, uz veće plaće i snažno tržište rada, kućanstvima omogućiti veću potrošnju. Osim toga, očekuje se jačanje inozemne potražnje koje će poduprijeti izvoz europodručja.

Takva očekivanja u glavnim crtama potvrđuju makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2024., u kojima se predviđa da će godišnji rast realnog BDP-a iznositi 0,7 % u 2024., 1,1 % u 2025. i 1,4 % u 2026., nakon čega će se usporiti na 1,3 % u 2027.⁴

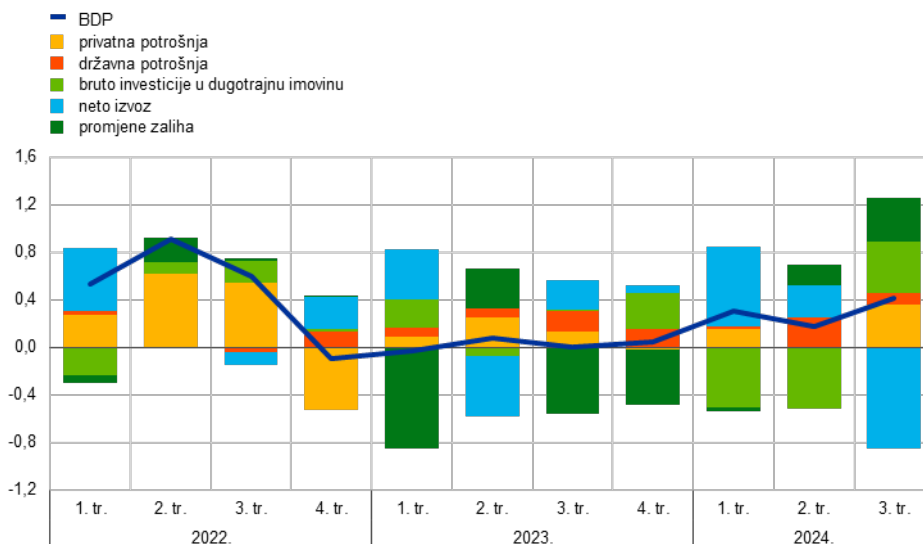
Prema Eurostatovoj posljednjoj procjeni realni BDP tromjesečno se povećao za 0,4 % u trećem tromjesečju 2024., nakon što je u prethodnom tromjesečju porastao za 0,2 % (Grafikon 3.). Domaća potražnja i promjene zaliha pozitivno su pridonijele rastu u trećem tromjesečju, dok se neto trgovina smanjila. Iako je rast ukupnih ulaganja u trećem tromjesečju bio pozitivan, procjenjuje se da je bio negativan ako se isključi dosad nezabilježeno veliko povećanje ulaganja izvan građevinarstva u Irskoj.

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

Grafikon 3.

Realni BDP europa područja i njegove komponente

(tromjesečne promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2024.

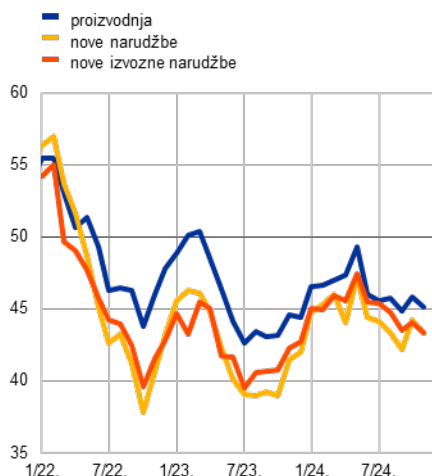
Anketni podatci upućuju na slabije četvrto tromjesečje 2024. Proizvodnja mjerena indeksom PMI u prosjeku je pala na 49,2 u listopadu i studenome (s 50,3 u trećem tromjesečju) zbog smanjenja zabilježenih i u uslužnom sektoru i u prerađivačkoj industriji. U prerađivačkoj industriji indeks PMI nastavio se smanjivati u četvrtom tromjesečju, a taj trend traje već 20 mjeseci zaredom (Grafikon 4.). Indeks PMI za nove narudžbe i nadalje je ispod razine od 50, što upućuje na slabe kratkoročne izgleda za industriju. U uslužnom sektoru indeks PMI u studenome je pao ispod razine od 50, prvi put od siječnja 2024., iako prosjek za listopad i studeni i nadalje pokazuje skroman trend rasta na razini od 50,5. Pokazatelji poslovnog pouzdanja Europske komisije upućuju na slična kretanja. Nakon pada u listopadu, indeks ekonomskog raspoloženja uglavnom se kretao u uskom rasponu u studenome i upućivao na to da nepovoljni utjecaji u tijeku ugrožavaju oporavak. Rezultati ankete Komisije o činiteljima koji ograničavaju proizvodnju za četvrto tromjesečje pokazuju da je prerađivačka industrija još pod utjecajem nedovoljne potražnje i manjka radne snage u odnosu na povijesne prosjeke, dok u uslužnom sektoru potražnja nije ograničavajući činitelj.

Grafikon 4.

Pokazatelji mjereni indeksom PMI po sektorima gospodarstva

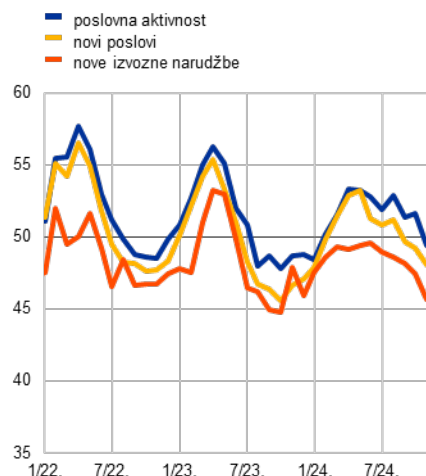
a) prerađivačka industrija

(indeksi rasprostranjenosti)



b) usluge

(indeksi rasprostranjenosti)



Izvor: S&P Global Market Intelligence

Napomena: Posljednji podatci odnose se na studeni 2024.

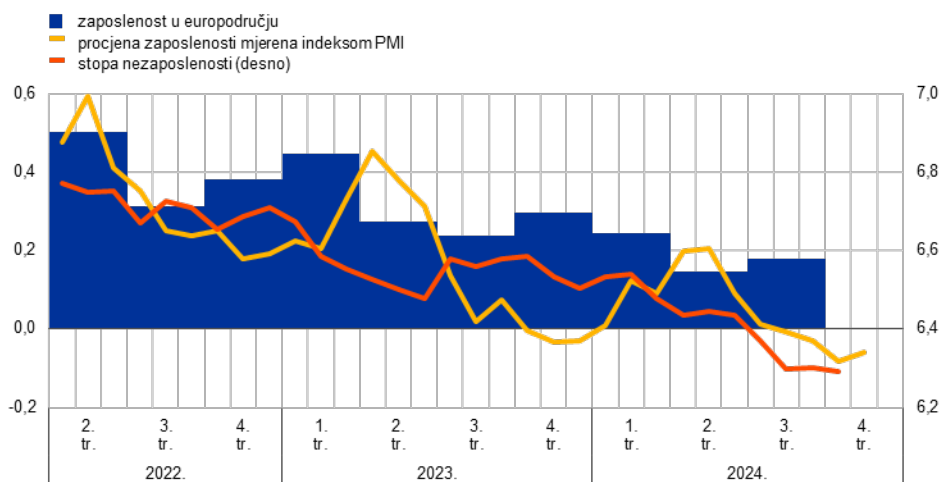
Zaposlenost se u trećem tromjesečju 2024. povećala za 0,2 %. Ta je stopa uglavnom jednaka stopi zabilježenoj u prvoj polovini godine (Grafikon 5.). Rast zaposlenosti bio je usklađeniji s rastom BDP-a u trećem tromjesečju i tako omogućio određeni oporavak produktivnosti, koja se povećala za 0,2 %.⁵ Ukupan broj odrađenih sati ostao je nepromijenjen u trećem tromjesečju, što je dovelo do smanjenja od 0,1 % u prosječnom broju odrađenih sati. Stopa nezaposlenosti iznosila je 6,3 % u listopadu, jednako kao u rujnu, i tako ostala na najnižoj razini od uspostave eura. Potražnja za radnom snagom donekle se smanjila s visokih razina zabilježenih nakon pandemije, pri čemu je u trećem tromjesečju stopa slobodnih radnih mjesta pala na 2,5 %, što je za 0,1 postotni bod manje nego u prethodnom tromjesečju i bliže vrhuncu zabilježenom prije pandemije.

⁵ Za pregled tržišta rada europodručja u protekle dvije godine vidi članak pod naslovom „Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024” u ovom broju Ekonomskog biltena.

Grafikon 5.

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 radi izračuna tromjesečnog rasta zaposlenosti. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2024. za zaposlenost u europodručju, na studeni 2024. za procjenu zaposlenosti mjerenu indeksom PMI i na listopad 2024. za stopu nezaposlenosti.

Kratkoročni pokazatelji tržišta rada upućuju na stabilnu zaposlenost u četvrtom tromjesečju 2024.

Mjesečni pokazatelj zaposlenosti mjereno kompozitnim indeksom PMI blago se povećao s 49,2 u listopadu na 49,4 u studenome, što upućuje na to da će zaposlenost u četvrtom tromjesečju vjerojatno uglavnom ostati nepromijenjena. Indeks PMI za uslužni sektor povećao se s 50,3 u listopadu na 51,0 u studenome, dok je kod indeksa PMI u prerađivačkoj industriji i građevinarstvu i nadalje prisutan trend kontrakcije.

Osobna potrošnja snažno se povećala u trećem tromjesečju, no na prijelazu u 2025. godinu očekuje se njezino usporavanje.

Nakon slaboga prosječnog rasta u prethodnim tromjesečjima, osobna potrošnja u europodručju tromjesečno se povećala za 0,7 % u trećem tromjesečju (Grafikon 6.), vjerojatno zahvaljujući privremenim činiteljima kao što su Olimpijske i Paraolimpijske igre u Parizu 2024., no to je povećanje bilo ograničeno. Potrošnja robe u trećem se tromjesečju oporavila i povećala uglavnom u skladu s potrošnjom usluga, na što upućuje tromjesečni porast maloprodaje od 1 % u trećem tromjesečju u odnosu na skromnije povećanje od 0,2 % u proizvodnji usluga. Međutim, najnoviji podatci upućuju na to da se u četvrtom tromjesečju potrošnja kućanstava najvjerojatnije usporila jer se maloprodaja u listopadu smanjila. Pokazatelj pouzdanja potrošača Europske komisije također je u studenome pao na razinu zabilježenu u rujnu. Unatoč tome, pokazatelji budućih kretanja upućuju na oporavak u idućim tromjesečjima, što je vidljivo u najnovijim makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava.⁶ Pokazatelji Europske komisije koji se odnose na poslovna očekivanja glede potražnje za uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima nastavili su

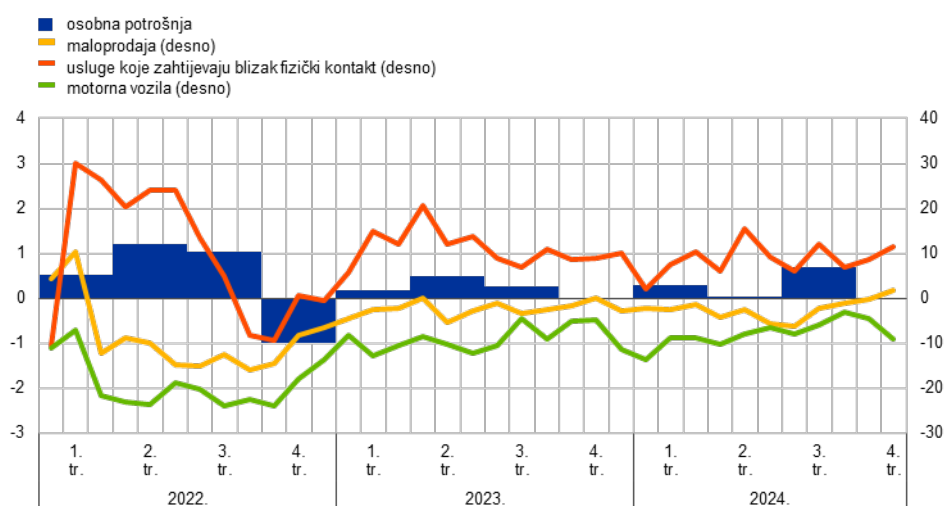
⁶ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, prosinac 2024.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 12. prosinca 2024.

se poboljšavati u studenome, a najnovija ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača također je pokazala da su očekivani paket-aranžmani i nadalje na visokoj razini unatoč određenom slabljenju. Očekivanja potrošača u vezi s velikim kupnjama u sljedećih dvanaest mjeseci dodatno su se poboljšala u studenome i premašila razine zabilježene u razdoblju prije pandemije, što upućuje na povećanje potražnje potrošača za robom. Očekuje se da će veća kupovna moć i kontinuirana povećanja realnog dohotka i u nadolazećim tromjesečjima podupirati potrošnju. Istodobno, neizvjesnost je i nadalje povišena, a kućanstva bi i ubuduće mogla biti zabrinuta u vezi s dugoročnim političkim pitanjima, što bi moglo imati nepovoljan učinak na njihove odluke povezane s kupnjom (vidi [Okvir 3.](#)).

Grafikon 6.

Osobna potrošnja i očekivanja glede maloprodaje, usluga koje zahtijevaju blizak fizički kontakt i motornih vozila

(tromjesečne promjene u postotcima, neto stanje u postotcima)



Izvori: Eurostat, Europska komisija i izračun ESB-a

Napomene: Očekivanja glede maloprodaje (isključujući motorna vozila), očekivana potražnja za uslugama koje zahtijevaju blizak fizički kontakt i očekivana prodaja motornih vozila u sljedeća tri mjeseca odnose se na neto stanje u postotcima, „usluge koje zahtijevaju blizak fizički kontakt” odnose se na usluge smještaja, usluge pripreme i usluživanja hrane te usluge putovanja. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2024. za osobnu potrošnju i studeni 2024. za očekivanja glede maloprodaje, usluga koje zahtijevaju blizak fizički kontakt i motornih vozila.

Poslovna ulaganja znatno su se smanjila u trećem tromjesečju 2024. i vjerojatno će ostati slaba u kratkoročnom razdoblju.

Nakon što su se u prvoj polovini godine blago povećala, ulaganja izvan građevinarstva isključujući nematerijalnu imovinu u Irskoj tromjesečno su se smanjila za 1,1 % u trećem tromjesečju. Rast ulaganja u četvrtom će se tromjesečju vjerojatno nastaviti usporavati, na što upućuju proizvodnja mjerena indeksom PMI, pokazatelji narudžba i ankete pouzdanja Europske komisije za sektor kapitalnih dobara do studenoga (Grafikon 7., panel a)). Najnovija anketa Komisije o činiteljima koji ograničavaju proizvodnju u sektoru kapitalnih dobara upućuje na slabu potražnju i smanjenu potrebu za daljnjim ulaganjima u opremu u četvrtom tromjesečju. Povišena neizvjesnost povezana s geopolitičkom situacijom, trgovinskim carinama i gospodarskom politikom i nadalje ograničava ulaganja (vidi [Okvir 3.](#)). U takvom je okruženju nastavljen rast stečaja, koji su se u trećem tromjesečju 2024. nalazili na razini za oko 23 % višoj nego u 2019. U nadolazećem razdoblju očekuje se postupno

porast ulaganja kao posljedica ublažavanja utjecaja pooštrenih uvjeta financiranja, poboljšanja potražnje i provedbe planova koji obuhvaćaju zelena i digitalna ulaganja.

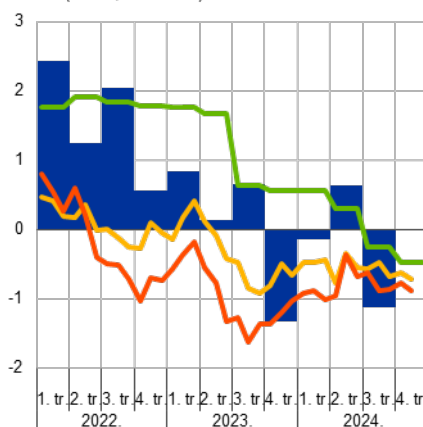
Grafikon 7.

Dinamika realnih ulaganja i anketni podatci

a) poslovna ulaganja

(tromjesečne promjene u postotcima, indeksi rasprostranjenosti i prilagodbe za srednju vrijednost)

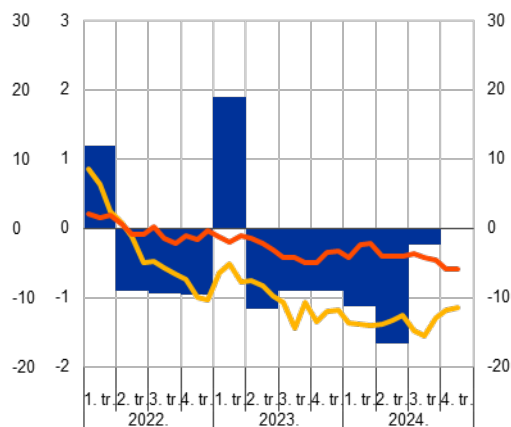
■ poslovna ulaganja
— indeks PMI – proizvodnja (desno)
— indeks PMI – nove narudžbe (desno)
— ograničenja proizvodnje povezana s potražnjom (desno, invertirano)



b) ulaganja u stambene nekretnine

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

■ ulaganje u stambenu izgradnju
— indeks PMI – proizvodnja (desno)
— trend aktivnosti EK-a (desno)



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

Napomene: Linije označuju mjesečna kretanja, a stupci se odnose na tromjesečne podatke (osim za anketne podatke koji se odnose na činitelje koji ograničavaju proizvodnju, koji su također tromjesečni). Indeksi PMI izraženi su kao odstupanje od vrijednosti 50. Na panelu a) poslovno ulaganje mjeri se ulaganjima izvan građevinarstva isključujući nematerijalnu imovinu u Irskoj. Kratkoročni pokazatelji odnose se na sektor kapitalnih dobara. „Ograničenja proizvodnje povezana s potražnjom“ izražena su kao prosjek u razdoblju od prvog tromjesečja 1991. do četvrtog tromjesečja 2019. i zatim invertirana. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2024. za poslovno ulaganje i studeni 2024. za sve ostale stavke. Na panelu b) linija pokazatelja Europske komisije o trendu aktivnosti odnosi se na ponderirani prosjek procjene sektora gradnje zgrada i sektora specijaliziranih građevinskih djelatnosti glede trenda aktivnosti u odnosu na prethodna tri mjeseca, preračunat kako bi imao istu standardnu devijaciju kao indeks PMI. Linija proizvodnje mjerene indeksom PMI odnosi se na aktivnost stambene izgradnje. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2024. za ulaganje u stambene nekretnine i studeni 2024. za proizvodnju mjerenu indeksom PMI i trend aktivnosti Europske komisije.

Ulaganje u stambene nekretnine blago se smanjilo u trećem tromjesečju 2024.

i očekuje se da će nastaviti padati u kratkoročnom razdoblju. Ulaganje u stambene nekretnine u europodručju palo je za 0,2 % u trećem tromjesečju, a proizvodnja u sektorima gradnje zgrada i specijaliziranih građevinskih djelatnosti smanjila se za 0,6 %. Anketni pokazatelji aktivnosti upućuju na daljnje slabljenje u četvrtom tromjesečju 2024. jer su se i indeks PMI za proizvodnju stambenih nekretnina i pokazatelj Europske komisije kojim se bilježi aktivnost u sektorima gradnje zgrada i specijaliziranih građevinskih djelatnosti u posljednja tri mjeseca nastavili smanjivati do studenoga (Grafikon 7., panel b)). Međutim, ulaganje u stambene nekretnine trebalo bi se stabilizirati tijekom 2025. Prema anketi Europske komisije namjera kućanstava da u kratkoročnom razdoblju kupe ili sagrade stambenu nekretninu dodatno se povećala u četvrtom tromjesečju 2024. Na sličan način, ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača pokazuje da se udio kućanstava koja smatraju stanovanje dobrim ulaganjem dosad općenito znatno povećao u 2024., iako se blago smanjio u listopadu. To poboljšanje raspoloženja podupiru sve niže kamatne stope na hipotekarne kredite i vidljivo je u postupnom oporavku stambenih

kredita, na što također upućuje anketa o kreditnoj aktivnosti banaka u europodručju iz listopada.

Rast izvoza europodručja nastavio se usporavati u trećem tromjesečju 2024.

Ukupni rast izvoza europodručja tromjesečno se usporio za 1,5 % u trećem tromjesečju. Spomenuto usporavanje potvrđuje trajne izazove s kojima se u vezi s konkurentnošću suočavaju izvoznici iz europodručja, čak i u uvjetima oporavka globalne potražnje. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, ankete upućuju na to da će izvozna ostvarenja u kratkoročnom razdoblju ostati prigušena. Najnoviji indeksi PMI za izvozne narudžbe u studenome ostali su znatno ispod praga ispod kojeg nema rasta za prerađivačku industriju, a u uslužnom sektoru upućuju na povećanu slabost. Istodobno se rast uvoza u trećem tromjesečju blago ubrzao, za 0,2 % u odnosu na prethodno tromjesečje, zbog skromnog povećanja domaće potrošnje. Općenito, u trećem je tromjesečju neto izvoz BDP-u dao negativan doprinos od 0,9 postotnih bodova.

Što se tiče nadolazećeg razdoblja, očekuje se nastavak postupnog oporavka gospodarstva europodručja u projekcijskom razdoblju, ali u uvjetima znatne neizvjesnosti. Nakon očekivanog povećanja BDP-a od 0,7 % u 2024., očekuje se jačanje rasta gospodarske aktivnosti u sljedeće tri godine. Naime, očekuje se da će rast realnih plaća i zaposlenosti na tržištima rada koja su unatoč znakovima slabljenja i nadalje otporna, poduprijeti postojani oporavak potražnje. Domaću potražnju trebali bi potaknuti i ublaženi uvjeti financiranja u skladu s tržišnim očekivanjima o budućem kretanju kamatnih stopa.

Očekuje se da će gospodarski oporavak biti sporiji nego što se predviđalo u projekcijama iz rujna 2024. Premda se rast povećao u trećem tromjesečju ove godine, anketni pokazatelji upućuju na njegovo usporavanje u tekućem tromjesečju. Prema projekcijama iz prosinca 2024. predviđa se stopa gospodarskog rasta od 0,7 % u 2024., 1,1 % u 2025., 1,4 % u 2026. i 1,3 % u 2027. Predviđeni oporavak temelji se u prvom redu na rastu realnih dohodaka, koji bi kućanstvima trebao omogućiti veću potrošnju, te na većem ulaganju poduzeća. S vremenom bi postupno slabljenje utjecaja restriktivne monetarne politike trebalo pridonijeti povećanju domaće potražnje.

3. Cijene i troškovi

Ukupna inflacija u europodručju povećala se s 2,0 % u listopadu na 2,3 % u studenome 2024., ponajprije zbog povećanja inflacije cijena energije.⁷ Istodobno je kretanje temeljne inflacije općenito u skladu s postojanim vraćanjem ukupne inflacije na ciljnu razinu od 2 % u srednjoročnom razdoblju. Pokazatelj domaće inflacije blago se smanjio u listopadu, iako je i nadalje visok zbog snažnog rasta plaća i činjenice da se cijene nekih stavka još prilagođavaju prošlom snažnom povećanju inflacije sa znatnim vremenskim odmakom. Opća stopa rasta troškova rada smanjuje se, a rast jedinične dobiti i nadalje djelomično neutralizira utjecaj još uvijek povećanih pritisaka troškova rada i time pridonosi dezinflaciji koja je u tijeku. Većina pokazatelja dugoročnih inflacijskih očekivanja ostala je uglavnom nepromijenjena na razini od oko 2 %, a mjere zasnovane na tržišnim pokazateljima smanjile su se i približile toj razini u promatranom razdoblju. U makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2024. predviđa se da će ukupna inflacija iznositi prosječno 2,4 % u 2024., 2,1 % u 2025., 1,9 % u 2026. i 2,1 % u 2027., kada će se početi primjenjivati prošireni sustav EU-a za trgovanje emisijama.⁸

Ukupna inflacija u europodručju mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) povećala se s 2,0 %, koliko je iznosila u listopadu, na 2,3 % u studenome 2024. (Grafikon 8.). To je povećanje ponajprije rezultat očekivanog povećanja inflacije cijena energije, koja se povećala s –4,6 % u listopadu na –1,9 % u studenome, uglavnom zbog pozitivnoga baznog učinka. Inflacija cijena hrane blago se smanjila, s 2,9 % u listopadu na 2,8 % u studenome zbog niže godišnje stope promjene cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda, a godišnja stopa promjene cijena prerađenih prehrambenih proizvoda neznatno se povećala. Inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane (HIPCX) ostala je nepromijenjena u studenome na razini od 2,7 %, isto koliko je iznosila u listopadu i rujnu, zbog toga što je blago smanjenje inflacije cijena usluga (s 4,0 % u listopadu na 3,9 % u studenome) neutralizirano povećanjem inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije (IPE) (s 0,5 % u listopadu na 0,7 % u studenome). Godišnja stopa inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije ostala je blizu svojega dugoročnog prosjeka od 0,6 % u razdoblju prije pandemije bolesti COVID-19, a ustrajna inflacija cijena usluga odražava utjecaj i nadalje snažnih pritisaka na plaće u nekim njezinim stavkama i učinke odgođenoga ponovnog određivanja cijena u njezinim drugim stavkama.

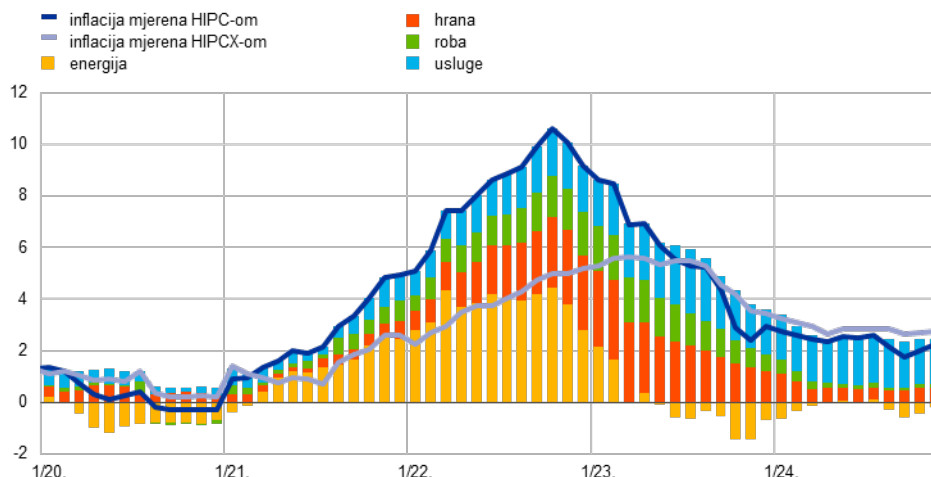
⁷ Krajnji datum za podatke uključene u ovaj broj Ekonomskog biltena bio je 11. prosinca 2024. Ova brza procjena Eurostata revidirana je naniže za 0,1 postotni bod na 2,2 % prema podatcima o inflaciji mjerenoj HIPC-om za studeni objavljenima 18. prosinca 2024.

⁸ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, prosinac 2024.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 12. prosinca 2024.

Grafikon 8.

Ukupna inflacija i njezine glavne komponente

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Roba se odnosi na inflaciju cijena industrijskih proizvoda bez energije. Posljednji podatci odnose se na studeni 2024. (brza procjena).

Većina mjera temeljne inflacije upućuje na zaključak da će se inflacija stabilizirati, i to postojano, na razinama oko srednjoročnog cilja od 2 %, a raspon vrijednosti među tim mjerama smanjio se (Grafikon 9.). U

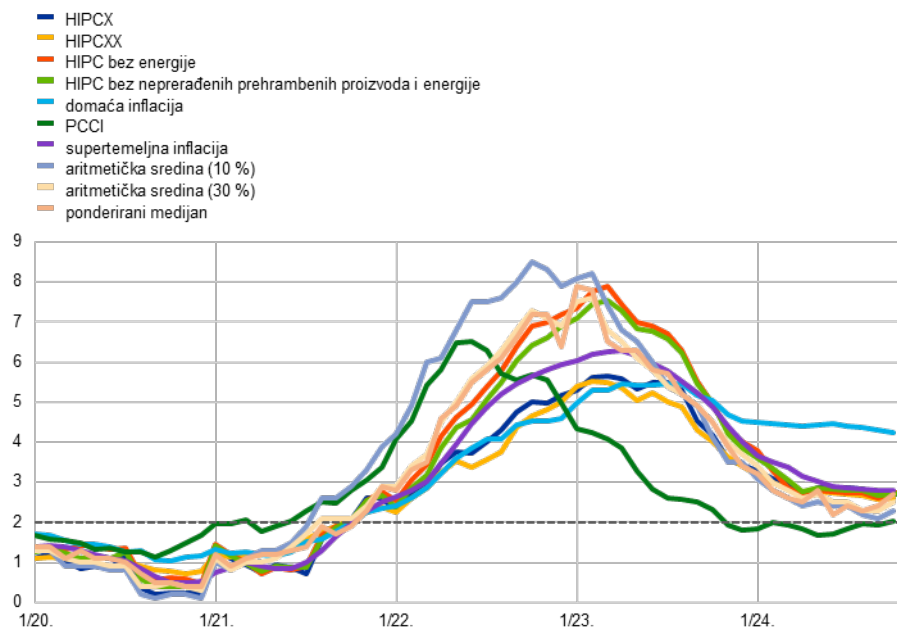
listopadu 2024., posljednjem mjesecu za koji su dostupni podatci, većina vrijednosti pokazatelja kretala se u rasponu od 2,0 % do 2,8 %.⁹ Perzistentna i zajednička komponenta inflacije (engl. *Persistent and Common Component of Inflation, PCCI*), koja je obično najbolji pokazatelj buduće ukupne inflacije, nalazila se na najnižoj razini tog raspona, a pokazatelj supertemeljne (engl. *Supercore*) komponente inflacije, koji se sastoji od stavka HIPC-a osjetljivih na poslovni ciklus, ostao je nepromijenjen na razini od 2,8 %. Inflacija mjerena HIPCX-om bez stavka povezanih s putovanjima, odjeće i obuće (HIPCXX) također je ostala nepromijenjena na razini od 2,6 %, a aritmetičke sredine modificirane za 10 % odnosno 30 %, kojima se sa svakoga kraja distribucije stavka HIPC-a uklanja 5 % odnosno 15 % godišnje stope promjene, blago su se povećale. Iako je pokazatelj domaće inflacije ostao na dugotrajno visokoj razini, dodatno se blago smanjio na 4,2 %, s 4,3 % u rujnu i 4,4 % u kolovozu. To odražava veliku važnost stavka usluga kao što su osiguranje i najamnine, koje sporije reagiraju na opće inflacijske pritiske i slabljenje ograničenja monetarne politike.

⁹ Za više informacija vidi Lane, P. R., „[Underlying inflation: an update](#)”, govor na konferenciji Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024, koju su organizirali Banka federalnih rezervi Clevelanda i ESB, Cleveland, 24. listopada 2024.

Grafikon 9.

Pokazatelji temeljne inflacije

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Siva isprekidana linija označuje inflacijski cilj ESB-a od 2 % u srednjoročnom razdoblju. Posljednji podatci odnose se na studeni 2024. (brza procjena) za HIPCX, HIPC bez energije i HIPC bez neprerađenih prehrambenih proizvoda i energije te na listopad 2024. za sve ostale pokazatelje.

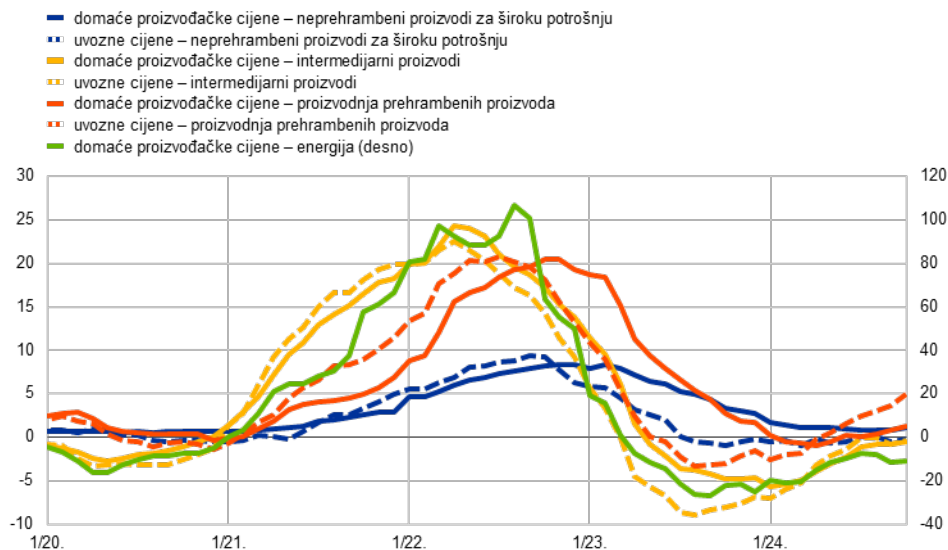
Pritisci proizvođačkih troškova povećali su se u listopadu, iako su i nadalje bili umjereni u svim kategorijama djelatnosti (Grafikon 10.).

U ranim fazama cjenovnog lanca inflacija proizvođačkih cijena energije, koja je negativna od travnja 2023., blago se povećala na $-11,2$ % u listopadu 2024., s $-11,5$ % u rujnu. Godišnja stopa rasta proizvođačkih cijena za domaću prodaju intermedijarnih proizvoda također je ostala negativna, iako manje nego prethodnog mjeseca (povećanje s $-0,8$ % u rujnu na $-0,5$ % u listopadu). Slično tome, godišnja stopa rasta uvoznih cijena intermedijarnih proizvoda povećala se s $-0,8$ % u rujnu na $-0,4$ % u listopadu. U kasnijim fazama cjenovnog lanca inflacija domaćih proizvođačkih cijena neprehrambenih proizvoda za široku potrošnju povećala se s $0,9$ %, koliko je iznosila u rujnu, na $1,1$ % u listopadu. Inflacija domaćih proizvođačkih cijena proizvodnje prehrambenih proizvoda također se povećala, s $0,9$ %, koliko je iznosila u rujnu, na $1,3$ % u listopadu, a inflacija uvoznih cijena proizvodnje prehrambenih proizvoda u listopadu se povećala na $4,9$ %, vjerojatno zbog nedavnog povećanja međunarodnih cijena prehrambenih sirovina po dvoznamenkastim stopama. Općenito, pritisci proizvođačkih troškova povećali su se u svim kategorijama djelatnosti, iako i s nadalje umjerenih razina, što upućuje na prestanak slabljenja pritisaka proizvođačkih troškova koji su se akumulirali zbog prethodnih troškovnih šokova.

Grafikon 10.

Pokazatelji pritisaka proizvođačkih troškova

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na listopad 2024.

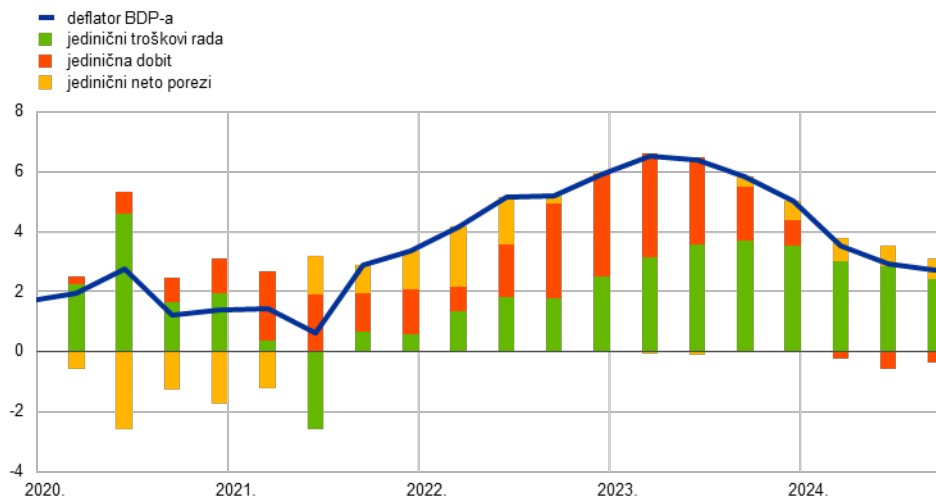
Domaći troškovni pritisci, mjereni porastom deflatora BDP-a, dodatno su se smanjili u trećem tromjesečju 2024. iako su ostali na povišenim razinama (Grafikon 11.). Godišnja stopa rasta deflatora BDP-a smanjila se na 2,7 % u trećem tromjesečju 2024., s 2,9 % u prethodnom tromjesečju. To je smanjenje odražavalo manji doprinos jediničnih troškova rada, pri čemu je doprinos jediničnih neto poreza ostao nepromijenjen, a doprinos jedinične dobiti malo se povećao. Rast jedinične dobiti ostao je negativan unatoč njegovu povećanju, što upućuje na to da i nadalje neutralizira utjecaj i nadalje snažnih pritisaka troškova rada. Slabiji doprinos jediničnih troškova rada rezultat je slabljenja rasta plaća, mjenog naknadom po zaposlenom, koji se smanjio s 4,7 % u drugom tromjesečju 2024. na 4,4 % u trećem tromjesečju. Slično smanjenje zabilježeno je i kada je riječ o rastu naknade po satu. Nasuprot tome, rast dogovorenih plaća povećao se s 3,5 % u drugom tromjesečju na 5,4 % u trećem tromjesečju 2024., iako podatci o najnovijim sporazumima o plaćama iz ESB-ova sustava za praćenje budućega kretanja plaća upućuju na slabiji rast u četvrtom tromjesečju 2024.¹⁰ Općenito gledajući, najnovija kretanja plaća upućuju na smanjivanje važnosti naknada za visoku prošlu inflaciju i dostizanja realnih plaća. U makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2024. predviđa se da će rast naknade po zaposlenom iznositi prosječno 4,6 % u 2024. i da će se potom dodatno smanjiti na 2,8 % u 2027. Međutim, očekuje se da će ostati iznad povijesnih razina zbog daljnje nestašice radne snage na tržištima rada i preostale naknade za inflaciju.

¹⁰ Vidi Górnicka, L. i Koester, G. (urednici), „A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area”, *Occasional Paper Series*, br. 338, ESB, Frankfurt na Majni, veljača 2024.

Grafikon 11.

Raščlamba deflatora BDP-a

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

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

Većina mjera dugoročnijih inflacijskih očekivanja na razini je od oko 2 %, a tržišni pokazatelji srednjoročne i dugoročnije naknade za inflaciju znatno su se smanjili u razdoblju od sastanka Upravnog vijeća održanog 17. listopada 2024. (Grafikon 12.).

Prosječna dugoročnija inflacijska očekivanja i medijan dugoročnijih inflacijskih očekivanja zadržali su se na razini od 2 % u ESB-ovoj Anketi o prognozama stručnjaka (engl. *Survey of Professional Forecasters*) za četvrto tromjesečje 2024. i u ESB-ovoj Anketi monetarnih analitičara (engl. *Survey of Monetary Analysts*) iz prosinca 2024. Kratkoročnija očekivanja za 2025. zasnovana na anketama također su bila na razini od oko 2 %, uz male pomake ovisno o najnovijim podacima i kretanjima cijena energenata. Zabilježeno je povećanje mjera kratkoročne naknade za inflaciju zasnovanih na tržišnim pokazateljima, mjenjenih financijskim izvedenicama uz inflaciju (engl. *inflation fixings*) (na temelju HIPC-a bez duhanskih proizvoda). To upućuje na zaključak da sudionici na tržištu očekuju da će inflacija biti neznatno iznad 2 % na prijelazu u 2025., a nakon toga iznositi otprilike 2 % u 2025. i smanjiti se neznatno ispod 2 % u 2026. Jednogodišnja kamatna stopa na jednogodišnje termenske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije uglavnom je ostala nepromijenjena u promatranom razdoblju i iznosila je oko 1,7 %. Promatrano u srednjoročnom i dugoročnom razdoblju, mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima neznatno su se smanjila na oko 2 %. Petogodišnja kamatna stopa na petogodišnje termenske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije smanjila se za 5 postotnih bodova u promatranom razdoblju, uglavnom zbog niže premije za inflacijski rizik. Procjene stvarnih inflacijskih očekivanja zasnovane na modelu, isključujući premiju za inflacijski rizik, također upućuju na to da sudionici na tržištu i nadalje očekuju da će inflacija iznositi oko 2 % u dugoročnijem razdoblju. Kada je riječ o potrošačima, inflacijska očekivanja ostala su uglavnom stabilna. Prema ESB-ovoj anketi o očekivanjima potrošača iz listopada 2024. medijan očekivanja glede ukupne inflacije za sljedećih godinu dana

blago se povećao na 2,5 %, s 2,4 % u rujnu, a očekivanja za sljedeće tri godine ostala su nepromijenjena i iznosila su 2,1 %. Percepcija inflacije u prethodnih godinu dana dodatno se smanjila na 3,2 % u listopadu, što je smanjenje za više od 5 postotnih bodova u odnosu na najvišu razinu od 8,4 % u rujnu 2023.

Grafikon 12.

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

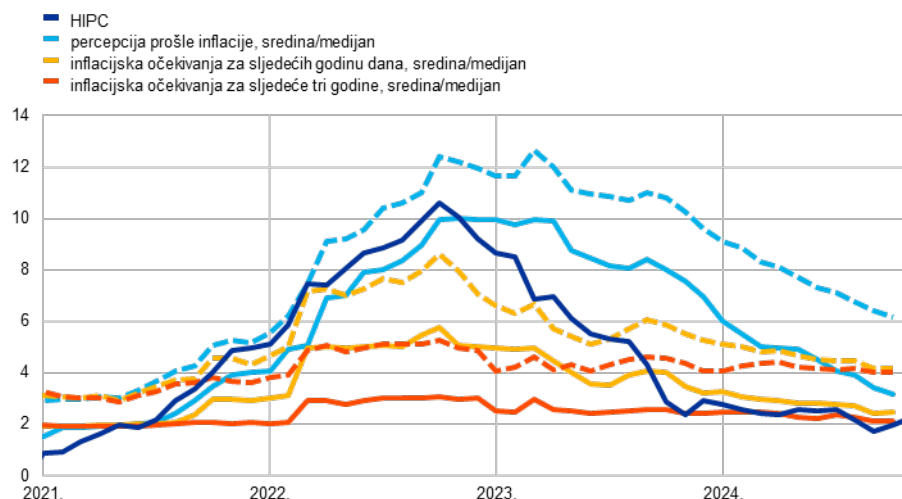
a) mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima

(godišnje promjene u postocima)



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

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: LSEG, Eurostat, anketa o očekivanjima potrošača i izračun ESB-a

Napomene: Panel a) prikazuje kamatne stope na terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije za različita razdoblja za europodručje. Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 12. rujna 2024. Na panelu b) isprekidane linije označuju sredinu, a pune linije označuju medijan. Posljednji podatci odnose se na 11. prosinca 2024. za terminske stope, na studeni 2024. (brza procjena) za HIPC i na listopad 2024. za ostala mjerila.

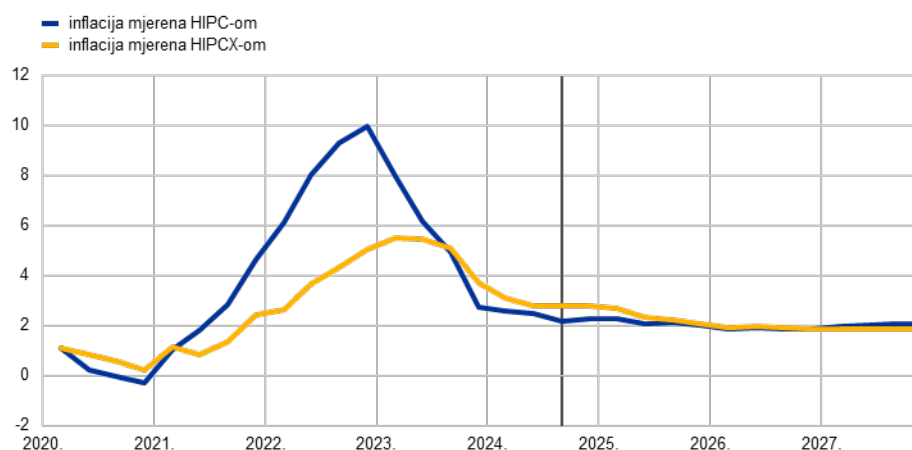
U makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2024. predviđa se da će prosječna stopa ukupne inflacije u 2024. iznositi 2,4 % i potom se nastaviti smanjivati, na 2,1 % u 2025. i 1,9 % u 2026., a potom se povećati na 2,1 % u 2027. kada se bude počeo primjenjivati prošireni sustav

EU-a za trgovanje emisijama (Grafikon 13.) Predviđa se da će se ukupna inflacija blago povećati u posljednjem tromjesečju 2024., uglavnom zbog baznih učinaka povezanih s cijenama energije, i potom se ponovo nastaviti smanjivati. Očekuje se da će se potom postupno smanjivati u sljedećim godinama usporedno s nastavkom slabljenja pritiska povezanih s naknadom za inflaciju u uvjetima oskudice na tržištu rada i posljedičnim smanjenjem rasta plaća. Predviđeno povećanje ukupne inflacije u 2027. ponajprije odražava uglavnom privremeni pozitivan učinak provedbe EU-ova paketa Spremni za 55 %, a osobito novog sustava trgovanja emisijama (ETS2) koji se odnosi na grijanje zgrada i goriva za prijevozna sredstva. U odnosu na projekcije iz rujna 2024. izgledi za ukupnu inflaciju revidirani su blago naniže za 0,1 postotni bod i u 2024. i u 2025., uglavnom zbog iznenađujuće niskih vrijednosti podataka i pretpostavki o nižim cijenama nafte i električne energije. No stručnjaci Eurosustava i nadalje očekuju ubrzan pad temeljne inflacije, s 2,9 % u 2024. na 2,3 % u 2025. i 1,9 % u 2026. i 2027., uglavnom zbog smanjenja inflacije cijena usluga. U odnosu na projekcije iz rujna 2024. inflacija mjerena HIPCX-om revidirana je naniže za 0,1 postotni bod za 2026.

Grafikon 13.

Inflacija mjerena HIPC-om i HIPCX-om za europodručje

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i [Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, prosinac 2024.](#)

Napomene: Siva vertikalna linija označuje posljednje tromjesečje prije početka projekcijskog razdoblja. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2024. za podatke i četvrto tromjesečje 2027. za projekcije. Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2024. dovršene su 27. studenoga 2024., a krajnji datum za tehničke pretpostavke bio je 20. studenoga 2024. Povijesni i projicirani podatci za inflaciju mjerenu HIPC-om i HIPCX-om na tromjesečnoj su osnovi.

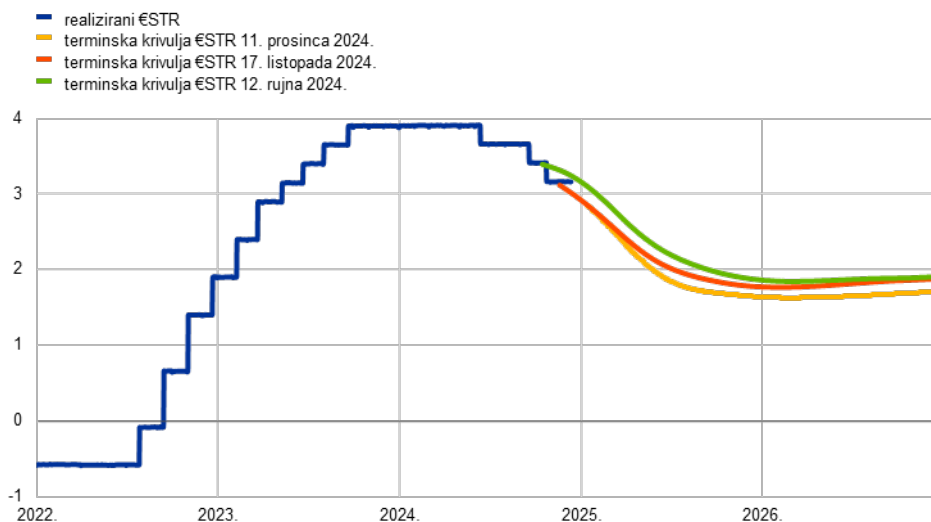
4. Kretanja na financijskim tržištima

U promatranom razdoblju od 12. rujna do 11. prosinca 2024. važni činitelji koji su utjecali na kretanja na financijskim tržištima uključivali su tržišnu procjenu implikacija američkih predsjedničkih izbora i nastavak geopolitičkih napetosti. Kratkoročne nerizične kamatne stope u europodručju pomaknule su se nadolje zbog očekivanja tržišta da će doći do snažnijega i bržeg smanjivanja ključnih kamatnih stopa ESB-a s obzirom na slabije makroekonomske podatke za europodručje. Tržišta su u potpunosti uzela u obzir smanjenje stope od 25 baznih bodova na sastanku Upravnog vijeća u prosincu. Dugoročne nerizične kamatne stope u europodručju također su se smanjile, ponajprije zbog smanjenja sastavnice realne kamatne stope. Prinosi na državne obveznice smanjili su se manje od nerizičnih kamatnih stopa na ugovore o razmjeni, uz određene razlike među državama u uvjetima neizvjesnih političkih i fiskalnih izgleda u nekima od njih. Cijene dionica u europodručju fluktuirale su tijekom promatranog razdoblja, a na kraju razdoblja zabilježen je njihov mali porast. Razlike prinosa na korporativne obveznice smanjile su se na početku promatranog razdoblja, ali su potom blago rasle. Na deviznim tržištima tečaj eura oslabio je u odnosu na američki dolar, pri čemu se tečaj ponderiran obujmom trgovine blaže smanjio.

Terminska krivulja prekonoćnih kamatnih ugovora o razmjeni (OIS) pomaknula se nadolje nakon sastanka Upravnog vijeća u rujnu s obzirom na to da su sudionici na tržištu očekivali brža i izraženija kumulativna smanjenja kamatnih stopa monetarne politike (Grafikon 14.). Referentna eurska kratkoročna kamatna stopa (€STR) iznosila je prosječno 3,3 % tijekom promatranog razdoblja, nakon što je Upravno vijeće smanjilo kamatnu stopu na novčani depozit za po 25 baznih bodova na sastancima u rujnu i listopadu. Višak likvidnosti smanjio se za oko 155 mlrd. EUR od 12. rujna do 11. prosinca i iznosio je 2.912 mlrd. EUR, ponajprije zbog otplata sredstava pozajmljenih u sklopu treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (operacije TLTRO III) u rujnu i smanjenja portfelja vrijednosnih papira koji se drže za potrebe monetarne politike jer Eurosustav više ne reinvestira glavnice dospjelih vrijednosnih papira u sklopu portfelja programa kupnje vrijednosnih papira (APP) i samo djelomično reinvestira glavnice u sklopu portfelja hitnog programa kupnje zbog pandemije (PEPP). Terminska krivulja OIS koja se zasniva na €STR-u pomaknula se nadolje od sastanka Upravnog vijeća u rujnu, što upućuje na nižu razinu kamatnih stopa monetarne politike u uvjetima slabijih makroekonomskih podataka za europodručje i rezultata američkih predsjedničkih izbora. Na dan 11. prosinca tržišta su u potpunosti uzela u obzir smanjenje stope od 25 baznih bodova na sastanku Upravnog vijeća u prosincu. Glede daljnje budućnosti, terminska krivulja pomaknula se nadolje, pa umjesto kumulativnog smanjenja kamatne stope od 123 bazna boda do lipnja 2025., koliko se očekivalo 12. rujna, terminska krivulja sada (11. prosinca) uključuje kumulativno smanjenje od 133 bazna boda.

Grafikon 14. Terminske stope €STR

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: Bloomberg i izračun ESB-a

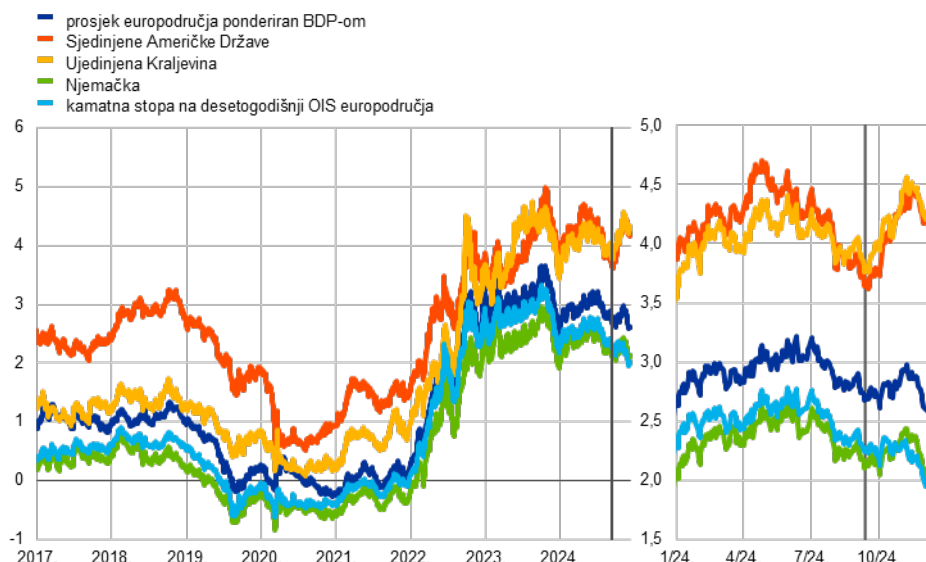
Napomena: Terminska krivulja procjenjuje se pomoću promptnih kamatnih stopa na prekonoćne kamatne ugovore o razmjeni (OIS) (€STR).

Dugoročne nerizične kamatne stope u europodručju također su se smanjile od sastanka Upravnog vijeća u rujnu, za razliku od istovjetnih stopa u SAD-u (Grafikon 15.). Kamatna stopa na desetogodišnji OIS europodručja smanjila se za 26 baznih bodova i iznosila je oko 2,0 % na kraju promatranog razdoblja. Smanjenje dugoročnih nerizičnih kamatnih stopa uglavnom je bilo posljedica pada sastavnice realne kamatne stope. Očekivanja glede domaće monetarne politike i makroekonomski podatci nepovoljno su utjecali na nerizične kamatne stope u europodručju, a prelijevanja iz SAD-a i globalna prelijevanja neutralizirala su nepovoljne učinke kod duljih dospelja. Nasuprot tome, dugoročne nerizične kamatne stope u SAD-u znatno su rasle tijekom promatranog razdoblja, potpomognute višim realnim kamatnim stopama i većom naknadom za inflaciju. Osobito se prinos na desetogodišnje američke državne vrijednosne papire povećao za oko 60 baznih bodova na razinu od 4,3 %. Stoga se razlika između desetogodišnjih nerizičnih kamatnih stopa u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama povećala za 85 baznih bodova. Prinos na desetogodišnje britanske državne obveznice također je porastao za 54 bazna boda i dosegnuo oko 4,3 % na kraju promatranog razdoblja.

Grafikon 15.

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

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 12. rujna 2024. Posljednji podatci odnose se na 11. prosinca 2024.

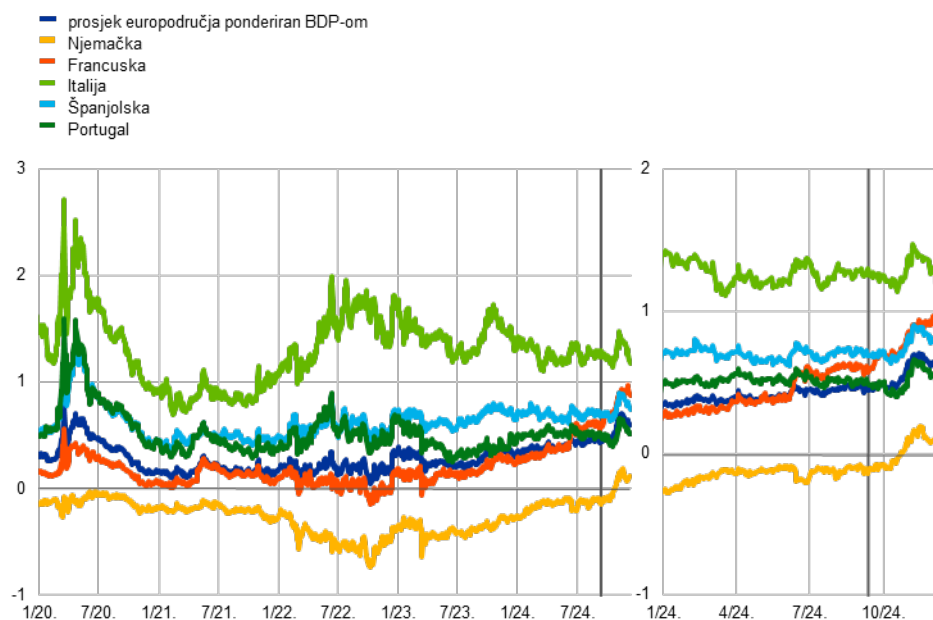
Prinosi na državne obveznice europskog područja smanjili su se manje od nerizičnih kamatnih stopa, što je rezultiralo malo većim razlikama prinosa (Grafikon 16.).

Na kraju promatranog razdoblja prinos na desetogodišnje državne obveznice europskog područja ponderiran BDP-om smanjio se za oko 10 baznih bodova i iznosio je oko 2,6 %, pri čemu se njegova razlika prinosa u odnosu na kamatnu stopu na OIS povećala za 15 baznih bodova. Velik dio tog povećanja zabilježen je prije američkih izbora, čime je nastavljen trend započet 2022. Razlike prinosa brže su rasle nakon izbora jer su se viši prinosi na američke državne vrijednosne papire prelili na tržišta državnih obveznica europskog područja. Razlika prinosa na desetogodišnje njemačke državne obveznice također je porasla za 23 bazna boda u promatranom razdoblju, čime se nastavio trend koji je, među ostalim, odražavao smanjena ulaganja Eurosustava u obveznice. Tijekom promatranog razdoblja razlika prinosa na njemačke obveznice postala je pozitivna prvi put od 2016., a najava prijevremenih izbora u Njemačkoj nije imala znatan učinak. Zamjetnije promjene primijećene su kod prinosa na desetogodišnje francuske državne obveznice, koji je porastao za oko 5 baznih bodova zbog neizvjesnosti glede francuskih fiskalnih izgleda, čime se razlika prinosa u odnosu na kamatnu stopu na desetogodišnji OIS povećala za 30 baznih bodova. Ipak, prelijevanja na Grčku, Španjolsku, Italiju i Portugal bila su ograničena, s obzirom na pozitivnije raspoloženje glede fiskalnih izgleda nekih od tih država. Općenito govoreći, razlika prinosa na državne obveznice u odnosu na kamatnu stopu na OIS smanjila se za 9 baznih bodova za Italiju, a porasla je za 4 bazna boda odnosno 6 baznih bodova za Portugal i Španjolsku.

Grafikon 16.

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

(postotni bodovi)



Izvori: LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 12. rujna 2024. Posljednji podatci odnose se na 11. prosinca 2024.

Razlike prinosa na korporativne obveznice smanjile su se na početku promatranog razdoblja, a potom su blago rastle, djelomično prateći kretanja na tržištima dionica. Razlike prinosa na korporativne obveznice s investicijskim rejtingom smanjile su se za oko 10 baznih bodova do sredine listopada, ali su nakon toga malo porasle. Smanjenje je bilo izraženije kod obveznica financijskih društava u odnosu na obveznice nefinancijskih društava, čije su razlike prinosa sveukupno blago porasle. Razlike prinosa u segmentu visokog prinosa znatnije su fluktuirale, posebice od sredine listopada, ali su se općenito blago smanjile.

Cijene dionica u europskom području fluktuirale su u promatranom razdoblju, a na kraju razdoblja bile su malo više nego u vrijeme održavanja rujanskog sastanka Upravnog vijeća (Grafikon 17.). Cijene dionica u europskom području bile su poduprte znatnim porastom sklonosti preuzimanju rizika na početku promatranog razdoblja, što je više nego neutraliziralo revizije naniže očekivanih zarada. Od sredine listopada pogoršanje izgleda za gospodarstvo europskog područja, što pokazuje indeks PMI za studeni, dovelo je do daljnjeg pada očekivanih zarada. Široki indeksi tržišta dionica u europskom području padali su prema razinama s početka promatranog razdoblja, a potom su se ponovo ubrzali na kraju studenoga, također pod povoljnim utjecajem poboljšanja sklonosti preuzimanju rizika. Cijene dionica nefinancijskih društava i banaka porasle su ukupno za 2,5 % odnosno 3,7 %. U Sjedinjenim Američkim Državama cijene dionica nefinancijskih društava i banaka ojačale su za 9,8 % odnosno 20,6 %.

Grafikon 17.

Indeksi cijena dionica u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama

(indeks: 1. siječnja 2020. = 100)



Izvori: LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 12. rujna 2024. Posljednji podatci odnose se na 11. prosinca 2024.

Na deviznim tržištima tečaj eura oslabio je za 4,6 % u odnosu na američki dolar, a ponderiran obujmom trgovine oslabio je za 2,0 % (Grafikon 18.).

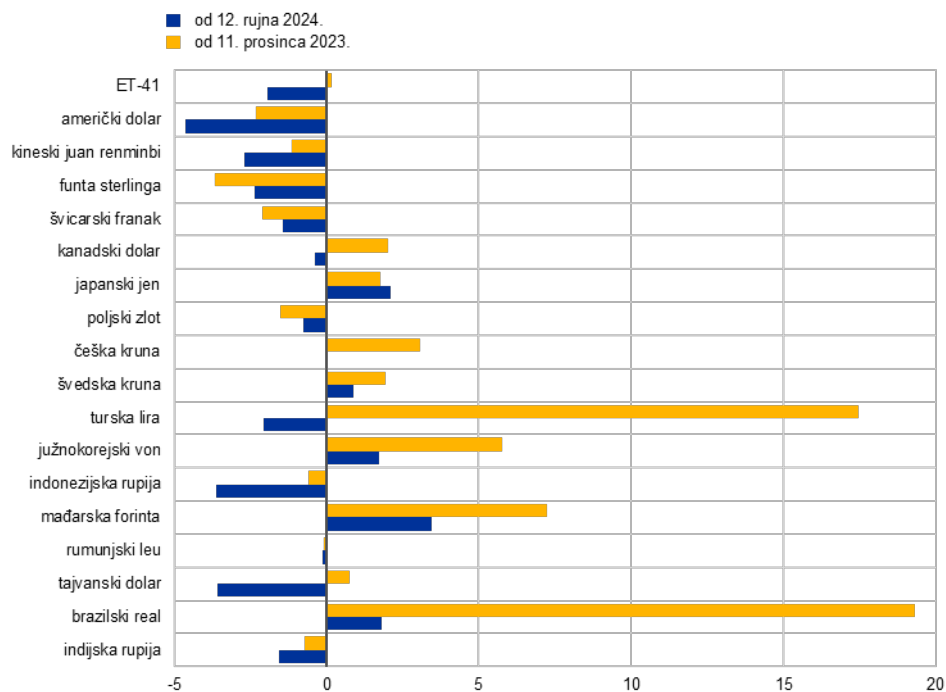
Nominalni efektivni tečaj eura mjereno u odnosu na valute 41 najvažnijega trgovinskog partnera europodručja oslabio je za 2,0 % u promatranom razdoblju.

Euro je oslabio i u odnosu na američki dolar (za 4,6 %), ponajprije zbog toga što su početkom studenoga porasla očekivanja sudionika na tržištu glede kretanja kamatnih stopa monetarne politike Sustava federalnih rezerva nakon američkih predsjedničkih izbora, kao i očekivanja povezana s mogućim promjenama američkih trgovinskih, regulatornih i fiskalnih politika. Euro je oslabio u odnosu na funtu sterlinga i švicarski franak, za 2,4 % odnosno 1,4 %, kao i u odnosu na neke valute zemalja s tržištima u nastajanju, što je odražavalo promjene mišljenja sudionika na tržištu o relativnim izgledima tih gospodarstava. Euro je ojačao u odnosu na japanski jen (za 2,1 %) jer se nastavila sveobuhvatna deprecijacija jena u uvjetima postojano nižih kamatnih stopa monetarne politike u Japanu u odnosu na druga razvijena gospodarstva.

Grafikon 18.

Promjene tečaja eura u odnosu na odabrane valute

(promjene u postotcima)



Izvor: izračun ESB-a

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

5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja

Zbog nedavnih i očekivanih smanjenja kamatnih stopa monetarne politike ESB-a postupno pojeftinjuje zaduživanje za poduzeća i kućanstva. Troškovi financiranja banaka i kamatne stope banaka na kredite u listopadu 2024. su se nastavili smanjivati od najviših razina, premda su uvjeti financiranja i nadalje bili restriktivni. Prosječne kamatne stope na nove kredite poduzećima u listopadu su se smanjile na 4,7 %, a prosječne stope na nove hipotekarne kredite na 3,6 %. Rast kredita poduzećima i kućanstvima ostao je prigušen u uvjetima slaboga gospodarskog rasta i još uvijek strogih standarda odobravanja kredita. U razdoblju od 12. rujna do 11. prosinca 2024. i trošak tržišnog duga za poduzeća i trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima smanjili su se, istodobno s ublažavanjem dugoročnih nerizičnih kamatnih stopa i smanjivanjem premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira. U najnovijoj anketi o pristupu financiranju poduzeća (SAFE) poduzeća su izvijestila da je dostupnost bankovnih kredita ostala uglavnom nepromijenjena u trećem tromjesečju 2024., s tim je da nekoliko njih očekivalo bolju dostupnost u četvrtom tromjesečju. Godišnja stopa rasta najširega monetarnog agregata (M3) nastavila se oporavljati u odnosu na niske razine, a neto inozemni priljevi i nadalje su najviše pridonosili rastu.

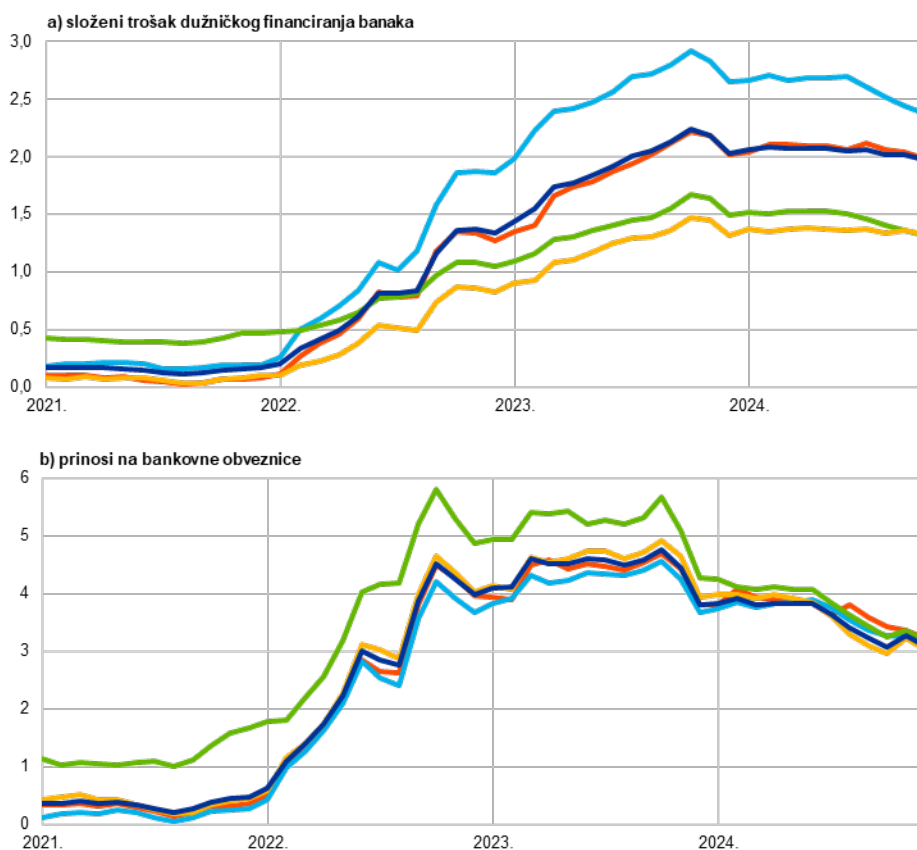
Troškovi financiranja banaka u europodručju smanjili su se s najviših vrijednosti u uvjetima ESB-ova nedavnog smanjenja kamatnih stopa monetarne politike i očekivanog kretanja kamatnih stopa. Složeni trošak dužničkog financiranja za banke europodručja malo se smanjio u listopadu 2024. i iznosio je 2,0 % (Grafikon 19., panel a)). Pad troškova financiranja banaka odnosio se u prvom redu na smanjenje prinosa na bankovne obveznice (Grafikon 19., panel b)) u uvjetima smanjenja dugoročnijih nerizičnih kamatnih stopa. Međutim, troškovi financiranja banaka i nadalje su bili visoki zbog kontinuiranog usmjeravanja financiranja prema skupljim izvorima. Prosječne kamatne stope na depozite smanjile su se tek neznatno u trećem tromjesečju 2024., pri čemu je složena kamatna stopa na depozite u listopadu iznosila 1,3 %. Kamatne stope na oročene depozite snažnije su se smanjile nego one na prekonoćne depozite i depozite s otkaznim rokom, koje su se tek neznatno smanjile tijekom navedenog razdoblja.

Grafikon 19.

Složeni troškovi financiranja banaka u odabranim državama europskog područja

(postotci na godišnjoj razini)

- europodručje
- Njemačka
- Francuska
- Italija
- Španjolska



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

Napomene: Složeni troškovi financiranja banaka jesu ponderirani prosjeci složenog troška depozita i financiranja neosiguranim tržišnim dugom. Složeni trošak depozita izračunava se kao prosjek kamatnih stopa na nove prekonoćne depozite, depozite s ugovorenim rokom dospijeca i depozite s otkaznim rokom, ponderiranih odgovarajućim nepodmirenim iznosima. Prinosi na bankovne obveznice jesu mjesečni prosjeci za nadređene tranše obveznica. Posljednji podatci odnose se na listopad 2024. za složeni trošak dužničkog financiranja banaka (panel a)) i na 11. prosinca 2024. za prinose na bankovne obveznice (panel b)).

Kamatne stope banaka na kredite poduzećima i kućanstvima nastavile su se smanjivati, ali uvjeti financiranja i nadalje su restriktivni.

Kamatne stope na kredite poduzećima i kućanstvima snizile su se posljednjih mjeseci i potaknule postupan oporavak kreditiranja (Grafikon 20.). Kamatne stope na nove kredite nefinancijskim društvima smanjile su se za 22 bazna boda u listopadu 2024. i iznosile 4,68 %, približno za 60 baznih bodova niže od najviše razine u listopadu 2023. (Grafikon 20., panel a)), premda uz određene razlike među državama europskog područja i dospijecima. Razlika između kamatnih stopa na male i velike kredite poduzećima ponovo se blago smanjila u listopadu te je pala na 0,34 %, što je blizu niskih razina ostvarenih u ljeto 2024. Najveće smanjenje među dospijecima ostvareno je za kredite sa srednjim razdobljima fiksiranja kamatne stope (između jedne i pet godina). Kamatne stope na nove kredite kućanstvima za kupnju kuće iznosile su 3,55 % u listopadu, što je smanjenje u odnosu na 3,64 % u rujnu te

sada iznose oko 50 baznih bodova manje od najviše razine u studenome 2023. (Grafikon 20., panel b)), uz razlike među državama. Smanjenje je zabilježeno u svim razdobljima fiksiranja kamatnih stopa i u skladu s tržišnim stopama, s tim da su hipotekarni krediti s promjenjivom kamatnom stopom i nadalje skuplji od onih koji se odobravaju po nepromjenjivim kamatnim stopama.

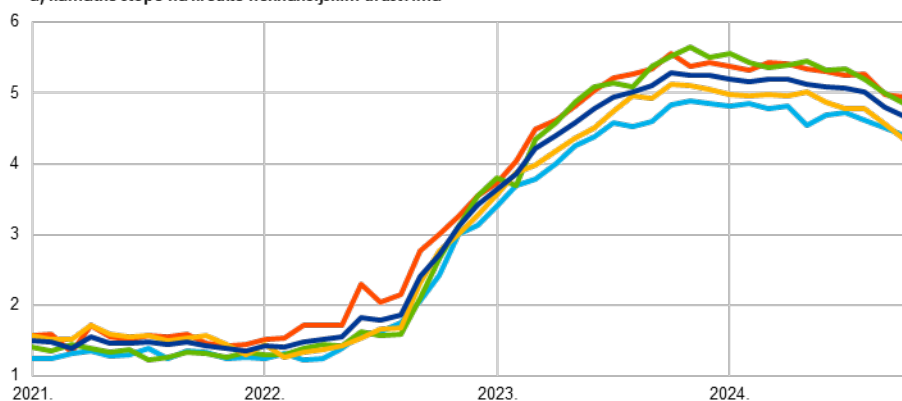
Grafikon 20.

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

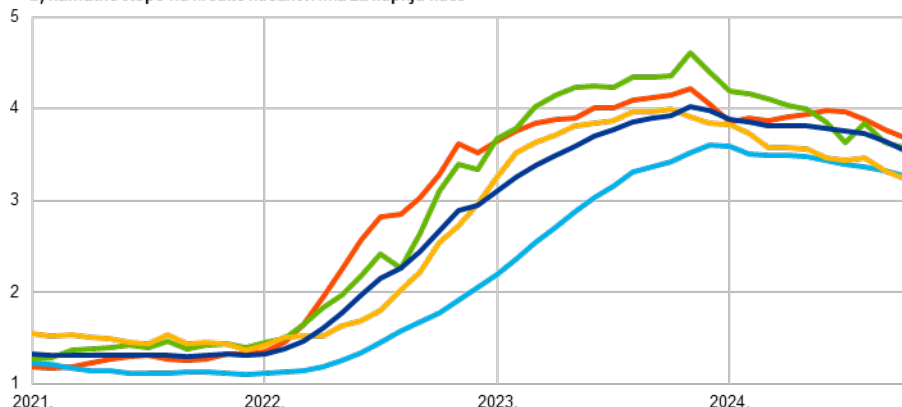
(postotci na godišnjoj razini)

- europodručje
- Njemačka
- Francuska
- Italija
- Španjolska

a) kamatne stope na kredite nefinancijskim društvima



b) kamatne stope na kredite kućanstvima za kupnju kuće



Izvori: ESB i izračun ESB-a

Napomene: Složene kamatne stope banaka na kredite izračunavaju se agregiranjem kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa uporabom 24-mjesečnoga pomičnog prosjeka iznosa novih poslova. Posljednji podatci odnose se na listopad 2024.

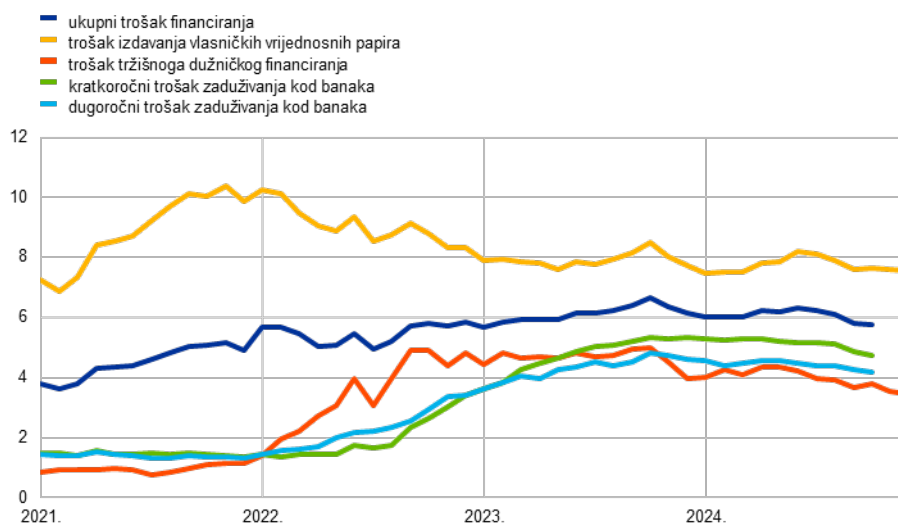
U razdoblju od 12. rujna do 11. prosinca 2024. i trošak tržišnog duga za poduzeća i trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima smanjili su se. Na osnovi mjesečnih podataka dostupnih do listopada ukupni trošak financiranja za nefinancijska društva, odnosno složeni trošak zaduživanja kod banaka, trošak tržišnog duga i trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira, ostao je nepromijenjen u listopadu u odnosu na prethodni mjesec i iznosio je 5,8 %, još uvijek

ispod višegodišnje visoke razine koju je dosegnuo u listopadu 2023. (Grafikon 21.).¹¹ Dok je trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima u tom mjesecu ostao gotovo nepromijenjen, neznatno povećanje troška tržišnoga dužničkog financiranja u potpunosti je neutralizirano smanjenjem troška zaduživanja kod banaka. Dnevni podatci koji obuhvaćaju razdoblje od 12. rujna do 11. prosinca 2024. pokazuju da su se i trošak tržišnoga dužničkog financiranja i trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima smanjili. Ublažavanje troška tržišnoga dužničkog financiranja potaknuto je znatnim pomicanjem krivulje prekonoćnih kamatnih ugovora o razmjeni (OIS) nadolje na svim dospijecima do petnaest godina, bez obzira na blago povećanje razlika prinosa na obveznice koje su izdala nefinancijska društva u segmentu investicijskog rejtinga. Smanjenje troška financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima rezultat je i niže premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira i pada dugoročne nerizične kamatne stope, koja je aproksimirana kamatnom stopom na desetogodišnji OIS.

Grafikon 21.

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

(postotci na godišnjoj razini)



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

Napomene: Ukupni trošak financiranja za nefinancijska društva zasniva se na mjesečnim podatcima i izračunava se kao ponderirani prosjek dugoročnog i kratkoročnog troška zaduživanja kod banaka (mjesečni prosječni podatci), tržišnog duga i izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (podatci na kraju mjeseca) na osnovi njihovih odgovarajućih nepodmirenih iznosa. Posljednji podatci odnose se na 11. prosinca 2024. za trošak tržišnoga dužničkog financiranja i za trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (dnevni podatci) i listopad 2024. za ukupni trošak financiranja i trošak zaduživanja kod banaka (mjesečni podatci).

Stopa rasta bankovnih kredita poduzećima i kućanstvima ostala je prigušena u uvjetima slaboga gospodarskog rasta i još uvijek strogih standarda odobravanja kredita.

Bankovno kreditiranje poduzeća postupno je poraslo s niskih razina te je u listopadu 2024. zabilježeno povećanje na 1,2 %, s 1,1 % u rujnu (Grafikon 22., panel a)). Zaduzivanje poduzeća ostalo je na razini od 1,6 % u listopadu, a pozitivna neto izdavanja dužničkih vrijednosnih papira poduzeća nisu u potpunosti neutralizirala slabu kreditnu aktivnost banaka. Godišnja stopa rasta

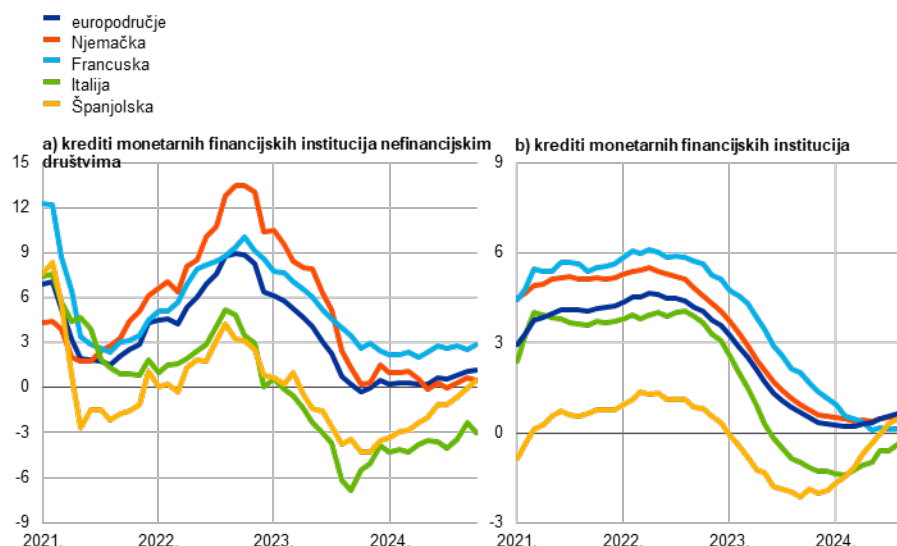
¹¹ S obzirom na dostupnost podataka o troškovima zaduzivanja kod banaka s odmakom podatci o ukupnom trošku financiranja za nefinancijska društva dostupni su samo za razdoblje do listopada 2024.

kredita kućanstvima blago je porasla, s 0,7 % u rujnu na 0,8 % u listopadu, u okolnostima poboljšanja kratkoročne dinamike (Grafikon 22., panel b)). Hipotekarno kreditiranje stabiliziralo se u odnosu na prijašnja smanjenja i pokazuje početne znakove oporavka. U listopadu se povećao i rast potrošačkih kredita, dok se ostalo kreditiranje i nadalje smanjuje, premda usporenim tempom. ESB-ova [anketa o očekivanjima potrošača](#) iz listopada 2024. pruža dokaze o tome da je rast potrošačkih kredita koncentriran među kućanstvima s nižom razinom dohotka. Osim toga, postotak kućanstava koja su smatrala da je dostupnost kredita otežana i nadalje nadmašuje postotak onih koja smatraju da je dostupnost kredita olakšana (+14 % u rujnu).

Grafikon 22.

Kreditni monetarnih financijskih institucija u odabranim državama europodručja

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: ESB i izračun ESB-a

Napomene: Krediti monetarnih financijskih institucija prilagođeni su za prodaje kredita i sekuritizaciju, a u slučaju nefinancijskih društava krediti su prilagođeni i za obračunsko objedinjavanje sredstava. Posljednji podatci odnose se na listopad 2024.

U anketi o pristupu financiranju poduzeća (SAFE) poduzeća su izvijestila da je dostupnost bankovnih kredita ostala uglavnom nepromijenjena u trećem tromjesečju 2024., s tim da je nekoliko njih očekivalo bolju dostupnost u četvrtom tromjesečju (Grafikon 23.). Neto postotak poduzeća koja su iskazala bolju dostupnost bankovnih kredita iznosio je 1 % u trećem tromjesečju 2024., što je smanjenje u odnosu na 2 % u prethodnom tromjesečju. Ovo blago smanjenje neto postotka u usporedbi s prethodnim tromjesečjem pripisano je velikim poduzećima, dok su mala i srednja poduzeća prosječno iskazala izostanak promjene. Neto 2 % poduzeća očekivalo je poboljšanje dostupnosti bankovnih kredita tijekom četvrtog tromjesečja 2024. Mala i srednja poduzeća, u neto iskazu, ne očekuju promjenu dostupnosti kredita, a velika poduzeća očekivala su poboljšanje vanjskog financiranja / financiranja kreditima.

Poduzeća su također najavila malo smanjenje potrebe za bankovnim kreditima.

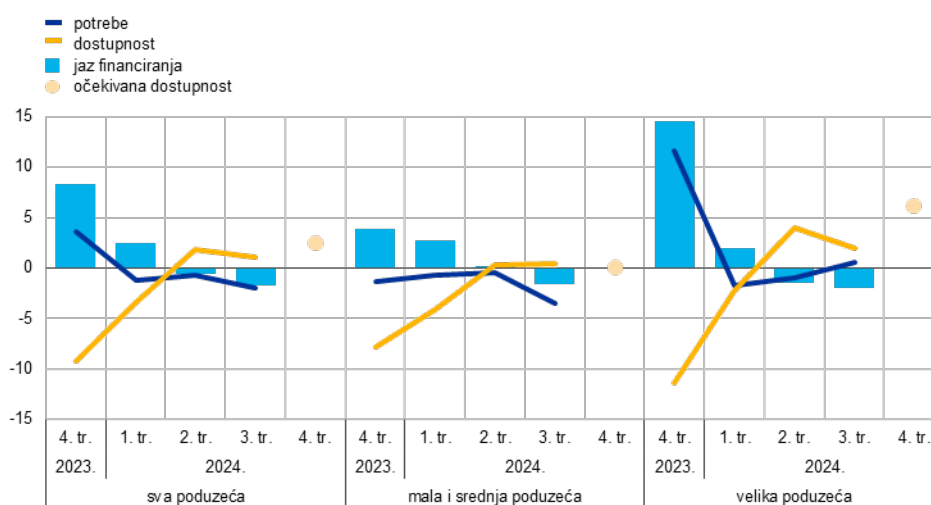
U trećem tromjesečju 2024. neto 2 % poduzeća, u prvom redu mala i srednja poduzeća, izvijestilo je o manjim potrebama za bankovnim kreditima, a mali je neto

udio velikih poduzeća naveo povećanu potrebu. Zbog toga je jaz financiranja za bankovne kredite, tj. procijenjena razlika između promjene potreba i dostupnosti, bio negativan za neto 2 % poduzeća, pri čemu je jaz bio sličan za mala i srednja poduzeća kao i za velika poduzeća. Za razliku od velikih poduzeća koja su najavila vrlo skroman negativan jaz financiranja već u drugom tromjesečju 2024., mala i srednja poduzeća to nisu učinila sve do trećeg tromjesečja.

Grafikon 23.

Promjene potreba poduzeća u europodručju za bankovnim kreditima, trenutačna i očekivana dostupnost i jaz financiranja

(neto postotak ispitanika)



Izvori: anketa o pristupu financiranju poduzeća (SAFE) i izračun ESB-a

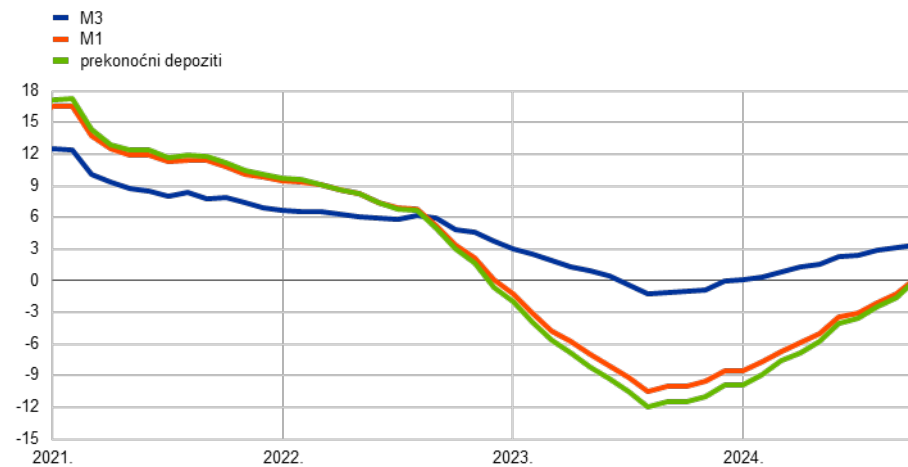
Napomene: Neto postotci jesu razlika između postotka poduzeća koja su iskazala povećanje dostupnosti bankovnih kredita (potrebe odnosno očekivana dostupnost) i postotka poduzeća koja su iskazala smanjenje dostupnosti u posljednja tri mjeseca. U pokazatelju jaza financiranja kombiniraju se i potrebe za financiranjem i dostupnost bankovnih kredita na razini poduzeća. Pokazatelj percipirane promjene jaza financiranja poprma vrijednost 1 (-1) ako se potreba poveća (smanji) i dostupnost se smanji (poveća). Ako poduzeća percipiraju samo jednostrano povećanje (smanjenje) jaza financiranja, varijabli se dodjeljuje vrijednost 0,5 (-0,5). Pozitivna vrijednost pokazatelja upućuje na povećanje jaza financiranja. Vrijednosti se množe sa 100 da bi se dobila ponderirana neto stanja u postotcima. Podatci se odnose na 29. (pilot-ankete od listopada do prosinca 2023.) do 32. anketni ciklus istraživanja SAFE (lipanj – rujna 2024.).

Godišnja stopa rasta najširega monetarnog agregata (M3) u europodručju nastavila se oporavljati, a neto inozemni priljevi i nadalje su uglavnom pridonosili kreiranju novca.

Godišnji rast M3 povećao se s 3,2 % u rujnu na 3,4 % u listopadu 2024. (Grafikon 24.). Godišnji rast najužega monetarnog agregata (M1), koji uključuje najlikvidniju imovinu M3, postao je pozitivan prvi put od prosinca 2022. i povećao se na 0,2 % u listopadu u odnosu na -1,3 % u rujnu. Godišnja stopa rasta prekonoćnih depozita, komponente M1, porasla je s -1,6 % u rujnu na 0,1 % u listopadu. Inozemni priljevi i nadalje su glavni izvor kreiranja novca, uglavnom potaknuti velikim viškom na tekućem računu europodručja. Dok je doprinos rastu novčane mase zbog neto kupnja državnog duga koje su provodile banke bio također znatan, doprinos kreditiranja kućanstava i poduzeća ostao je manji. Nastavak smanjivanja bilance Eurosustava i izdavanja dugoročnih bankovnih obveznica (koje nisu uključene u M3) u uvjetima ukidanja ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO) financijskih sredstava krajem 2024. dao je pak negativan doprinos kreiranju novca.

Grafikon 24. M3, M1 i prekonoćni depoziti

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



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na listopad 2024.

6. Fiskalna kretanja

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2024. očekuje se da će se manjak opće države u europodručju smanjiti s 3,6 % BDP-a u 2023. na 3,2 % BDP-a u 2024. i zatim vrlo postupno na 2,9 % u 2027. Uglavnom kao posljedica tih kretanja, predviđa se da će se karakter fiskalne politike u europodručju znatno pooštriti u 2024., vrlo blago i dodatno u 2025. i 2026. te potom znatnije u 2027. Međutim, pretpostavke i projekcije povezane s fiskalnom politikom obilježeni su neuobičajenom razinom neizvjesnosti.¹² Pooštavanje fiskalne politike u 2024. uglavnom je posljedica postupnog ukidanja velikog dijela mjera potpore povezanih s energijom i inflacijom te znatnih nediskrecijskih činitelja, osobito snažnoga kretanja prihoda. Relativno veliko pooštavanje fiskalne politike u 2027. ponajprije je posljedica manje pretpostavljene javne potrošnje povezane s istekom financiranja bespovratnim sredstvima u sklopu programa Next Generation EU (NGEU). Očekuje se da će omjer duga i BDP-a europodručja polako porasti s već povišene razine i da će se stabilizirati tek na kraju projekcijskog razdoblja na razini od gotovo 89 %. Kad je riječ o fiskalnoj politici, Europska komisija pokrenula je prvi ciklus koordinacije politika u sklopu novog okvira gospodarskog upravljanja objavom jesenskog paketa 26. studenoga. Vlade bi se sada trebale usredotočiti na provedbu preuzetih obveza u sklopu okvira, i to u cijelosti i bez odgode. Time bi pridonijele održivom smanjenju proračunskog manjka i omjera duga i BDP-a uz istodobno davanje prednosti reformama i ulaganju kojima se potiče rast.

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2024. saldo proračuna opće države u europodručju trebao bi se postupno poboljšavati u projekcijskom razdoblju (Grafikon 25.).¹³ Premda je proračunski manjak u europodručju u 2022. i 2023. bio stabilan i iznosio 3,6 % BDP-a, očekuje se da će se smanjiti na 3,2 % BDP-a u 2024. te dodatno za 0,1 postotni bod godišnje u razdoblju do 2027., kada bi u skladu s projekcijama trebao iznositi 2,9 %. Predviđeno kretanje uglavnom je posljedica postupnog poboljšavanja, ali i nadalje negativnog ciklički prilagođenoga primarnog salda tijekom projekcijskog razdoblja. Međutim, to će djelomično neutralizirati kamatni rashodi koji postupno rastu u cijelom tom razdoblju kao posljedica sporog prijenosa prijašnjih povećanja kamatnih stopa zbog dugoga preostalog dospijeca državnog duga. Ciklička komponenta ostat će vrlo mala i negativna do 2027., kada postaje blago pozitivna. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz rujna 2024. proračunski saldo revidiran je neznatno naviše za 2024. i 2025., dok je za 2026. ostao nepromijenjen.

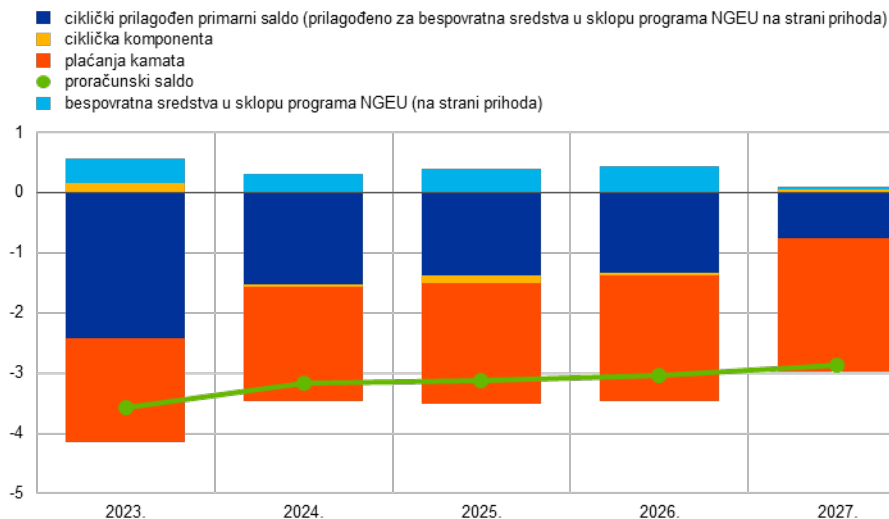
¹² Fiskalni planovi u nekim velikim državama europodručja ili nisu dovršeni ili su zastarjeli s obzirom na sadašnju političku situaciju. Na primjer, u Francuskoj su osnovne pretpostavke i projekcije povezane s fiskalnom politikom zasnovane na procjeni proračuna za 2025. i srednjoročnim fiskalnim planovima vlade prethodnog predsjednika Michela Barniera. Francuski je parlament 4. prosinca izglasao nepovjerenje vladi i njezinim fiskalnim planovima s nejasnim posljedicama za proračun za 2025. U mnogim državama postoje i rizici za osnovni scenarij koji proizlaze iz mogućih, ali još nerazrađenih, dodatnih mjera potrebnih za ispunjavanje zahtjeva revidiranoga fiskalnog okvira EU-a.

¹³ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, prosinac 2024.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 12. prosinca 2024.

Grafikon 25.

Proračunski saldo i njegove komponente

(postotci BDP-a)



Izvori: izračun ESB-a i makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, prosinac 2024.
Napomena: Podatci se odnose na ukupan sektor opće države svih 20 država europodručja.

Očekuje se znatno pooštavanje fiskalne politike u europodručju u 2024., a s istekom programa NGEU i tijekom 2027.¹⁴ Godišnja promjena ciklički prilagođenoga primarnog salda, prilagođena za bespovratna sredstva koja su odobrena državama u sklopu programa NGEU, upućuje na znatno pooštavanje fiskalnih politika u europodručju u 2024. (od 0,9 postotnih bodova BDP-a). To je uglavnom posljedica postupnog ukidanja velikog dijela mjera državne potpore povezanih s energijom i inflacijom te znatnih nediskrecijskih činitelja koji odražavaju snažna kretanja prihoda u nekim državama. Predviđa se da će se karakter fiskalne politike nastaviti pooštavati u sljedećim godinama, premda tek neznatno u 2025. i 2026. Očekuje se da će se učinak pooštavanja diskrecijskih mjera u 2025. nadoknaditi dinamičnim javnim ulaganjima i fiskalnim transferima te da će smanjenje diskrecijskih mjera poduprijeti pooštavanje u 2026. Znatno veće pooštavanje fiskalne politike očekuje se nakon isteka program NGEU u 2027., i to za 0,6 postotnih bodova BDP-a, ponajprije zbog manjih pretpostavljenih javnih ulaganja i fiskalnih transfera koji su se prethodno financirali bespovratnim sredstvima u sklopu programa NGEU-a. Stoga, ukupno pooštavanje fiskalne politike u projekcijskom razdoblju od 2024. do 2027. iznosi 1,7 postotnih bodova BDP-a. Međutim, općenito govoreći, uzme li se u obzir velik iznos fiskalne potpore odobrene od početka pandemije, karakter fiskalne politike u razdoblju od 2020. do 2027. bit će i nadalje izrazito akomodativan.

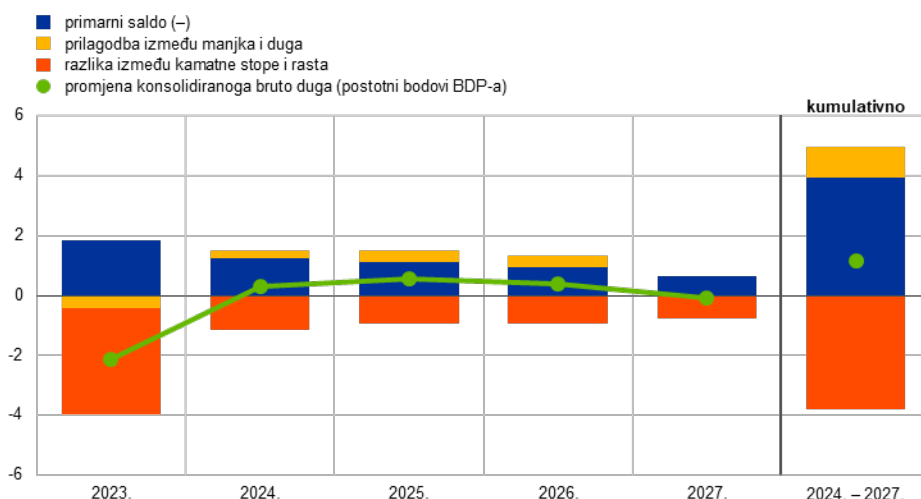
¹⁴ Djelovanje fiskalne politike odražava smjer i veličinu poticaja fiskalnih politika gospodarstvu koji premašuje automatsku reakciju javnih financija na poslovni ciklus. Mjeri se promjenom omjera ciklički prilagođenoga primarnog salda bez utjecaja državne pomoći financijskom sektoru. Budući da veći proračunski prihodi povezani s bespovratnim sredstvima u sklopu programa NGEU iz proračuna EU-a nemaju učinak na smanjenje potražnje, ciklički prilagođen primarni saldo u ovom je kontekstu prilagođen kako bi se isključili ti prihodi. Više informacija o fiskalnoj politici u europodručju vidi u članku pod naslovom „The euro area fiscal stance”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2016.

Očekuje se da će omjer duga i BDP-a europodručja polako porasti s već povišene razine i da će se stabilizirati na kraju projekcijskog razdoblja (Grafikon 26.). Udio duga znatno se povećao u pandemiji i dosegnuo oko 97 % u 2020., a potom se počeo postupno smanjivati. Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2024. to će se poboljšanje zaustaviti. Umjesto toga, sada se očekuje da će udio duga polako porasti, s 87,4 % BDP-a u 2023. na gotovo 88,7 % BDP-a u 2027. Povećanje tijekom projekcijskog razdoblja potaknuto je nastavkom primarnog manjka i očekivanim pozitivnim usklađivanjima manjka i duga koja će samo djelomično neutralizirati povoljna (negativna) razlika između kamatnih stopa i stopa rasta.

Grafikon 26.

Pokretači promjene državnog duga u europodručju

(postotci BDP-a, ako nije navedeno drugačije)



Izvori: izračun ESB-a i makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, prosinac 2024.
Napomena: Podatci se odnose na ukupan sektor opće države svih 20 država europodručja.

Europska je komisija objavom jesenskog paketa 26. studenoga pokrenula prvi ciklus koordinacije politika u sklopu novog okvira gospodarskog upravljanja.

Taj paket sadržava Komisijinu procjenu prvih srednjoročnih fiskalnih strukturnih planova koje su države članice EU-a dostavile u sklopu novog okvira upravljanja koji je stupio na snagu 30. travnja. On uključuje i Komisijinu procjenu nacrtu proračunskih planova država europodručja za 2025. Međutim, neke države europodručja nisu dostavile Komisiji proračunske planove, uglavnom zbog izbornih ciklusa u tim državama.¹⁵ Osim toga, s obzirom na politička kretanja u nekim državama, nekoliko je nacrtu proračunskih planova možda već zastarjelo. Unatoč tome, vlade bi se sada trebale usredotočiti na provedbu preuzetih obveza u sklopu okvira, i to u cijelosti i bez odgode. Time bi pridonijele održivom smanjenju proračunskog manjka i omjera duga i BDP-a uz istodobno davanje prednosti reformama i ulaganju kojima se potiče rast. Kako bi gospodarstvo postalo produktivnije, konkurentnije i otpornije također je ključno brzo poduzeti daljnje korake, i to u obliku konkretnih i ambicioznih strukturnih politika, na temelju

¹⁵ Belgija, Njemačka, Litva i Austrija nisu dostavile Komisiji srednjoročne fiskalne strukturne planove, dok Belgija, Španjolska i Austrija nisu dostavile nacrtu proračunskih planova.

prijedloga Marija Draghija za povećanje europske konkurentnosti i prijedloga Enrica Lette za osnaživanje jedinstvenog tržišta.¹⁶

¹⁶ Vidi Draghi, M., „[The future of European competitiveness](#)”, rujan 2024. i Letta, E., „[Much more than a market – Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens](#)”, travanj 2024.

Okviri

1. Što je uzrok otpornosti cijena američkih vlasničkih vrijednosnih papira – tržišna struktura, očekivanja glede zarada ili premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira

Priredili: Magdalena Grothe, Ana-Simona Manu i Toma Tomov

Povećanja cijena američkih vlasničkih vrijednosnih papira zabilježena od početka 2023. dovela su do povišenih vrednovanja, osobito u odnosu na tzv. „sedam veličanstvenih” poduzeća. Cijene američkih vlasničkih vrijednosnih papira porasle su za gotovo 60 % unatoč pooštavanju monetarne politike Sustava federalnih rezervi i brojnim geopolitičkim šokovima. U svakom su tromjesečju 2024. zabilježeni godišnji prinosi koji premašuju 20 % (Grafikon A, panel a)). Prinosi na vlasnička ulaganja u dionice koje ostvaruju najbolje rezultate, odnosno dionice velikih tehnoloških poduzeća kao što su Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia i Tesla, koja se često nazivaju „sedam veličanstvenih”, znatno su premašili ostale i povećali se za oko 75 % u 2023. i 45 % u 2024. To je utjecalo na to da njihovo vrednovanje, zasnovano na odnosu cijene i dobiti, dosegne vrijednost oko 30, što je znatno iznad 20, koliko iznosi srednja vrijednost za poduzeća uvrštena u indeks S&P 500, i 17, koliko iznosi dugoročna srednja vrijednost (Grafikon A, panel b)).¹ Iako nedavni prinosi većine poduzeća uvrštenih u indeks S&P 500 nisu bili visoki kao prinosi koji su prije 25 godina zabilježeni u kontekstu indeksa Nasdaq, kojim dominiraju tehnološka poduzeća, u svjetlu iskustva proizašlog iz tog razdoblja, kad je zabilježen iznimno visok rast cijena dionica tehnoloških poduzeća (tzv. internetski balon, engl. *dot-com period*), vrijedni su analize. Kao i tijekom spomenutog razdoblja, koje je bilo obilježeno sveprisutnim entuzijazmom uzrokovanim ubrzanom razvojem interneta, trenutni tržišni uspjeh tehnoloških poduzeća potaknut je snažnim optimizmom povezanim s novim tehnologijama kao što je umjetna inteligencija (UI). Analitičari i autori medijskih komentara zbog toga su istraživali sličnosti i razlike između tih dviju epizoda.² U kontekstu navedenog, u ovom se okviru razjašnjavaju činitelji koji utječu na otpornost američkog tržišta vlasničkih vrijednosnih papira, pri čemu se analizira uloga tržišne strukture, očekivanja glede zarada i premija za rizik vlasničkih vrijednosnih papira.

Tržišna kapitalizacija sad je znatno koncentriranija nego prije, uključujući i razdoblje obilježeno internetskim balonom. Za razliku od internetskog balona, koji je obuhvaćao brojna visokozadužena mala *start-up* poduzeća (od kojih mnoga nisu bila uvrštena u indeks S&P 500, nego u indeks Nasdaq), nagli rast potaknut razvojem umjetne inteligencije koncentriran je među najuspješnijim i najvećim poduzećima uvrštenima u indeks S&P 500. Ako se uzimaju u obzir trenutačne

¹ Odnos cijene i dobiti često se rabi kao mjera za vrednovanje vlasničkih vrijednosnih papira, a izračunava se kao cijena dionice podijeljena zaradom po dionici određene tvrtke. Može se tumačiti kao cijena koju ulagač plaća po jedinici zarade.

² Kao primjer nedavnih objava međunarodnih institucija, vidi Lombardi, M. J. i Pinter, G., „The valuations of tech stocks: dotcom redux?”, *BIS Quarterly Review*, 16. rujna 2024.

tržišne cijene, dionice „sedam veličanstvenih” poduzeća čine trećinu ukupne tržišne kapitalizacije koja se odnosi na poduzeća uvrštena u indeks S&P 500, dok su prije pet godina činile petinu. Važna uloga tih poduzeća u trenutačnim vrednovanjima indeksa i tržišnoj kapitalizaciji uvelike se razlikuje od one u razdoblju obilježenom internetskim balonom, kad je sedam najvećih poduzeća činilo samo 17 % tržišne kapitalizacije povezane s indeksom S&P 500, odnosno polovinu današnjeg udjela. Velika američka tehnološka poduzeća također imaju veću tržišnu snagu i više profitne marže, koje se kreću oko 20 %, u usporedbi s prosječnim američkim poduzećem iz sektora informacijskih tehnologija u kasnim 1990-ima, čije su se profitne marže kretale u rasponu između 5 % i 10 %. Nadalje, za razliku od *start-up* poduzeća iz razdoblja obilježenog internetskim balonom, „sedam veličanstvenih” poduzeća ima izdašne pričuve gotovine i jeftin pristup vanjskom financiranju, što im omogućuje da ulažu u istraživanja i razvoj i pripajaju manja poduzeća i konkurente.³ Prepreke ulasku na tržište (npr. visoki fiksni troškovi izrade čipova i usluga računalstva u oblaku i prednost prvog poteza u razvoju velikih jezičnih modela i internetskih tražilica) pomažu takvim poduzećima da sačuvaju svoj tržišni udio i zadrže vrijednost, možda i na štetu drugih, manjih poduzeća.

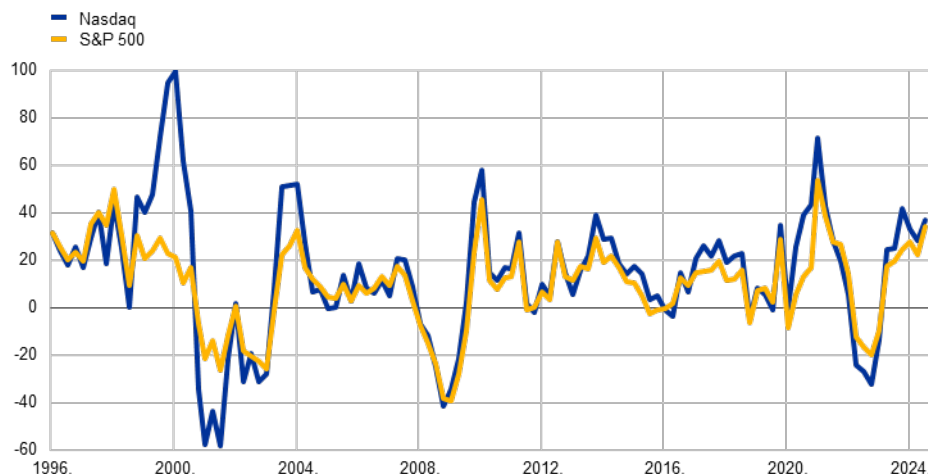
³ Dokazi temeljeni na nedavno podnesenim izvješćima „sedam veličanstvenih” poduzeća upućuju na sve učestalija spominjanja aktivnosti spajanja i stjecanja povezana s tim poduzećima.

Grafikon A

Prinosi na vlasnička ulaganja u SAD-u i odnos cijene i dobiti

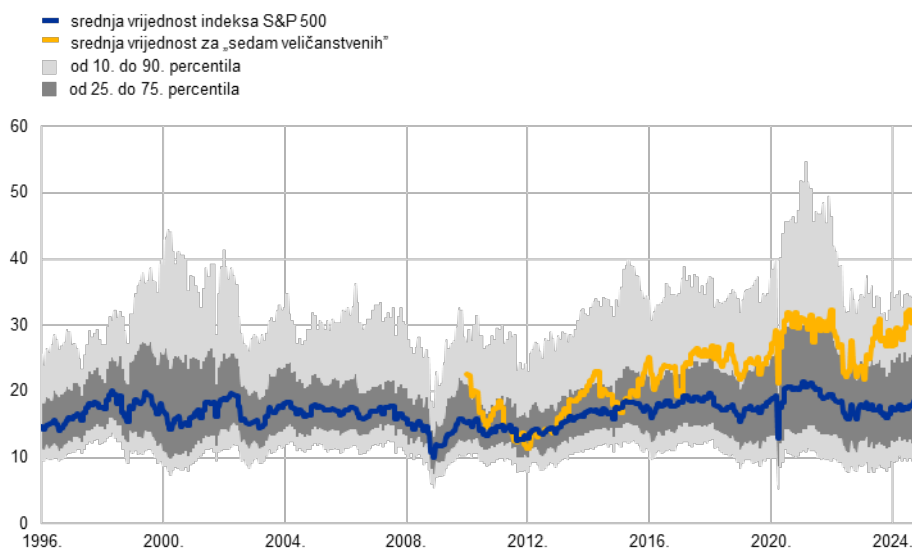
a) prinosi na vlasnička ulaganja

(postotci)



b) prospektivni odnos cijene i dobiti

(odnos cijene i dobiti)



Izvori: Bloomberg, LSEG i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: U panelu a) linije označavaju godišnje prinose indeksa S&P 500 i Nasdaq (prema podacima na kraju svakog tromjesečja). U panelu b) siva područja označavaju prospektivne odnose cijene i dobiti prema percentilima poduzeća uvrštenih u indeks S&P 500. Plave linije označavaju srednju vrijednost indeksa S&P 500, a žute linije srednju vrijednost za „sedam veličanstvenih“ poduzeća posljednjih godina. Posljednji podatci za panel a) odnose se na treće tromjesečje 2024 (tromjesečni podatci). Posljednji podatci za panel b) odnose se na 29. studenoga 2024. (tjedni podatci).

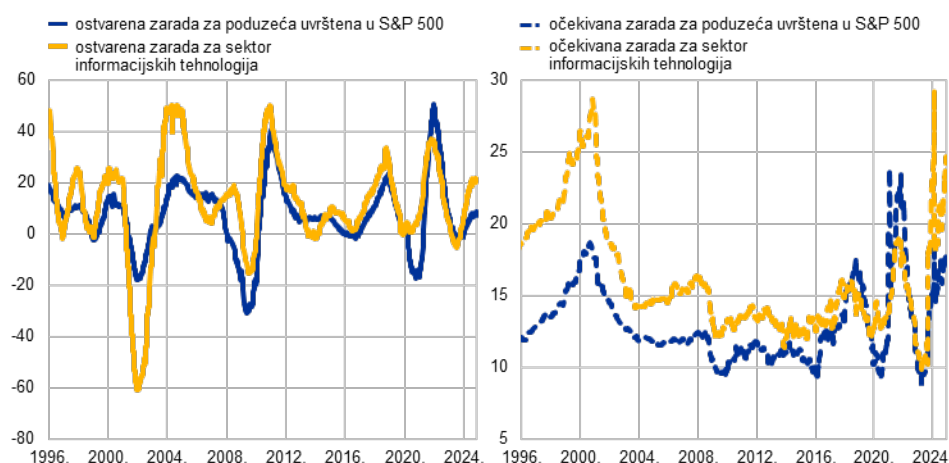
Visoka očekivana zarada u američkom tehnološkom sektoru, zasnovana na nadi da će revolucija na području umjetne inteligencije rezultirati velikim rastom produktivnosti, utjecala su na porast cijena vlasničkih vrijednosnih papira. Dionice „sedam veličanstvenih“ poduzeća zabilježile su vrlo visoku ostvarenu zaradu posljednjih godina, što je potaknulo očekivanja povezana s daljnjim rastom zarade i pridonijelo većem rastu cijena dionica tih poduzeća u odnosu na druge. Tržišni analitičari očekuju dvoznamenkasti rast zarade u odnosu na dionice poduzeća uvrštenih u indeks S&P 500 u 2025. i 2026., što je znatno iznad

dugoročne srednje vrijednosti (Grafikon B). Spomenuta su očekivanja po svoj prilici poduprta rastom produktivnosti povezanim s umjetnom inteligencijom, jer se u izvješćima o zaradi poduzeća uvrštenih u indeks S&P 500 sve češće spominje umjetna inteligencija.⁴ Međutim, s povijesnog stajališta koje obuhvaća šire tržište, rast zarade od oko 18 %, koji se trenutačno očekuje za poduzeća uvrštena u indeks S&P 500 u sljedećim godinama, dosad je ostvaren relativno rijetko. Primjerice, tijekom razdoblja internetskog balona 2000. godine, očekivana je zarada bila slične visine, dok je ostvarena zarada u početku bila snažna, nakon čega je znatno pala. Štoviše, zbog spomenutih strukturnih činitelja, razmjor dobiti koju širi korporativni sektor može ostvariti u vezi s umjetnom inteligencijom neizvjestan je.

Grafikon B

Rast dugoročnih zarada po dionici i ostvarena zarada za poduzeća uvrštena u indeks S&P 500 i sektor informacijske tehnologije

(postotci)



Izvori: IBES putem LSEG-a i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Rast dugoročnih zarada po dionici odnosi se na stopu rasta srednje vrijednosti koja se očekuje u razdoblju od tri do pet godina. Rast ostvarene zarade prikazuje se za razdoblje od jedne godine. Posljednji podatci odnose se na 29. studenoga 2024. (tjedni podatci).

Analiza modela također upućuje na zaključak da sklonost preuzimanju rizika ima važnu ulogu kao pokretač rasta cijena vlasničkih vrijednosnih papira u SAD-u, pri čemu su premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira na najnižim razinama u posljednjih nekoliko godina. Uvidi dobiveni modelom diskontiranja dividenda za poduzeća uvrštena u indeks S&P 500 i dionice sektora informacijskih tehnologija pokazuju da je sklonost preuzimanju rizika ulagača važan pokretač rasta cijena vlasničkih vrijednosnih papira. Taj je trend osobito vidljiv od 2022., kad su procjene premija za rizik vlasničkih vrijednosnih papira pale na višegodišnji minimum (Grafikon C, panel a)). Niskim razinama premija za rizik vlasničkih vrijednosnih papira i izdašnoj sklonosti preuzimanju rizika vjerojatno je pridonijelo nekoliko činitelja, kao što su napredak u smanjenju inflacije uz izostanak znakova recesije i prigušena potražnja za zaštitom od izvanrednih događaja.⁵ Premije za rizik

⁴ Vidi, primjerice, Grafikon 19. u izvješću [IMF Corporate Earnings Monitor](#) od 17. lipnja 2024.

⁵ Za detaljniju raspravu o rizicima povezanim s tržištem vlasničkih vrijednosnih papira vidi okvir pod naslovom „[Low implied equity market volatility could underestimate financial stability vulnerabilities](#)”, *Financial Stability Review*, ESB, svibanj 2024. i [Poglavlje 2.2](#) publikacije *Financial Stability Review*, ESB, studeni 2024.

vlasničkih vrijednosnih papira osobito su niske za sektor informacijskih tehnologija, koji obuhvaća dionice nekih poduzeća koja se ubrajaju u „sedam veličanstvenih“. Uz očekivanu snažnu zaradu, najniže dosad zabilježene razine premija za rizik vlasničkih vrijednosnih papira bile su pokretačka snaga otpornosti cijena američkih vlasničkih vrijednosnih papira, a ostale su stabilne čak i kad je došlo do naglog povećanja kamatnih stopa (Grafikon C, panel b)). Nakon izjave Federalnog odbora za otvoreno tržište (engl. *Federal Open Market Committee*, FOMC) Sustava federalnih rezerva u prosincu 2023., koja je označila zaokret u odnosu na stajalište restriktivne monetarne politike, nepovoljan utjecaj kamatnih stopa na cijene vlasničkih vrijednosnih papira oslabio je.

Grafikon C

Uloga premija za rizik vlasničkih vrijednosnih papira u vrednovanjima koja se odnose na poduzeća uvrštena u indeks S&P 500 i sektor informacijskih tehnologija

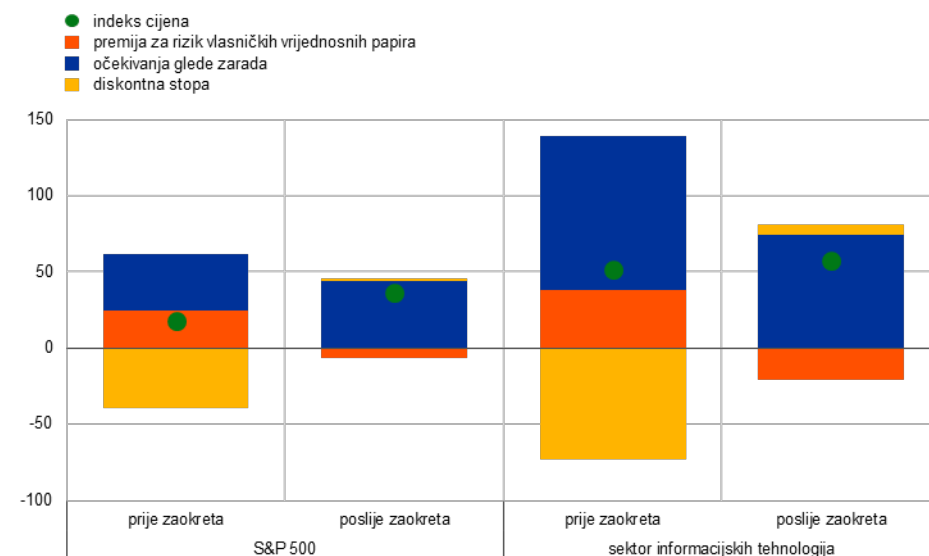
a) premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira za odabrane sektore indeksa S&P 500

(postotci)



b) raščlamba prinosa na vlasnička ulaganja od 2023. za odabrane sektore indeksa S&P 500 zasnovana na modelu

(postotci)



Izvori: LSEG i izračun stručnjaka ESB-a

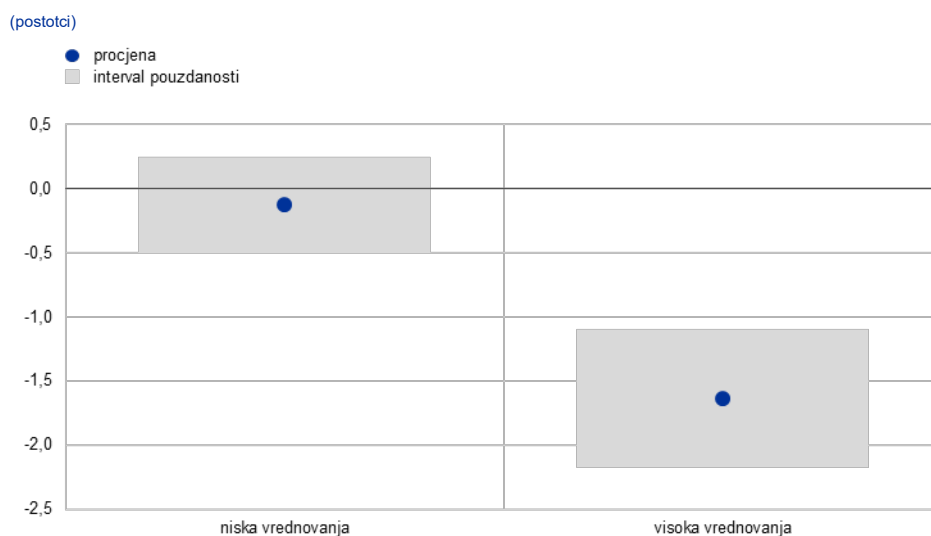
Napomene: Premija za rizik vlasničkih vrijednosnih papira dobivena je modelom diskontiranja dividenda, standardnim modelom vrednovanja koji se rabi za praćenje tržišta vlasničkih vrijednosnih papira i procjenu premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira. Povećanje premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira podrazumijeva povećanje naknade za rizik za držanje vlasničkih vrijednosnih papira, koje se može tumačiti kao veća nesklonost riziku. Po analogiji, smanjenje premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira može se tumačiti kao smanjenje nesklonosti riziku. U svrhu procjene ovog modela za sektor informacijskih tehnologija naš se pristup oslanja i na metodologiju razvijenu za sveobuhvatni indeks u članku pod naslovom „Measuring and interpreting the cost of equity in the euro area”, *Ekonomski bilten*, br. 4, ESB, 2018. Model obuhvaća otkupe dionica, diskontirane buduće novčane tokove s kamatnim stopama odgovarajuće rčnosti i tri horizonta očekivanog rasta dividenda. Prvo razdoblje, „prije zaokreta”, odnosi se na promjenu između siječnja 2023. i sastanka FOMC-a u prosincu 2023. Drugo razdoblje, „poslije zaokreta”, odnosi se na promjenu između sastanka FOMC-a u prosincu 2023. i posljednjih podataka. Posljednji podatci odnose se na 29. studenoga 2024. (tjedni podatci).

S obzirom na povišena vrednovanja i znatnu koncentraciju dioničkog tržišta, vlasnički vrijednosni papiri i nadalje su izloženi negativnim šokovima. U trenutnom kontekstu promjenljivoga geopolitičkog okružja, povišenog duga i

neizvjesnosti povezane s ishodima u širem gospodarstvu i, posebice, budućim povećanjima produktivnosti u vezi s umjetnom inteligencijom, izglednije je naglo okretanje ulagača sigurnijim oblicima imovine. Dokazi koji se zasnivaju na modelu upućuju na to da, primjerice, revizije naniže u makroekonomskim prognozama mogu imati veći utjecaj na cijene na tržištima vlasničkih vrijednosnih papira tijekom razdoblja povišenih vrednovanja (Grafikon D). S obzirom na trenutno visoka vrednovanja i znatnu koncentraciju američkog tržišta vlasničkih vrijednosnih papira, takvi rizici mogli bi postati sve relevantniji.⁶

Grafikon D

Odgovor cijena američkih vlasničkih vrijednosnih papira na negativne makroekonomske šokove u SAD-u prema parametrima vrednovanja vlasničkih vrijednosnih papira



Izvori: SEG i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Impulsne reakcije američkih vlasničkih vrijednosnih papira na nepovoljne makroekonomske šokove u SAD-u prema parametrima vrednovanja vlasničkih vrijednosnih papira. Odgovori se procjenjuju primjenom metoda lokalnih projekcija s pragom na dnevne podatke, pri čemu su kontrolirani za indeks Citi Economic Surprise i prikazani kumulativno nakon jednog tjedna. Američki makroekonomski šokovi izdvojeni su Bayesovom vektorskom autoregresijom kako je predloženo u Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M. i Van Robays, I., „What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk”, *Working Paper Series*, br. 2560, ESB, svibanj 2021. Razdoblje procjene obuhvaća razdoblje od srpnja 2005. do kolovoza 2024.

⁶ Detaljnija analiza različitih vrsta negativnih šokova i odgovora cijena vlasničkih vrijednosnih papira upućuje na to da snažna očekivana zarada može zaštititi cijene vlasničkih vrijednosnih papira od utjecaja neočekivane nesklonosti riziku i šokova monetarne politike, kako je dokazano u Chițu, L., Grothe, M., Schulze, T. i Van Robays, I., „Financial shock transmission to heterogeneous firms: the earnings-based borrowing constraint channel”, *Working Paper Series*, br. 2860, ESB, 2023. U skladu s time, izgledno je da će visoka vrednovanja vlasničkih vrijednosnih papira potaknuta očekivanom zaradom biti manje osjetljiva na nesklonost riziku ili šokove monetarne politike, ali bi na njih mogli utjecati nepovoljni makroekonomski šokovi.

2. Učinci sustava EU-a za trgovanje emisijama na europska ulaganja u kratkoročnom razdoblju

Priredili: Pablo Anaya Longaric, Virginia Di Nino i Vasileios Kostakis

U ovom okviru razmatra se utjecaj sustava EU-a za trgovanje emisijama (ETS EU-a) na europska ulaganja, pri čemu se empirijski testira učinak određivanja cijene ugljika na tok međunarodnih i domaćih ulaganja. Sustavom EU-a za trgovanje emisijama smanjena je emisija stakleničkih plinova, što je dugoročno pridonijelo zaštiti okoliša, europskom gospodarstvu i energetskej neovisnosti Europe. Empirijski dokazi o dugoročnoj koristi upućuju na to da ETS također potiče zelena ulaganja kojima se smanjuje ugljični intenzitet proizvodnih procesa poduzeća.¹ U usporedbi s alternativnim instrumentima, određivanje cijene ugljika pokazalo se kao učinkovit mehanizam kojim se potiče uvođenje niskougljičnih tehnologija.² Stoga je ETS ključan za povećanje energetske neovisnosti Europe od uporabe fosilnih goriva.

Međutim, nije odmah jasno kakav je učinak na ulaganja u kratkoročnom razdoblju. Korist za zaštitu okoliša može za cijenu imati smanjenje ulaganja s obzirom na to da određivanje cijene ugljika djeluje kao porez na energiju koji se naplaćuje poduzećima.³ On može uzrokovati i odljev ulaganja u države koje nisu uvele usporedive zakone kako bi ograničile emisije ugljika određivanjem cijene ili oporezivanjem – tzv. istjecanje ugljika. Istodobno pak može pružiti i poticaj poduzećima da ulažu u zelene tehnologije s obzirom na to da se prihodi od ETS-a preko programa EU-a kao što su Inovacijski fond, Modernizacijski fond i plan REPowerEU Mehaniizma za oporavak i otpornost primjenjuju kako bi se potaknula zelena ulaganja. S obzirom na to da još nema jasnoga konsenzusa oko učinka na ulaganja, ispitivanje sila koje su dosad prevladavale pridonijelo bi prilagođavanju politika zaštite okoliša ne bi li se smanjio rizik istjecanja ugljika i mogući gospodarski troškovi.

U analizi u nastavku ispituje se utjecaj promjene cijene ugljika na tok međunarodnih i europskih ulaganja. Procjenjuju se učinci šokova cijene ugljika na inozemna izravna ulaganja (IIU) u nove kapacitete i na bruto investicije u fiksni kapital tijekom vremena i na razini pojedine države i na razini sektora. Kako bi se utvrdili šokovi cijene ugljika, promjene u cijenama terminskih ugovora za emisijske jedinice ugljika do kojih je došlo u otprilike isto vrijeme kad i do promjena u propisima ETS-a uključeni su kao instrument u model vektorske autoregresije.⁴ Važno je naglasiti da je analiza usredotočena na troškove povezane s određivanjem cijene

¹ Vidi Colmer, J., Martin, R., Muuls, M. i Wagner, U. J., „Does Pricing Carbon Mitigate Climate Change? Firm-Level Evidence from the European Union Emissions Trading System”, *The Review of Economic Studies*, svibanj 2024.

² Vidi Anderson *et al.*, „Policies for a climate-neutral industry: Lessons from the Netherlands”, *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, br. 108, travanj 2021.

³ Za raspravu o makroekonomskim učincima porezno orijentiranih politika smanjenja ugljika vidi članak pod naslovom „[The macroeconomic implications of the transition to a low-carbon economy](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 5, ESB, kolovoz 2023. i Känzig, D. R., „[The unequal economic consequences of carbon pricing](#)”, *Nacionalni ured za ekonomska istraživanja, Working Paper*, br. 31221, svibanj 2023.

⁴ Vidi Känzig, D. R., *op. cit.*

ugljika u kratkoročnom razdoblju, dok dugoročna korist čišće energije i smanjenja ovisnosti o fosilnim gorivima nije obuhvaćena ovim okvirom.⁵ Uzorak obuhvaća razdoblje od 2003. do 2019., uključujući razdoblje od najave primjene ETS-a do kraja treće faze provedbe. Isključuje razdoblje pandemije, u kojemu je došlo do drugih vrsta velikih šokova koji bi mogli kontaminirati analizu, ali uključuje šokove cijene ugljika povezane s najavama iz 2019. u vezi s budućim promjenama propisa ETS-a.

Empirijska analiza upućuje na zaključak da se tokovi IIU-a u nove kapacitete u Europi privremeno smanje kad cijena ugljika raste. Nakon šoka cijene ugljika koji je normaliziran kako bi rezultirao povećanjem od 1 % u komponenti energije indeksa proizvođačkih cijena – što odgovara podizanju terminskih cijena ugljika za 25 % pri aktivaciji – tokovi europskih IIU-a u nove kapacitete u državama izvan Europe znatno se povećavaju (Grafikon A, panel a)).⁶ Osim toga, IIU između država izvan Europe povećao se nakon godine dana. Slično tomu, IIU u nove kapacitete u Europi se smanjuje, i onaj koji dolazi izvan Europe i onaj koji dolazi iz Europe, pri čemu se očekuje da će se potonji smanjiti u srednjoročnom razdoblju (Grafikon A, panel b)). Općenito gledano, te reakcije upućuju na to da je moguće privremeno preusmjeravanje sredstava izvan Europe kad su cijene ugljika u porastu.⁷

⁵ Postoje dokazi da je uvođenje ETS-a potaknulo ulaganja usmjerena u smanjenje emisija ugljika poduzeća u dugoročnom razdoblju, a da to nije naškodilo njihovoj gospodarskoj aktivnosti. Vidi Anderson *et al.*, *op. cit.*

⁶ Razina i predznak šoka utvrđeni su primjenom instrumentalnih varijabla u modelu vektorske autoregresije. Skaliran je kako bi omogućio trenutačno tumačenje rezultata. Unatoč tome, skaliranje ga čini relativno velikim u odnosu na prosječni odgovor terminskih cijena ugljika na prošle promjene u propisima ETS-a. Moguće je dakle očekivati da je stvaran utjecaj IIU-a na domaća ulaganja u prošlosti bio znatno manji.

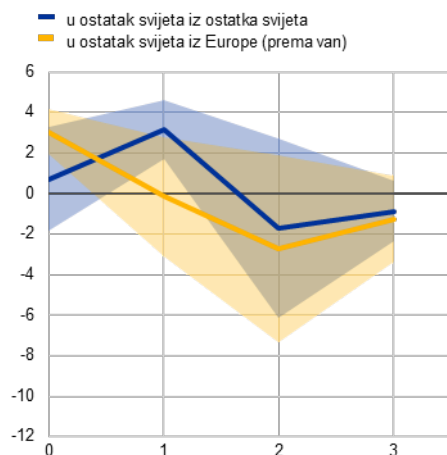
⁷ Vidi Böning, J., Di Nino, V. i Folger, T., „[Stop carbon leakage at the border, can EU companies be both green and globally competitive?](#)”, *ESB-ov blog*, 1. lipnja 2023. i Böning, J., Di Nino, V. i Folger, T., „[Benefits and costs of the ETS in the EU, a lesson learned for the CBAM design](#)”, *Working Paper Series*, br. 2764, ESB, siječanj 2023.

Grafikon A

Utjecaj šoka cijene ugljika na globalni IIU u nove kapacitete

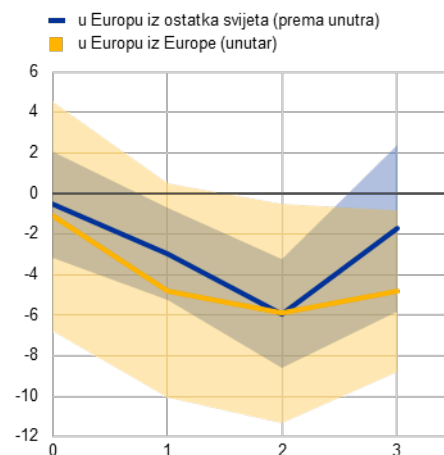
a) utjecaj šoka cijene ugljika na IIU u ostatku svijeta

(os y: promjene u postotcima, os x: godine nakon aktivacije)



b) utjecaj šoka cijene ugljika na IIU u Europi

(os y: promjene u postotcima, os x: godine nakon aktivacije)



Izvori: Eurostat, FT fDi Intelligence i izračun stručnjaka ESB-a

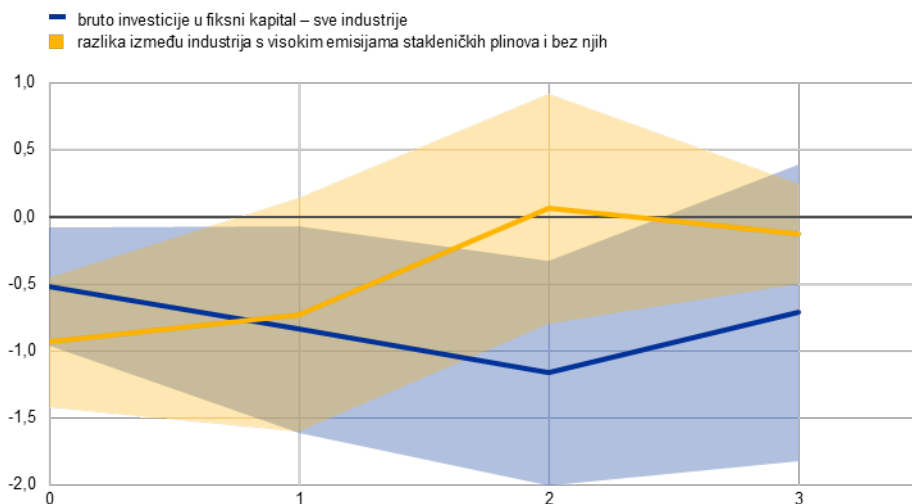
Napomene: Grafikon prikazuje procijenjene učinke na najavljene projekte IIU-a u nove kapacitete, koji proizlaze iz šoka cijene ugljika što dovodi do povećanja od 1 % u komponenti energije indeksa proizvođačkih cijena pri aktivaciji. Uzorak obuhvaća razdoblje od 2003. do 2019. S obzirom na to da je ETS započeo s radom 2005., produžena vremenska serija ne utječe znatno na rezultate. Specifikacija je kako slijedi $\Delta_h Y_{ijt+h} = \alpha_j^i + \beta_h \Delta_i + \gamma_h X_{i,t-1} + \varepsilon_{ijt+h}$, pri čemu je Y_{ijt+h} varijabla ishoda kamata u projekcijskom razdoblju h između država i i j , i $X_{i,t-1}$ uključuje skup makroekonomskih kontrola, uključujući odgodenu zavisnu varijablu. Pune linije prikazuju procijenjene impulsne reakcije, a osjenčana područja prikazuju raspon pouzdanosti od 90 % na osnovi standardnih pogrešaka Driscolla i Kraaya koji ostaju pouzdani i kod serijskih korelacija i presječne ovisnosti.

Čini se i da postoji nepovoljan učinak na domaća ulaganja u Europi. Kao odgovor na šok cijene ugljika koji rezultira povećanjem od 1 % u komponenti energije indeksa proizvođačkih cijena, bruto investicije u fiksni kapital u EU-u smanjuju se za 0,5 % u prvoj godini, a kumulativno smanjenje nakon dvije godine premašuje 1 % (Grafikon B). Međutim, važno je napomenuti da je razina neizvjesnosti kada je riječ o procjenama visoka. Do tog smanjenja dolazi jer više cijene ugljika djeluju kao porez na proizvodnju poduzeća i smanjuju ukupnu gospodarsku aktivnost, čime je nadjačano povećanje ulaganja koja kao cilj imaju usmjeravanje proizvodnih procesa poduzeća prema zelenim izvorima energije.

Grafikon B

Utjecaj šoka cijene ugljika na bruto investicije u fiksni kapital u EU-u

(os y: promjene u postotcima, os x: godine nakon nastanka)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje procijenjeni učinak šoka cijene ugljika koji dovodi do povećanja od 1 % u komponenti energije indeksa proizvođačkih cijena pri aktivaciji. Specifikacija je jednaka kao i ona opisana u napomenama uz Grafikon A. Sektori s visokim emisijama stakleničkih plinova jesu oni čije su emisije (u odnosu na njihovu dodanu vrijednost) više od medijalne razine.

Sektori s visokim udjelom ugljika glavne su industrije na koje utječe šok cijene ugljika.⁸ Smanjenje ukupnih ulaganja potaknuli su uglavnom građevinski sektor, prijevoz i prerađivački sektor (Grafikon C). Nadalje, na rudarstvo i vađenje, bez obzira na to što je riječ o djelatnostima s visokim udjelom ugljika, šokovi cijene ugljika nisu znatnije utjecali. To je najvjerojatnije posljedica raspodjele emisijskih jedinica koje se dodjeljuju besplatno u tom sektoru.⁹

Te je nalaze potrebno razmotriti u kontekstu drugih studija koje pokazuju da ETS nije ni smanjio gospodarsku aktivnost ni doveo do znatnog istjecanja ugljika.¹⁰ Štoviše, smanjenje emisija ugljika ostvareno putem ETS-a uglavnom se pripisuje stvarnim smanjenjima emisija, a ne preseljenju proizvodnje u regije s blažim propisima o zaštiti okoliša. Usto, europski primjeri pokazuju da kad je određivanje cijene ugljika dopunjeno snažnom podrškom vlade naprednoj tehnologiji, oni se mogu međusobno nadopunjavati i postati poslovni model za ulaganje u dekarbonizaciju.¹¹

⁸ Industrije s visokim udjelom emisija jesu dvoznamenkaste industrije prema statističkoj klasifikaciji djelatnosti NACE čije su emisije stakleničkih plinova (u odnosu na njihovu dodanu vrijednost) više od medijalne razine.

⁹ Za slične rezultate vidi Matzner, A. i Steiniger, L., „Firms' heterogeneous (and unintended) investment response to carbon price increases”, *Working Paper Series*, br. 2958, ESB, srpanj 2024.

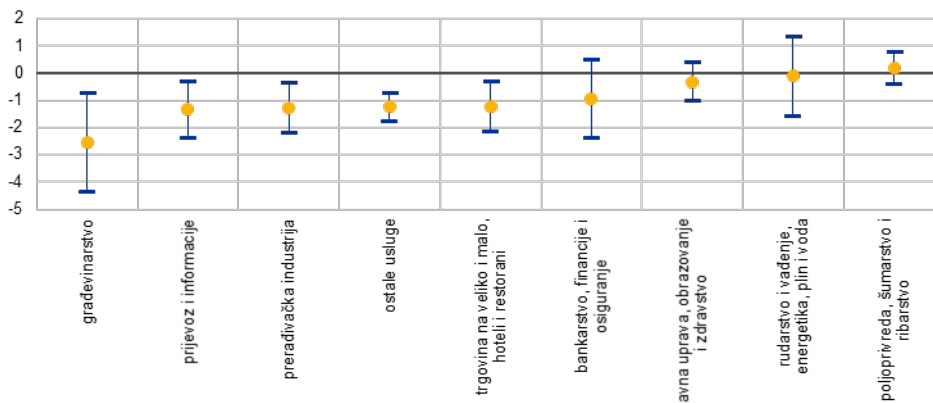
¹⁰ Vidi Colmer *et al.*, *op. cit.*, koji su pokazali da ne postoje dokazi o istjecanju ugljika kao rezultata ETS-a u njegove dvije inicijalne faze, na osnovi analize francuskih administrativnih podataka.

¹¹ Vidi Anderson *et al.*, *op. cit.*

Grafikon C

Utjecaj šoka cijene ugljika na bruto investicije u fiksni kapital u EU-u, po sektorima

(promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Linije iznad i ispod točaka prikazuju utjecaj na svaki sektor. Grupe slijede metodologiju Känziga, *op. cit.*, kako ju primjenjuju i Matzner i Steiniger, *op. cit.* Regresijska specifikacija jednaka je kao i ona opisana u napomenama uz Grafikon A.

Analiza upućuje na to da više cijene ugljika možda privremeno smanjuju domaća ulaganja i preusmjeravaju globalni IIU iz Europe, ali dugoročne koristi mogu uvelike nadmašiti te kratkoročne učinke.¹²

Potrebna je sveobuhvatnija analiza koja također uzima u obzir dugoročne prednosti povezane s ostvarivanjem neovisnosti od uporabe fosilnih goriva i povećanjem Europske energetske neovisnosti. Usporedo sa strožim propisima s aspekta obuhvata sektora i prava na emisije, Europska komisija predstavila je mehanizam za ugljičnu prilagodbu na granicama (CBAM). To pridonosi zaštiti europskih poduzetnika od moguće neloyalne strane konkurencije te ponovnoj uspostavi jednakih uvjeta poslovanja tako što se uvoznicima u EU naplaćuje cijena razmjerna emisijama ugrađenima u strane proizvodne procese.¹³ Time će se zajedno s politikama o kojima se trenutno raspravlja osigurati budući postojani proizvodni kapaciteti Europe i njezina inozemna konkurentnost.¹⁴

¹² Učinci na ulaganja i tokove IIU-a u nove kapacitete znatni su, ali u skladu s literaturom koja uzima u obzir četvrtu fazu implementacije ETS-a kao rezultat promjena propisa najavljenih tijekom treće faze, što je slučaj i u ovom okviru. Primjeri takvih najava uključuju izmjene Uredbe o dražbi i donošenje Delegirane Odluke o istjecanju ugljika za razdoblje od 2021. do 2030.

¹³ Više pojedinosti vidi na mrežnim stranicama [CBAM](#).

¹⁴ Vidi Bijmens G., Duprex, C. i Hutchinson, J., „Obstacles to the greening of energy-intensive industries”, *ESB-ov blog*, 17. rujna 2024.

3. Kakve gospodarske signale dobivamo od mjera neizvjesnosti?

Priredili: Malin Andersson, Alina Bobasu i Roberto A. De Santis

Iako neizvjesnost ima važnu ulogu pri donošenju mnogih gospodarskih odluka, nije ju moguće izravno izmjeriti i zato ju je teško procijeniti. U

vremenima velike neizvjesnosti, domaćinstva i poduzeća mogu odgoditi potrošnju ili odustati od nje, što zauzvrat smanjuje gospodarsku aktivnost.¹ S obzirom na to da neizvjesnost nije moguće izravno promatrati, u ovom se okviru procjenjuju nedavni signali dobiveni od različitih zamjenskih vrijednosti pri čemu ih se kategorizira u one koje su izravno povezane s kratkoročnom gospodarskom situacijom i one koje odražavaju pitanja dugoročnije politike. Također se ispituju i implikacije tih mjera na ključne makroekonomske varijable.

Neizvjesnost glede kratkoročne gospodarske situacije obično se prati kombinacijom statističkih pokazatelja, pokazatelja zasnovanih na anketama i financijskih pokazatelja. Jedna od ključnih mjera za europodručje jest indeks

makroekonomske neizvjesnosti koji su razvili Jurado *et al.*, kojim se neizvjesnost definira kao kolebljivost pogreške u prognoziranju tri mjeseca unaprijed za veliki raspon gospodarskih pokazatelja.² Druga zamjenska vrijednost jest neslaganje prognoza iz prognoza organizacije Consensus Economics, koje obuhvaća disperziju predviđanja godinu dana unaprijed za realni BDP, industrijsku proizvodnju, rast osobne potrošnje i ulaganja kao i inflaciju mjerenu HICP-om i dugoročne kamatne stope. Osim toga, mjera neizvjesnosti Europske komisije zasnovana na anketama odražava poteškoće s kojima se poslovni direktori i potrošači susreću pri predviđanju poslovne aktivnosti svojih poduzeća i financijskog stanja svojih domaćinstava. Naposljetku, Složeni pokazatelj sistemskog stresa (CISS) jest pokazatelj financijskog stresa koji je razvio ESB, a sastavljen je od raznih tržišnih financijskih varijabla iz različitih segmenata financijskog sustava.

Postoje i mjere neizvjesnosti povezane s pitanjima dugoročnije politike. Jedna je takva mjera Indeks neizvjesnosti gospodarske politike za europodručje kojim se prati učestalost spominjanja određenih riječi povezanih s gospodarskom neizvjesnošću u novinskim člancima. Tri ostala pokazatelja koja se zasnivaju na tekstovima pokazuju neizvjesnost povezanu s geopolitikom, trgovinom i klimatskom politikom.³

¹ Određene vrste neizvjesnosti, kao što su one povezane s nedavnim snažnim porastom ulaganja u umjetnu inteligenciju također mogu povećati ulaganja i gospodarsku aktivnost (vidi Ludvigson, S. C., Ma, S. i Ng, S., „[Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?](#)”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, sv. 13, br. 4, 2021., str. 369 – 410.

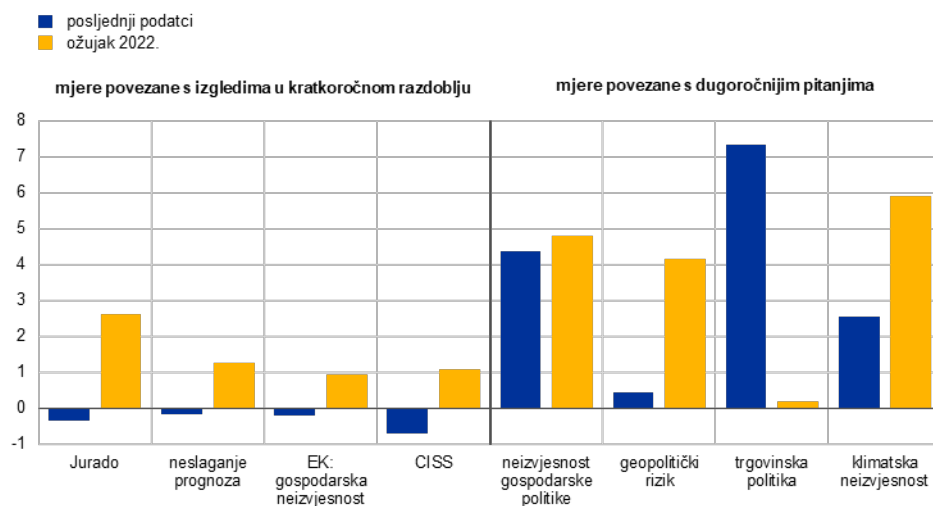
² Jurado, K., Ludvigson, S. C. i Ng, S., „[Measuring uncertainty](#)”, *American Economic Review*, sv. 105, br. 3, 2015., str. 1177. – 1216. i Scotti, C., „[Surprise and uncertainty indexes: Real-time aggregation of real-activity macro-surprises](#)”, *Journal of Monetary Economics*, sv. 82, 2016., str. 1. – 19.

³ Više informacija o primijenjenoj metodologiji vidi u Baker, S. R., Bloom, N. i Davis, S. J., „[Measuring Economic Policy Uncertainty](#)”, *The Quarterly Journal of Economics*, sv. 131, br. 4, 2016., str. 1593. – 1636. i Gavriilidis, K., „[Measuring Climate Policy Uncertainty](#)”, University of Stirling, svibanj 2021.

Mjere koje obuhvaćaju zabrinutost glede kratkoročne gospodarske situacije trenutno upućuju na niske razine neizvjesnosti, dok one povezane s dugoročnijim politikama upućuju na više razine (Grafikon A). Iako su svi ti pokazatelji ostvarili svoju najvišu vrijednost tijekom ruske invazije na Ukrajinu, mjere povezane s izgledima u kratkoročnom razdoblju odonda su se vratile svojim povijesnim prosjecima.⁴ Za razliku od toga, većina mjera neizvjesnosti povezanih s politikama i nadalje je znatno iznad srednjih vrijednosti svojih povijesnih prosjeka, što je posljedica političke polarizacije koja je u tijeku, moguće buduće regulacije i globalne energetske tranzicije.⁵

Grafikon A Mjere neizvjesnosti

(standardizirane, promjene u postotnim bodovima)



Izvori: Jurado *et al.*,¹⁾ prognoze organizacije Consensus Economics, Europska komisija, Baker *et al.*,²⁾ Caldara *et al.*,³⁾ Caldara *et al.*,⁴⁾ Gavrilidis⁵⁾ i izračun stručnjaka ESB-a.

Napomene: Serije su standardizirane za uzorak od 1999. do 2019. uz iznimku serije o gospodarskoj neizvjesnosti Europske komisije koja je standardizirana za razdoblje od travnja 2019. do rujna 2024. zbog ograničene raspoloživosti uzoraka. Neizvjesnost povezana s gospodarskom politikom jest ponderirani prosjek standardiziranih mjera specifičnih za Njemačku, Francusku, Italiju i Španjolsku.

Posljednji podatci odnose se na rujna 2024. za Jurado i neizvjesnost povezanu s klimom, na listopada 2024. za neslaganje prognoza i studeni 2024. za gospodarsku neizvjesnost Europske komisije (EK), CISS, neizvjesnost povezana s gospodarskom politikom, geopolitički rizik i trgovinsku politiku.

1) Jurado, K., Ludvigson, S. C. i Ng, S., „Measuring Uncertainty”, *American Economic Review*, sv. 105, br. 3, ožujak 2015.

2) Baker, S. R., Bloom, N. and Davis, S. J., „Measuring Economic Policy Uncertainty”, Working Papers, No 21633, National Bureau of Economic Research, listopad 2015.

3) Caldara, D. i Iacoviello, M., „Measuring Geopolitical Risk”, *American Economic Review*, sv. 112, br. 4, 2021., str. 1194. – 1225.

4) Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. i Raffo, A., „The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty”, *International Finance Discussion Papers*, br. 1256, rujna 2019.

5) Gavrilidis, K., „Measuring Climate Policy Uncertainty”, University of Stirling, svibanj 2021.

Osim toga, indeks rizika izveden iz poziva o zaradi upućuje na to da se percepcija rizika za veliki broj spomenutih neizvjesnosti smanjila s najviših vrijednosti ostvarenih u proljeće 2022., iako je i nadalje viša od razine zabilježene prije pandemije (Grafikon B).⁶ Indeksom se mjeri postotak više specifičnih rizika kao udio u svim rizicima spomenutima u pozivima o zaradi

⁴ Vidi okvir pod naslovom „The impact of the Russian invasion of Ukraine on euro area activity via the uncertainty channel”, *Ekonomski bilten*, br. 4, ESB, 2022.

⁵ Neizvjesnost povezana s gospodarskom politikom na posebno je visokoj razini u Njemačkoj i Francuskoj.

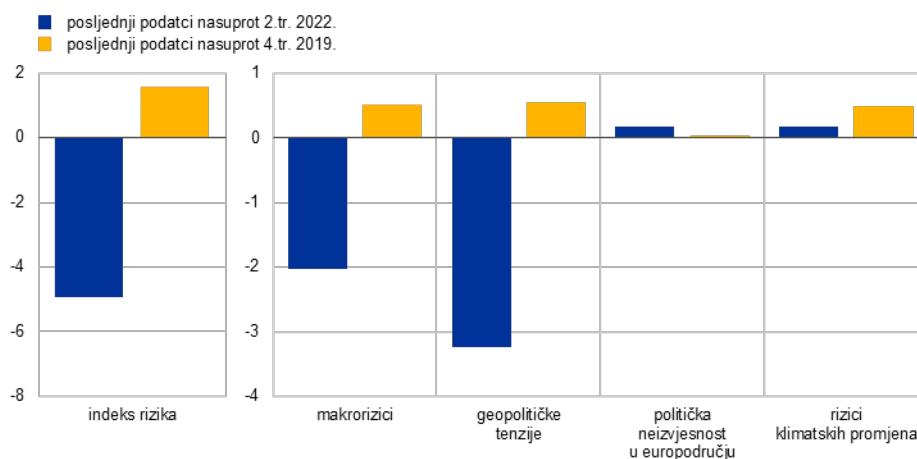
⁶ Iako se kreću usporedo, mjere „neizvjesnosti” razlikuju se od mjera „rizika” utoliko što do neizvjesnosti dolazi kad su informacije kojima se predviđaju budući događaji nedostatne ili neraspoložive dok je rizik povezan s vjerojatnošću određenoga gospodarskog događaja.

uvrštenih poduzeća iz europodručja.⁷ Iako rizike nije moguće točno rasporediti u prethodno prikazane kategorije neizvjesnosti, indeks rizika potvrđuje nalaz da se percepcija rizika za nekoliko percipiranih neizvjesnosti znatno smanjila u odnosu na najviše vrijednosti zabilježene u proljeće 2022. Istodobno, zabrinutosti povezane s geopolitičkim napetostima i klimom ostaju povišene.

Grafikon B

Indeks rizika izveden iz poziva o zaradi

(postotak svih spominjanja rizika, promjene u postotnim bodovima)



Izvori: NL Analytics i izračun ESB-a

Napomene: „Makrorizici” se odnose na spominjanja povezana s rizicima opskrbnih lanaca i uvjeta financiranja, „geopolitičke napetosti” odnose se na geopolitičke napetosti u Ukrajini i na Bliskom istoku, „politička neizvjesnost u europodručju” odnosi se na europodručje u cjelini ili u svim državama europodručja, a „rizici povezani s klimatskim promjenama” odnose se na spominjanja riječi kao što su „ugljik”, „klima” i „politika”. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2024.

Povećanje neizvjesnosti obično je povezano s nižim realnim BDP-om i snažnijim nepovoljnim učinkom na poslovna ulaganja nego na potrošnju (Grafikon C).

Kako bi se ispitalo implikacije porasta neizvjesnosti procjenjuju se bayesovski modeli vektorske autoregresije tijekom razdoblja od prvog tromjesečja 1999. do drugog tromjesečja 2024.⁸ Modeli uključuju realni BDP, osobnu potrošnju u poslovna ulaganja, deflator BDP-a i jednu po jednu mjeru neizvjesnosti (rizika).⁹ Rezultati upućuju na to da su sva povećanja mjera neizvjesnosti – osim geopolitičkog rizika – povezana sa smanjenjem realnog BDP-a, osobne potrošnje i poslovnih ulaganja, pri čemu se poslovna ulaganja smanjuju znatno više od potrošnje.¹⁰

⁷ Više pojedinosti o metodologiji vidi u okviru pod naslovom „Uvidi koji se temelje na pozivima o zaradi – što možemo naučiti od percepcije rizika poduzeća i raspoloženja poduzeća prema riziku?”, *Ekonomski bilten*, br. 4, ESB, 2024.

⁸ Procjena je korigirana u skladu s Lenza i Primiceri (2022.) kako bi se u obzir uzeli gospodarski poremećaji koje je uzrokovala pandemija bolesti COVID-19 (vidi Lenza, M. i Primiceri, G. E., „How to estimate a vector autoregression after March 2020”, *Journal of Applied Econometrics*, sv. 37, br. 4, 2022., str. 688. – 699.

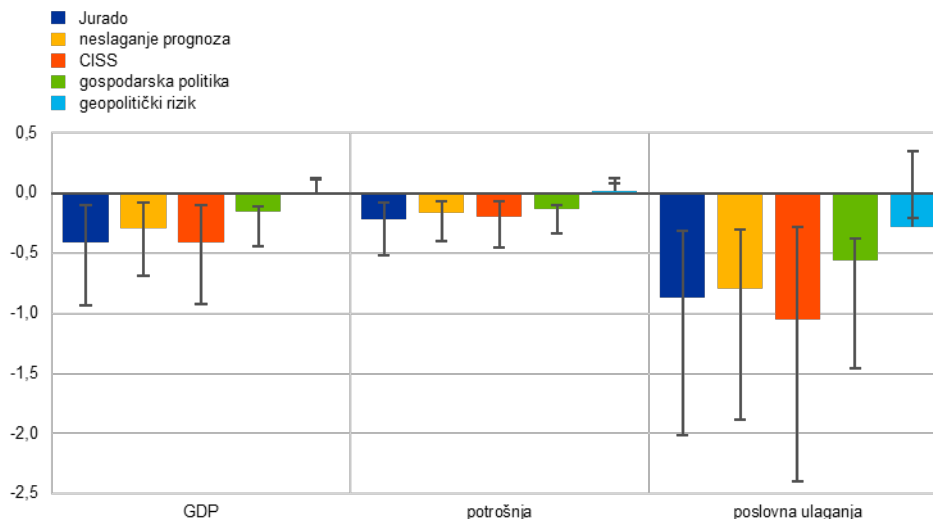
⁹ S obzirom na to da se mjere neizvjesnosti povezane s trgovinom i klimom odnose na specifična područja izravno izložena fluktuacijama trgovine i politici zaštite okoliša, u ovom se okviru ne ispituju šire implikacije na gospodarsku aktivnost. Istodobno, indeks rizika nije uključen u empirijski postupak s obzirom na njegov kratak vremenski uzorak.

¹⁰ Vidi i De Santis, R. A. i Van der Veken, W., „Deflationary financial shocks and inflationary uncertainty shocks: an SVAR Investigation”, *Working Paper*, br. 2727, ESB, 2022. i Bobasu, A., Quaglietti, L. i Ricci, M., „Tracking Global Economic Uncertainty: Implications for the Euro Area”, *IMF Economic Review*, Međunarodni monetarni fond, sv. 72, br. 2, 2024., str. 820 – 857.

Grafikon C

Utjecaj porasta mjera neizvjesnosti

(postotak odstupanja od trenda)



Izvor: izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Modeli BVAR-a uključuju BDP, potrošnju, poslovna ulaganja, deflator BDP-a i jednu po jednu mjeru neizvjesnosti (rizika). Modeli se procjenjuju za tromjesečna razdoblja, od prvog tromjesečja 1999. do drugog tromjesečja 2024., a utvrđivanje se zasniva na pristupu Choleskyjeve dekompozicije pri čemu je mjera neizvjesnosti na prvom mjestu. Unatoč tome, rezultati su također postojani s obzirom na njihove nepovoljne implikacije na gospodarsku aktivnost kad je mjera neizvjesnosti na posljednjem mjestu. Povećanje neizvjesnosti odražava povećanje jedne standardne devijacije u mjeri neizvjesnosti. Rezultati prikazani u grafikonu odnose se na učinke nakon četiri tromjesečja. Linije iznad i ispod točaka se odnose na 68 % vjerodostojnih intervala.

Ne čini se da je neizvjesnost povezana s kratkoročnom gospodarskom situacijom dosad znatno utjecala na trenutačnu gospodarsku aktivnost.

Međutim, neizvjesnost povezana s pitanjima dugoročnije politike vjerojatno će i nadalje biti važna. Iako je neizvjesnost koja proizlazi iz kratkoročnih gospodarskih pokazatelja u posljednje vrijeme obuzdana u odnosu na prethodna razdoblja najviših vrijednosti, neizvjesnost povezana s gospodarskom politikom vjerojatno će i nadalje ostati povišena i odražavati trajnu, promjenjivu prirodu pitanja unutarnje politike. U skladu s tim, očekuje se da će neizvjesnost povezana s pitanjima politika i nadalje u sljedećim tromjesečjima nepovoljno utjecati na gospodarsku aktivnost, a osobito na poslovna ulaganja.

4. Što su razlozi za visoku stopu štednje kućanstava u europodručju

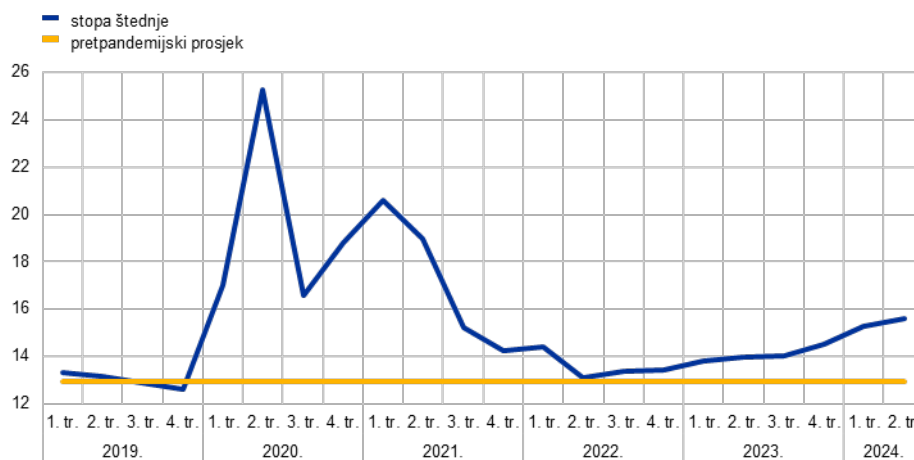
Pruredili: Alina Bobasu, Johannes Gareis i Grigor Stoevsky

Nakon snažnog rasta u 2020., koji je bio povezan s pandemijom, stopa štednje kućanstava u europodručju spustila se do sredine 2022. na prosječnu razinu prije izbijanja pandemije, a potom je ponovo zamjetljivo rasla. Prema podacima iz tromjesečnih sektorskih računa Eurostata sezonski prilagođena stopa štednje kućanstava u europodručju snažno je rasla nakon izbijanja pandemije bolesti COVID-19.¹ To je uglavnom bilo posljedica mjera zatvaranja koje su uvedene radi suzbijanja širenja virusa, što je nepovoljno djelovalo na potrošnju, pri čemu su mjere vlada podupirale raspoloživi dohodak.² Većina ograničenja ukinuta je do 2022., a stopa štednje vratila se na pret pandemijski prosjek (Grafikon A). Međutim, ta stopa ponovo je rasla tijekom posljednje dvije godine, a osobna potrošnja ostala je slaba. U ovom se okviru analiziraju glavni ekonomski činitelji koji su utjecali na nedavno povećanje stope štednje i ispituju se kratkoročne implikacije za osobnu potrošnju.

Grafikon A

Stopa štednje kućanstava

(postotak bruto raspoloživog dohotka)



Izvori: ESB i Eurostat (tromjesečni sektorski računi) i izračun ESB-a

Napomene: Sezonski prilagođeni podaci. Pret pandemijski prosjek izračunava se od prvog tromjesečja 1999. do četvrtog tromjesečja 2019.

Snažan rast dohodaka pridonio je nedavnom povećanju stope štednje kućanstava. Realni dohodak kućanstava povećao se za 3,8 % u posljednje dvije godine zahvaljujući snažnom rastu komponenata dohotka od rada i dohotka iz drugih izvora osim rada (Grafikon B). Porast dohotka iz drugih izvora osim rada, koji uključuje dohodak od samostalnog rada, neto kamatni prihod, dividende i najamnine,

¹ Tromjesečne sektorske račune za europodručje zajedno sastavljaju ESB i Eurostat.

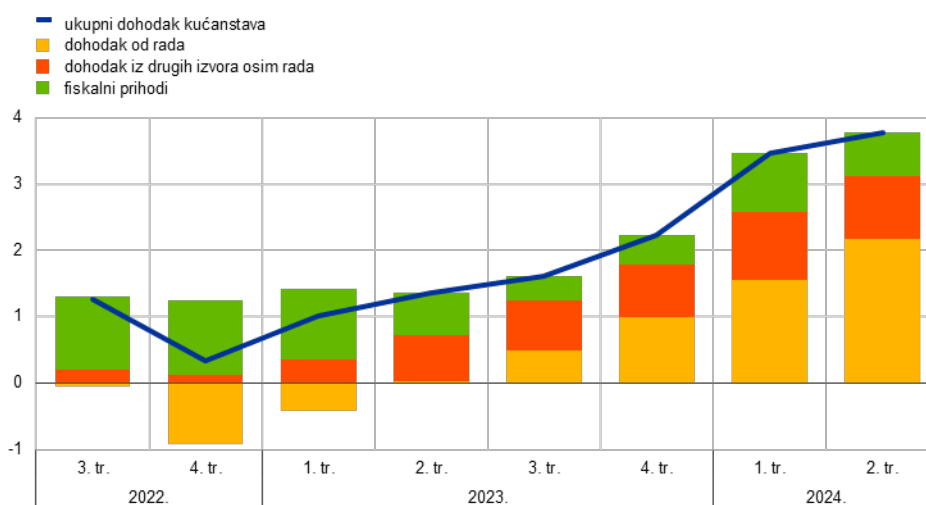
² Vidi okvir pod naslovom „COVID-19 and the increase in household savings: precautionary or forced?“, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB, 2020.

posebice pogoduje štednji.³ To odražava činjenicu da dohodak iz drugih izvora osim rada uglavnom ostvaruju bogatija kućanstva, koja općenito više štede od siromašnijih kućanstava.⁴ Usto, fiskalna politika također je podupirala rast realnog dohotka od trećeg tromjesečja 2022. To se uglavnom može pripisati diskrecijskim mjerama za ublažavanje učinka šoka cijena energije, uključujući znatnu dohodovnu potporu koja nije bila ciljana. Navedene mjere pogodovale su i bogatijim kućanstvima, koja troše manji udio svojeg dohotka, što je također možda pridonijelo većoj stopi štednje.⁵

Grafikon B

Kretanja realnog dohotka kućanstava

(promjene u postocima od drugog tromjesečja 2022. i doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat, ESB i Eurostat (tromjesečni sektorski računi) i izračun ESB-a

Napomene: Sezonski prilagođeni podatci. Dohodak od rada izračunava se kao naknada zaposlenima, a dohodak iz drugih izvora osim rada uključuje dohodak od samostalnog rada, neto kamatni prihod, dividende i najamnine; fiskalni prihodi mjere se kao rezidual. Kako bi se dobile realne vrijednosti, sve komponente dohotka kućanstava deflacinirane su deflatorom osobne potrošnje iz nacionalnih računa.

Iako je njihov dohodak snažno rastao tijekom posljednje dvije godine, kućanstva su i nadalje oprezna glede potrošnje.

Nakon oporavka u razdoblju poslije pandemije, rast realne osobne potrošnje znatno je oslabio u uvjetima snažnog rasta inflacije i pooštavanja monetarne politike koje je uslijedilo. Porast inflacije uglavnom je bio potaknut snažnim povećanjem cijena energije i hrane, što je dovelo do relativno snažnog pada potrošnje tih proizvoda.⁶ Povećanja kamatnih stopa koja su uslijedila potaknula su štednju i vjerojatno su imala jači nepovoljan učinak na potrošnju robe nego na potrošnju usluga. Posebice je bila pogođena potrošnja trajnih proizvoda, koja je osjetljivija na kamatne stope od usluga.⁷

³ Vidi i okvir pod naslovom „Osnovne informacije o mjerenju dohotka kućanstava”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB, 2023.

⁴ Vidi, primjerice, Bańkowska, K. *et al.*, „ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation”, *Occasional Paper Series*, br. 287, ESB, prosinac 2021.

⁵ Vidi članak pod naslovom „Fiscal policy and high inflation”, *Ekonomski bilten*, broj 2, ESB, 2023.

⁶ Vidi okvire pod naslovom „The impact of higher energy prices on services and goods consumption in the euro area”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB, 2022. i „Kako su kućanstva prilagodila svoje potrošačke i štedne navike visokoj inflaciji?”, *Ekonomski bilten*, broj 2, ESB, 2024.

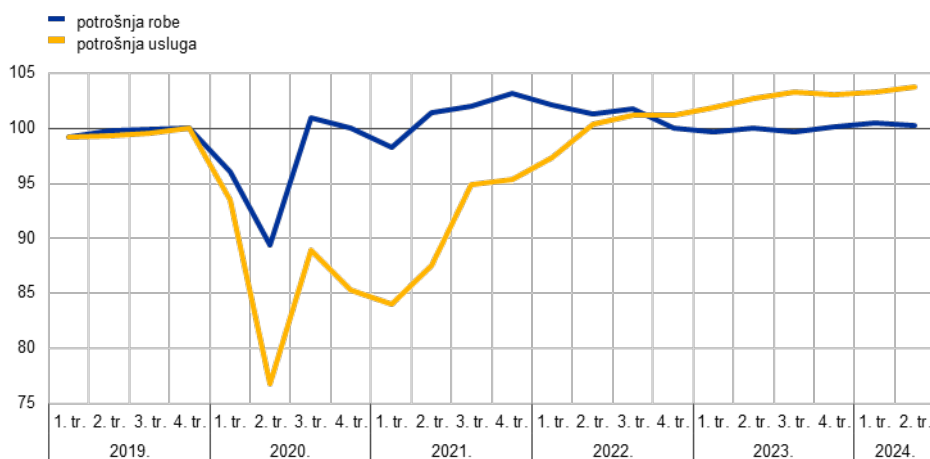
⁷ Vidi okvir pod naslovom „Monetarna politika i nedavno usporavanje aktivnosti u prerađivačkoj industriji i uslužnom sektoru”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB, 2023.

Općenito govoreći, početkom 2023. potrošnja robe pala je ispod razine zabilježene prije pandemije i uglavnom je stagnirala tijekom posljednje dvije godine. Potrošnja usluga istodobno se nastavila povećavati, ali umjerenijom dinamikom (Grafikon C).

Grafikon C

Realna potrošnja robe i usluga kućanstava

(4. tr. 2019. = 100)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Sezonski prilagođeni podaci. Potrošnja robe i potrošnja usluga zasnovani su na agregiranim dostupnim podacima o realnoj potrošnji kućanstava prema namjeni.

U uvjetima snažnog rasta inflacije realno neto bogatstvo kućanstava smanjivalo se u posljednje dvije godine, što je dodatno poticalo kućanstva da obnove svoje bogatstvo. Neto bogatstvo kućanstava, koje uključuje nekretnine, depozite, obveznice i dionice, umanjeno za dužničke obveze, znatno je raslo nakon pandemije, potpomognuto akumulacijom štednje povezane s pandemijom. Nakon pandemije bogatstvo se nastavilo povećavati u nominalnom iznosu, premda umjerenijom dinamikom (Grafikon D).⁸ Međutim, neto bogatstvo kućanstava u realnom iznosu počelo se smanjivati u 2022., a tijekom 2023. palo je na razinu prije pandemije. To smanjenje vjerojatno je pridonijelo nedavnom povećanju stope štednje kućanstava jer su kućanstva bila potaknuta obnoviti svoje realno neto bogatstvo.⁹

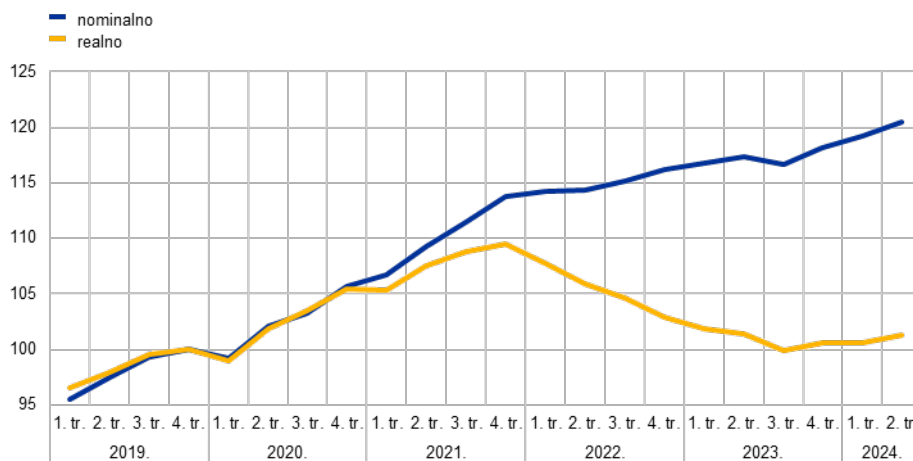
⁸ Vidi okvir pod naslovom „Household savings and wealth in the euro area – implications for private consumption”, *Ekonomska prognoza u zimu 2024.*, Europska komisija, 2024.

⁹ Za detaljnu analizu učinka inflacije i monetarne politike na distribuciju bogatstva vidi članak pod naslovom „Introducing the Distributional Wealth Accounts for euro area households”, *Ekonomski bilten*, broj 5, ESB, 2024.

Grafikon D

Neto bogatstvo kućanstava

(4. tr. 2019. = 100)



Izvori: Eurostat, ESB i Eurostat (tromjesečni sektorski računi) i izračun ESB-a

Napomena: Kako bi se dobile realne vrijednosti, neto bogatstvo kućanstava deflacirano je deflatorom osobne potrošnje iz nacionalnih računa.

Model vremenskih serija za potrošnju kućanstava u kojemu se upotrebljavaju standardne makroekonomske determinante daje bolji uvid u ekonomske činitelje koji su utjecali na nedavno povećanje stope štednje. Reducirani oblik modela korekcije pogreške kombinira dugoročnu i kratkoročnu dinamiku radi objašnjavanja tromjesečnog rasta potrošnje.¹⁰ Razina realne potrošnje kućanstava dugoročno je pod utjecajem razine realnog dohotka kućanstava, realnog neto bogatstva kućanstava i realnih kamatnih stopa. U kratkoročnom razdoblju ostali ciklički činitelji, kao što je pouzdanje potrošača koje odražava štednju iz opreza, također imaju ulogu u objašnjavanju dinamike potrošnje. U modelu se promjena stope štednje kućanstava raščlanjuje na četiri činitelja – dohodak, bogatstvo, kamatne stope i pouzdanje potrošača – pri čemu se podrazumijeva da realni dohodak kućanstava raste.¹¹

Empirijski dokazi upućuju na to da su rastući realni dohotci i visoke realne kamatne stope zajedno s učincima negativnoga realnog bogatstva utjecali na povećanje štednje kućanstava u posljednje dvije godine. Prema rezultatima modela porast stope štednje kućanstava između drugog tromjesečja 2022. i drugog tromjesečja 2024. uglavnom se može pripisati učincima dohotka jer se potrošnja kućanstava nije odmah prilagodila snažnom povećanju realnih dohodaka. Učinci kamatnih stopa i učinci bogatstva također su imali važnu ulogu (Grafikon E). Istodobno je i oprez imao povoljan učinak na štednju – posebice u 2022. nakon

¹⁰ Vidi i de Bondt, G., Gieseck, A., Herrero, P. i Zekaite, Z., „Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries”, *Working Paper Series*, br. 2343, ESB, prosinac 2019.

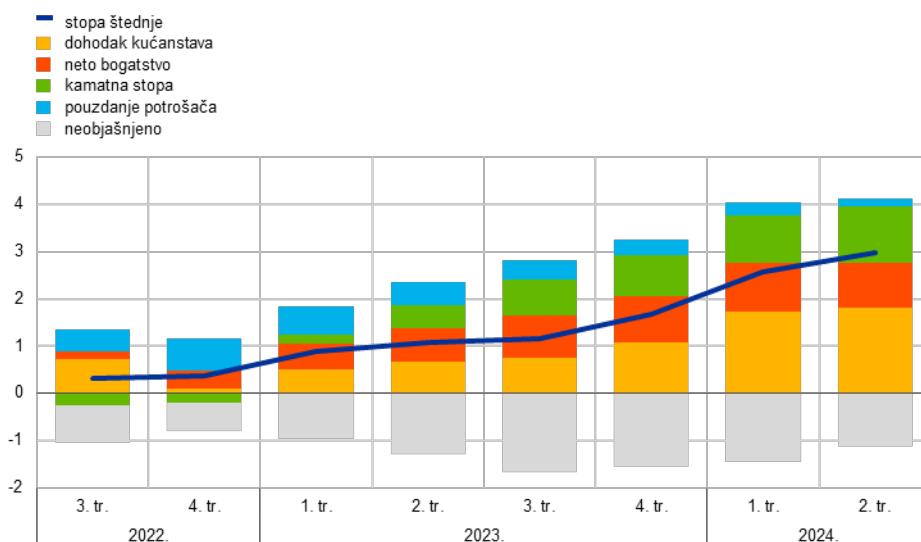
¹¹ Parametri modela procijenjeni su primjenom podataka od prvog tromjesečja 1999. do posljednjeg tromjesečja 2019. Kako bi se dobile realne vrijednosti, dohodak kućanstava i neto bogatstvo deflacirani su deflatorom osobne potrošnje iz nacionalnih računa. Realna kamatna stopa mjeri se tromjesečnim EURIBOR-om prilagođenim za očekivanu godišnju stopu inflacije potrošačkih cijena iz ankete potrošača Europske komisije, pri čemu je za razdoblje za koje nema podataka, od 1999. do posljednjeg tromjesečja 2003., upotrijebljena stvarna godišnja stopa inflacije mjerene HIPC-om. Pouzdanje potrošača iskazano je u odstupanjima od svojega dugoročnog prosjeka iz pretpandemijskog razdoblja.

ruske invazije na Ukrajinu, koja je dovela do pada pouzdanja potrošača. Ipak, čini se da se važnost opreza smanjuje jer se pouzdanje potrošača postupno oporavlja u odnosu na pad u drugoj polovini 2022.¹² Naposljetku, promjena stope štednje tijekom posljednje dvije godine ne može se u potpunosti objasniti navedenim činiteljima. Na to upućuje neobjašnjeni dio raščlambe, koji se odnosi na činitelje koji nisu obuhvaćeni modelom, a zajedno nepovoljno utječu na porast stope štednje od sredine 2022. Ipak, ovo kumulativno gledište prikriva činjenicu da je porast štednje u posljednja tri tromjesečja bio veći nego što se ranije očekivalo i da je nadmašio porast na koji upućuje model. To najvjerojatnije odražava snažniju inerciju potrošnje i postupniju prilagodbu potrošnje kućanstava na njihovu rastuću kupovnu moć i slabljenje negativnih šokova nego što bi se moglo pretpostaviti na osnovi povijesnih pravilnosti.¹³

Grafikon E

Doprinosi promjeni stope štednje kućanstava: raščlamba na osnovi modela

(promjene u postotnim bodovima od drugog tromjesečja 2022. i doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat, ESB, ESB i Eurostat (tromjesečni sektorski računi) i izračun ESB-a

Napomena: Grafikon prikazuje doprinose realnog dohotka kućanstava, realnog neto bogatstva, realnih kamatnih stopa i pouzdanja potrošača kumulativnim promjenama stope štednje kućanstava od drugog tromjesečja 2022. na osnovi procijenjenog modela korekcije pogreške za rast osobne potrošnje, pri čemu se podrazumijeva da realni dohodak kućanstava raste.

Što se tiče nadolazećeg razdoblja, stopa štednje kućanstava vjerojatno će ostati visoka u kratkoročnom razdoblju, ali bi se potom trebala spustiti sa sadašnje razine. Uz ključne činitelje – rastuće realne dohotke, visoke razine realnih kamatnih stopa i poticaje za obnavljanje realnog bogatstva – koji će vjerojatno biti prisutni još neko vrijeme, očekuje se da će stopa štednje ostati visoka u kratkoročnom razdoblju, premda malo niža od svoje najnovije najviše razine, što je djelomično posljedica smanjivanja kamatnih stopa. Očekuje se da će vjerojatan blagi

¹² Vidi okvir pod naslovom „Zašto su kućanstva europodručja još pesimistična i koje su implikacije za osobnu potrošnju?“, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB, 2024.

¹³ Drugi činitelj koji nije uključen u model, a možda je pridonio nedavnom povećanju stope štednje, odnosi se na visoku razinu neizvjesnosti glede pitanja dugoročnije politike; vidi okvir pod naslovom „Kakve gospodarske signale dobivamo od mjera neizvjesnosti?“ u ovom broju *Ekonomskog biltena*.

pad stope štednje zajedno s kontinuiranim snažnim rastom realnog dohotka od rada pridonijeti zamahu osobne potrošnje.

5. Prijenos monetarne politike na inflaciju cijena proizvoda i usluga: granularno gledište

Priredili: Anastasia Allayioti, Bruno Fagandini, Lucyna Górnicka i Catalina Martínez Hernández

Monetarna politika utječe na potrošačke cijene preko nekoliko kanala, a njezin utjecaj u smislu brzine i veličine razlikuje se među kategorijama potrošnje.

Snažan rast inflacije u razdoblju nakon pandemije bio je rezultat dosad nezabilježene kombinacije šokova, uključujući poremećaje u opskrbnim lancima, šokove cijena energije i potisnutu potražnju od ponovnog otvaranja gospodarstva. ESB je snažno odgovorio ukidanjem akomodativne monetarne politike koja je podupirala gospodarstvo tijekom pandemije i njezinim preusmjeravanjem u restriktivno područje. Cjelokupan proces dezinflacije koji je uslijedio odražavao je slabljenje šokova ponude i učinkovitost politike snažnoga i odlučnog povećavanja kamatnih stopa. Proces dezinflacije istodobno je bio praćen postojanom dinamikom temeljne inflacije – definirane harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena bez energije i hrane (HIPCX). U ovom se okviru analizira heterogeni prijenos šokova monetarne politike na inflaciju u europodručju, pri čemu je naglasak stavljen na različito ponašanje pojedinih cijena proizvoda i usluga uključenih u HIPCX. Stavljajući naglasak na ovaj indeks omogućuje znatan uvid u kretanja komponente inflacije za koju se smatra da obično obuhvaća postojaniju dinamiku.

Procjena prijenosa monetarne politike na dezagregirane cijene može nadopuniti standardne analize agregatne inflacije. U ovom okviru daje se procjena učinka šokova monetarne politike na cijene svake od 72 stavke iz klasifikacije COICOP-4 u košarici za izračun HIPCX-a.¹ Nakon procjene bajesovskih modela vektorske autoregresije (BVAR)² za specifične stavke, pojedine stavke proizvoda i usluga klasificiraju se prema njihovoj reaktivnosti na šokove monetarne politike u trogodišnjem razdoblju u tri kategorije osjetljivosti: (1) vrlo osjetljive, (2) umjereno osjetljive i (3) neosjetljive.^{3, 4} Na taj način moguće je procijeniti koje stavke

¹ Klasifikacijom osobne potrošnje prema namjeni (engl. *Classification of Individual Consumption by Purpose*, COICOP) standardiziraju se stavke potrošačke košarice među državama. Četveroznamenasta klasifikacija u europodručju uključuje 93 kategorije cijena. Više pojedinosti vidi na [mrežnim stranicama Eurostata](#).

² Na osnovi Allayioti, A., Górnicka, L., Holton, S. i Martínez Hernández, C., „[Monetary policy pass-through to consumer prices: evidence from granular price data](#)”, *Working Paper Series*, br. 3003, ESB, Frankfurt na Majni, 2024. U procjeni se upotrebljavaju bajesovski modeli vektorske autoregresije (BVAR) za specifične stavke s nizom makroekonomskih kontrola. Uzorak se razlikuje po stavkama, a obuhvaća razdoblje između ranih 2000-ih i rujna 2023. Šokovi monetarne politike su kao u Jarocinski, M. i Karadi, P., „[Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks](#)”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, sv. 12(2), 2020., str. 1. – 43. Šokovi su posuđeni iz upotrebom baze podataka o iznenađenjima iz Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R. S., Motto, R. i Ragusa, G., „[Measuring euro area monetary policy](#)”, *Journal of Monetary Economics*, sv. 108, 2019., str. 162. – 179.

³ U 36 mjeseci šoka stavke s najmanje tri uzastopna mjeseca negativnih i statistički značajnih reakcija cijena kategoriziraju se kao osjetljive na šokove monetarne politike. Preostale stavke klasificiraju se kao neosjetljive. Osjetljive stavke dodatno su podijeljene u „vrlo osjetljive” i „umjereno osjetljive”, ovisno o tome je li njihova maksimalna negativna reakcija veća (umjereno osjetljive) ili manja (vrlo osjetljive) od medijana reakcije svih osjetljivih stavki.

⁴ Sličnu klasifikaciju za potrošnju, cijene i zarade u Sjedinjenim Američkim Državama napravili su Andreolli, M., Rickard, N. i Surico, P., „[Non-Essential Business-Cycles](#)”, *NBER Working Paper*, 2024.

iz košarice za izračun temeljne inflacije snažno reagiraju na šokove monetarne politike, kao i koje stavke reagiraju brzo odnosno tek s dugim vremenskim odmacima. Te informacije daju vrijedan uvid u prijenos monetarne politike na agregatnu inflaciju u europodručju.

Kategorija industrijskih proizvoda bez energije (IPE) obuhvaća više stavki koje su klasificirane kao osjetljive na monetarnu politiku nego kategorija usluga.

Stavke koje su vrlo ili umjereno osjetljive na monetarnu politiku čine 33 % košarice za izračun HIPCX-a u europodručju, a obuhvaćaju veći udio IPE-a (44 %) nego usluga (26 %).⁵ Općenito govoreći, osjetljiva kategorija (koja kombinira vrlo osjetljive i umjereno osjetljive stavke) obuhvaća kombinaciju trajnih, polutrajnih i netrajnih proizvoda, a osjetljive usluge ponajprije se odnose na rekreaciju i prijevoz. Grafikon A prikazuje vrhunac utjecaja šokova monetarne politike na odabrane pojedine stavke za koje je utvrđeno da su vrlo osjetljive. Sveukupno gledano, postoji znatna heterogenost u jačini prijenosa monetarne politike na pojedine stavke u ovoj kategoriji. Kod vrlo osjetljivih stavki prikazanih u Grafikonu A vrhunac utjecaja monetarne politike na cijene prosječno je malo viši kod usluga nego kod IPE-a. Među stavkama usluga vrhunac utjecaja najviši je kod „zračnoga putničkog prijevoza”, a potom slijede „kombinirani prijevoz putnika” i „paket-aranžmani”. Među stavkama IPE-a najviši vrhunac zabilježen je kod „medija za snimanje”, a slijede „motorna vozila” i „materijal za izradu odjeće”. Snažniji učinak šokova monetarne politike na neke vrlo osjetljive usluge u odnosu na vrlo osjetljive stavke IPE-a može se pripisati diskrecijskoj naravi tih usluga, povezanih sa slobodnim vremenom.⁶

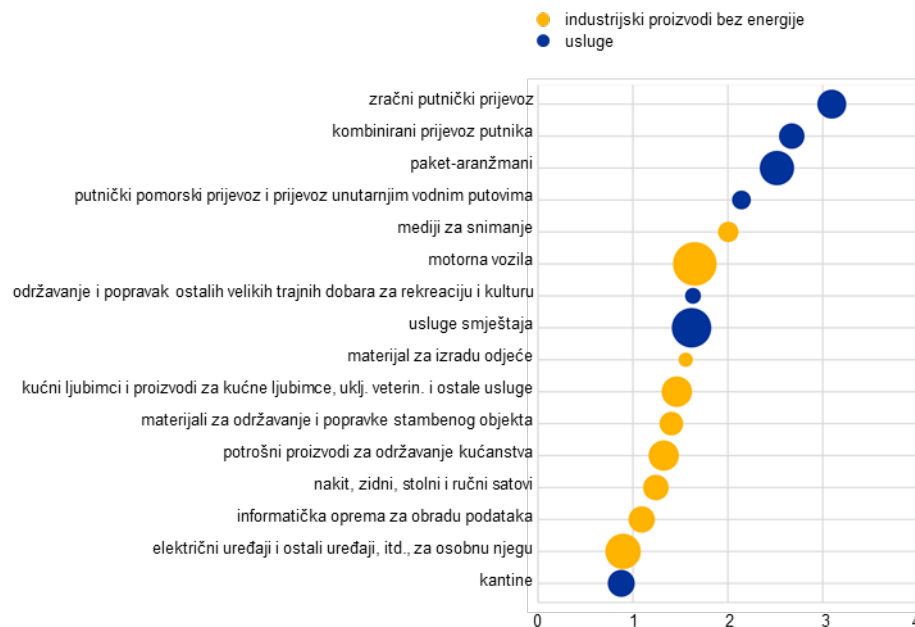
⁵ Promatrane zajedno, na stavke koje su klasificirane kao osjetljive na šokove monetarne politike odnosi se oko trećina dinamike HIPCX-a, a stavke su ravnomjerno raspoređene na IPE (50,1 %) i usluge (49,9 %).

⁶ Literatura potkrepljuje postojanje velike osjetljivosti potrošačkih cijena energije na šokove monetarne politike. Vidi, primjerice, Ampudia, M., Ehrmann, M. i Strasser, G., „[The effect of monetary policy on inflation heterogeneity along the income distribution](#)”, *BIS Working Paper*, br. 1124, rujan 2023.

Grafikon A

Vrhunac utjecaja monetarne politike na vrlo osjetljive stavke

(os x: najveća kumulativna promjena u postotcima, veličina balona: ponder stavke u HIPCX-u)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Baloni prikazuju vrhunac utjecaja na stavke koje su najviše reagirale na šokove monetarne politike u trogodišnjem razdoblju. Rezultati se zasnivaju na medijanu aposteriorne distribucije impulsnih reakcija normaliziranih na povećanje od 25 baznih bodova na jednogodišnju njemačku državnu obveznicu. Veličina balona povezana je s ponderom određene stavke u HIPCX-u i zasniva se na ponderima potrošnje iz 2024.

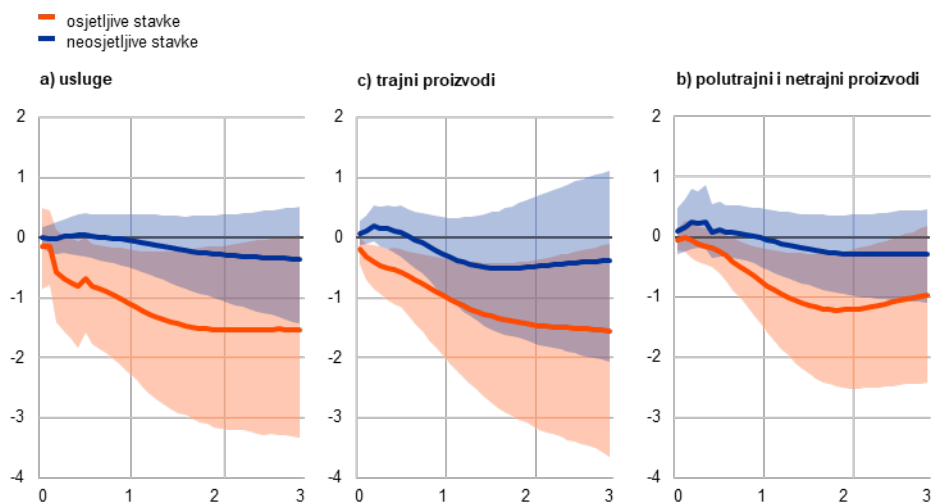
Monetarna politika ima sličan vrhunac utjecaja na proizvode i usluge koji su klasificirani kao osjetljivi. Grafikon B daje usporedbu impulsnih reakcija osjetljivih i neosjetljivih stavki na šok monetarne politike od 25 baznih bodova.⁷ Unatoč preklapanju raspona pouzdanosti za obje skupine, impulsne reakcije osjetljivih stavki jasnije su koncentrirane u negativnim vrijednostima i razlikuju se od nule na temelju raspona pouzdanosti od 68 %. Nakon dvadesetak mjeseci, šok pooštavanja od 25 baznih bodova smanjuje kumulativnu promjenu cijena osjetljivih usluga i osjetljivih trajnih proizvoda za oko 1,5 postotnih bodova. Nadalje, trajni proizvodi bilježe snažniju reakciju od stavki polutrajnih i netrajnih proizvoda, što je u skladu s prethodnim dokazima.

⁷ Proizvodi se dalje dijele na trajne i ostale, što je u skladu s nekoliko studija koje potkrepljuju da je potrošnja na trajne proizvode obično više ciklička i jače reagira na promjene monetarne politike od potrošnje na netrajne proizvode i usluge. Vidi, primjerice, Dedola, L. i Lippi, F., „[The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries](#)”, *European Economic Review*, sv. 49(6), 2005., str. 1543. – 1569.

Grafikon B

Reakcije osjetljivih i neosjetljivih industrijskih proizvoda bez energije i agregata usluga na šokove monetarne politike

(os x: godine, os y: kumulativne promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Linije označuju medijan aposteriorne distribucije impulsnih reakcija, a osjenčana područja predstavljaju raspone pouzdanosti od 68 %. Impulsne reakcije normalizirane su na povećanje od 25 baznih bodova na jednogodišnju njemačku državnu obveznicu.

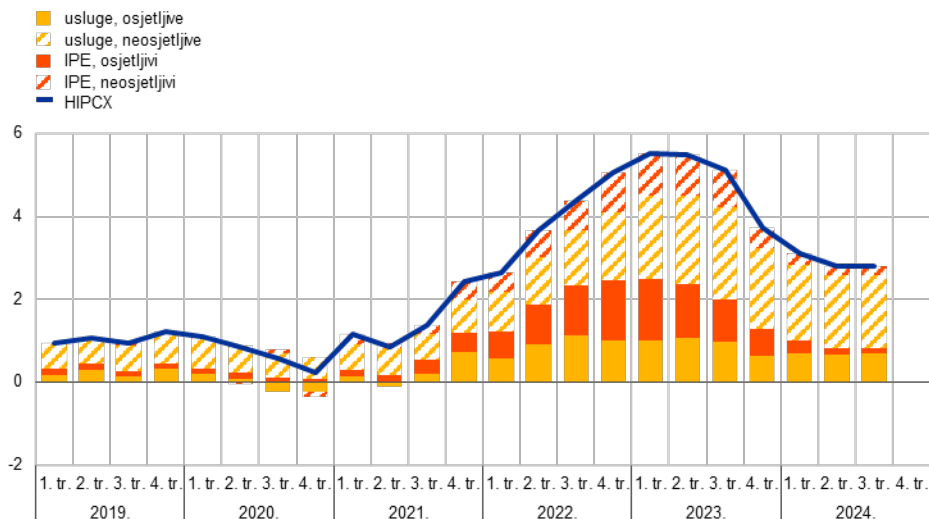
Stope inflacije cijena stavki koje su klasificirane kao osjetljive na monetarnu politiku smanjile su se više nego stope inflacije cijena neosjetljivih stavki u razdoblju od vrhunca temeljne inflacije. Inflacija mjerena HIPCX-om dosegla je najvišu razinu od 5,7 % u ožujku 2023., a osjetljive i neosjetljive stavke znatno su pridonijele ukupnoj vrijednosti (na osjetljive stavke odnosilo se oko 2,6 postotnih bodova – Grafikon C). Učinak restriktivne monetarne politike zajedno sa slabljenjem izvanrednih šokova otad se postupno prenosi na cijene, posebice kod osjetljivih stavki. Najnoviji podatci upućuju na to da se znatno smanjio doprinos osjetljivih stavki, koje su inflaciji mjerenoj HIPCX-om od 2,7 % u listopadu 2024. pridonijele samo 0,8 postotnih bodova. Stoga su neosjetljive stavke, posebice neosjetljive usluge kao što su najamnine, medicinske usluge i neke stavke osiguranja, bile glavni pokretači temeljne inflacije.⁸ Na vrhuncu utjecaja neosjetljive usluge pridonijele su 2,1 postotni bod inflaciji mjerenoj HIPCX-om od 5,7 %, a prema posljednjim podatcima njihov doprinos iznosi 1,7 postotnih bodova, što je gotovo dvije trećine kretanja inflacije mjerene HIPCX-om u posljednje vrijeme.

⁸ 20 od 28 stavki koje su klasificirane među stavke koje reagiraju kasnije preklapa se s našom klasifikacijom stavki koje nisu osjetljive na monetarnu politiku. Vidi „[The heterogeneous developments of the components of euro area core inflation](#)”, *Ekonomski bilten*, br. 4, Banca d'Italia, listopad 2023. Primjeri tih stavki uključuju najamnine, medicinske i stomatološke usluge te osiguranje povezano sa zdravstvenim uslugama i prijevozom.

Grafikon C

Inflacija mjerena HIPCX-om tijekom vremena – raščlamba na stavke koje su osjetljive i stavke koje nisu osjetljive na šokove monetarne politike

(godišnje promjene u postocima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun zaposlenika ESB-a
Napomena: Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2024.

Granularna analiza potvrđuje da je inflacija ljepljivih cijena usluga glavni pokretač agregatne inflacije u posljednje vrijeme, a ujedno naglašava i heterogenost unutar kategorije usluga. Različita osjetljivost potkrijepljena je kod dvije potkomponente temeljne inflacije (IPE i usluge), ali i unutar svake kategorije. Dezagregirana analiza također upućuje na to da je, unatoč tome što je većina stavki usluga reagirala vrlo usporeno na posljednji ciklusa pooštavanja, monetarna politika uspješno ublažila povećanje cijena niza stavki usluga koje su ponajprije povezane s rekreacijom i uslugama prijevoza. Promatrani zajedno, ovi dokazi naglašavaju kako granularno utvrđivanje stavki koje iznimno snažno reagiraju može pomoći pri procjenjivanju raspona transmisije na agregatnu inflaciju i njezinome pravodobnom praćenju.

6. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 24. srpnja do 22. listopada 2024.

Priredili: Yannik Schneider i Kristian Tötterman

U ovom se okviru opisuju likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike Eurosustava tijekom petog i šestog razdoblja održavanja pričuva u 2024. Ta su dva razdoblja zajedno trajala od 24. srpnja do 22. listopada 2024. („promatrano razdoblje”).

Višak likvidnosti u bankovnom sustavu europodručja nastavio se smanjivati tijekom promatranog razdoblja. Smanjenje prosječnog viška likvidnosti bilo je posljedica dospjeća devete operacije u sklopu treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO III.9.) 25. rujna 2024. i istodobnih prijevremenih bankovnih otplata desete i posljednje operacije. Puštanje likvidnosti također se smanjilo zbog smanjenog držanja vrijednosnih papira u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (APP) nakon prestanka reinvestiranja u sklopu APP-a od početka srpnja 2023. Držanja u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije (PEPP) također su se počela smanjivati od početka srpnja 2024. s obzirom na to da se glavnice dospjelih vrijednosnih papira sada samo djelomično reinvestiraju. Kontinuirano smanjenje apsorpcije likvidnosti putem neto autonomnih činitelja djelomično je neutraliziralo smanjeno puštanje likvidnosti, premda sporijim tempom u usporedbi s prethodnim razdobljima.

U skladu sa svojim revidiranim operativnim okvirom i najavom iz ožujka 2024. ESB je od 18. rujna 2024. smanjio razliku između stope na novčani depozit i stope za glavnu operaciju refinanciranja s 50 baznih bodova na 15 baznih bodova. Stopa za mogućnost posudbe na kraju dana također je prilagođena kako bi razlika između stope za mogućnost posudbe na kraju dana i stope za glavnu operaciju refinanciranja ostala nepromijenjena i iznosila 25 baznih bodova. U promatranom razdoblju prilagodbe razlike nisu imale znatan utjecaj na sudjelovanje banaka u kreditnim operacijama Eurosustava i ukupnu aktivnost na novčanom tržištu. Nadalje, smanjenje razlike između stope na novčani depozit i stope za glavnu operaciju refinanciranja na početku šestog razdoblja održavanja pričuva u 2024. nije utjecalo na kamatne stope na tržištu novca. Na neosiguranom tržištu eurska kratkoročna kamatna stopa (€STR) smanjila se usporedno s promjenama kamatnih stopa monetarne politike od 25 baznih bodova. Repo stope također su se bez poteškoća prilagodile tim promjenama.

Potrebe za likvidnošću

Prosječne dnevne potrebe za likvidnošću bankovnog sustava, definirane kao zbroj neto autonomnih činitelja i obveznih pričuva, smanjile su se za 21,9 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na 1.462,1 mlrd. EUR. To odražava činjenicu da su autonomni činitelji povlačenja likvidnosti porasli manje od autonomnih činitelja puštanja likvidnosti (Tablica A). Minimalne obvezne pričuve

ostvarile su blagi porast od 0,9 mlrd. EUR i iznosile su 162,5 mlrd. EUR, što je tek neznatno utjecalo na promjenu agregatnih potreba za likvidnošću.

Autonomni činitelji povlačenja likvidnosti povećali su se za 45 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, uglavnom zbog povećanja ostalih autonomnih činitelja. Neto ostali autonomni činitelji porasli su prosječno za 36,5 mlrd. EUR. To je uglavnom bilo posljedica povećanja stanja na računima revalorizacije za 49,1 mlrd. EUR zbog viših cijena zlata, čiji je likvidnosni učinak neutraliziran odgovarajućim porastom neto inozemne imovine za puštanje likvidnosti. Državni depoziti neznatno su porasli, za 0,7 mlrd. EUR i iznosili su 118,4 mlrd. EUR. Time je označen prvi prekid kontinuiranog smanjivanja državnih depozita s najviše razine od 655,2 mlrd. EUR dosegnute u proljeće 2022. Ukupno smanjenje rezultat je normalizacije zaštitnih slojeva gotovine koje drže nacionalne riznice te promjena u remuneraciji državnih depozita koji se drže u Eurosustavu, što je plasiranje sredstava na tržištu učinilo financijski atraktivnijim. U promatranom se razdoblju prosječna vrijednost novčanica u optjecaju povećala za 7,8 mlrd. EUR, odnosno na 1.562,7 mlrd. EUR. Potražnja za novčanicama i nadalje je stabilna nakon što je dosegla najvišu razinu u srpnju 2022.

Autonomni činitelji puštanja likvidnosti porasli su za 67,7 mlrd. EUR, ponajprije zbog povećanja neto inozemne imovine za 53,8 mlrd. EUR. Do povećanja neto inozemne imovine došlo je gotovo isključivo zbog povećanja vrijednosti pričuva zlata za prosječno 49,9 mlrd. EUR, što se može pripisati višim cijenama zlata.¹ Neto imovina nominirana u eurima porasla je za 13,9 mlrd. EUR u promatranom razdoblju zbog smanjenja depozita koji se ne odnose na operacije monetarne politike i povećanja ulaganja koja se ne odnose na operacije monetarne politike.

¹ Iako su promjene cijena zlata uzrokovale većinu promjena na računima revalorizacije tijekom promatranog razdoblja, računi također odražavaju tečajna kretanja i fluktuacije cijena vrijednosnih papira. To objašnjava zašto promjene na računima revalorizacije pomno prate, ali nisu jednake promjenama vrijednosti pričuva zlata.

Tablica A

Likvidnosni uvjeti u Eurosustavu

Obveze

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 24. srpnja – 22. listopada 2024.						prethodno promatrano razdoblje: 17. travnja – 23. srpnja 2024.	
	peto i šesto razdoblje održavanja		peto razdoblje održavanja: 24. srpnja – 17. rujna 2024.		šesto razdoblje održavanja: 18. rujna – 22. listopada 2024.		treće i četvrto razdoblje održavanja	
autonomni činitelji povlačenja likvidnosti	2.685,6	(+45,0)	2.675,3	(+23,8)	2.702,1	(+26,9)	2.640,6	(+20,8)
novčanice u optjecaju	1.562,7	(+7,8)	1.564,2	(+4,7)	1.560,2	(–4,0)	1.554,9	(+10,3)
državni depoziti	118,4	(+0,7)	119,2	(+4,0)	117,1	(–2,0)	117,7	(–36,9)
ostali autonomni činitelji (neto) ¹⁾	1.004,5	(+36,5)	991,9	(+15,1)	1.024,8	(+32,9)	968,0	(+47,5)
tekući računi iznad minimalnih obveznih pričuva	6,7	(+1,0)	7,1	(+0,9)	6,1	(–1,0)	5,7	(–1,3)
minimalne obvezne pričuve²⁾	162,5	(+0,9)	162,2	(+0,3)	162,9	(+0,7)	161,6	(+0,1)
novčani depozit	3.031,9	(–138,8)	3.058,7	(–54,5)	2.989,1	(–69,6)	3.170,8	(–250,6)
operacije fine prilagodbe za povlačenje likvidnosti	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Izvor: ESB

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

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

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

Imovina

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 24. srpnja – 22. listopada 2024.						prethodno promatrano razdoblje: 17. travnja – 23. srpnja 2024.	
	peto i šesto razdoblje održavanja		peto razdoblje održavanja: 24. srpnja – 17. rujna 2024.		šesto razdoblje održavanja: 18. rujna – 22. listopada 2024.		treće i četvrto razdoblje održavanja	
autonomni činitelji puštanja likvidnosti	1.386,2	(+67,7)	1.373,0	(+44,6)	1.407,5	(+34,6)	1.318,6	(+68,3)
neto inozemna imovina	1.099,2	(+53,8)	1.083,7	(+20,0)	1.123,9	(+40,1)	1.045,4	(+65,8)
neto imovina nominirana u eurima	287,1	(+13,9)	289,2	(+24,6)	283,6	(–5,6)	273,2	(+2,5)
instrumenti monetarne politike	4.500,8	(–159,7)	4.530,5	(–74,4)	4.453,0	(–77,5)	4.660,5	(–299,0)
operacije na otvorenom tržištu	4.500,8	(–159,7)	4.530,5	(–74,4)	4.453,0	(–77,5)	4.660,5	(–299,0)
kreditne operacije	76,4	(–57,7)	88,5	(–22,1)	56,9	(–31,6)	134,0	(–199,9)
– MRO	4,9	(+1,0)	3,0	(–2,7)	7,8	(+4,7)	3,9	(–0,0)
– tromjesečni LTRO	9,6	(+2,0)	9,1	(+2,1)	10,5	(+1,5)	7,7	(+1,3)
– TLTRO III	61,9	(–60,6)	76,4	(–21,5)	38,6	(–37,8)	122,5	(–201,2)
portfelji izravnih monetarnih transakcija¹⁾	4.424,4	(–102,1)	4.442,0	(–52,2)	4.396,1	(–45,9)	4.526,5	(–99,0)
mogućnost posudbe na kraju dana	0,0	(+0,0)	0,0	(–0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(–0,0)

Izvor: ESB

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

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

Ostale informacije zasnovane na likvidnosti

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 24. srpnja – 22. listopada 2024.						prethodno promatrano razdoblje: 17. travnja – 23. srpnja 2024.	
	peto i šesto razdoblje održavanja		peto razdoblje održavanja: 24. srpnja – 17. rujna 2024.		šesto razdoblje održavanja: 18. rujna – 22. listopada 2024.		treće i četvrto razdoblje održavanja	
agregatne potrebe za likvidnošću ¹⁾	1.462,1	(–21,9)	1.464,8	(–20,7)	1.457,9	(–6,9)	1.484,0	(–47,1)
neto autonomni činitelji ²⁾	1.299,6	(–22,8)	1.302,6	(–21,0)	1.294,9	(–7,7)	1.322,5	(–47,2)
višak likvidnosti ³⁾	3.038,6	(–137,9)	3.065,8	(–53,6)	2.995,2	(–70,6)	3.176,5	(–251,8)

Izvor: ESB

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

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

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

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

Kretanja kamatnih stopa

(prosjeci, postotci i postotni bodovi)

	sadašnje promatrano razdoblje: 24. srpnja – 22. listopada 2024.				prethodno promatrano razdoblje: 17. travnja – 23. srpnja 2024.			
	peto razdoblje održavanja: 24. srpnja – 17. rujna 2024.		šesto razdoblje održavanja: 18. rujna – 22. listopada 2024.		treće razdoblje održavanja: 17. travnja – 11. lipnja 2024.		četvrto razdoblje održavanja: 12. lipnja – 23. srpnja 2024.	
MRO	4,25	(+0,00)	3,65	(–0,60)	4,50	(+0,00)	4,25	(–0,25)
mogućnost posudbe na kraju dana	4,50	(+0,00)	3,90	(–0,60)	4,75	(+0,00)	4,50	(–0,25)
novčani depozit	3,75	(+0,00)	3,50	(–0,25)	4,00	(+0,00)	3,75	(–0,25)
€STR	3,663	(+0,001)	3,414	(–0,249)	3,907	(–0,00)	3,662	(–0,245)
RepoFunds Rate Euro	3,728	(+0,014)	3,493	(–0,235)	3,953	(+0,007)	3,714	(–0,239)

Izvori: ESB, CME Group i Bloomberg

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

Likvidnost osigurana instrumentima monetarne politike

Prosječan iznos likvidnosti osigurane instrumentima monetarne politike smanjio se za 159,7 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 4.500,8 mlrd. EUR (Grafikon A). To je smanjenje ponude likvidnosti prije svega bilo posljedica smanjenja portfelja izravnih monetarnih transakcija Eurosustava i, u manjoj mjeri, otplata kreditnih operacija Eurosustava.

Prosječan iznos likvidnosti osigurane kreditnim operacijama smanjio se za 57,7 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 76,4 mlrd. EUR.

Spomenuto smanjenje uglavnom odražava smanjenje nepodmirenih iznosa u sklopu operacija TLTRO III zbog dospijeca devete operacije u sklopu operacija TLTRO III (42,2 mlrd. EUR) i prijevremenih otplata ostalih sredstava odobrenih u sklopu operacija TLTRO (5,1 mlrd. EUR) 25. rujna. Prosječni nepodmireni iznos u sklopu tromjesečnih operacija dugoročnijeg refinanciranja (LTRO) povećao se za 2,0 mlrd. EUR, dok je stanje glavnih operacija refinanciranja (MRO) u bilanci Eurosustava poraslo za 1,0 mlrd. EUR. Relativno ograničeno sudjelovanje banaka u tim redovitim operacijama i sposobnost otplate znatnih iznosa sredstava odobrenih u sklopu operacija TLTRO bez znatnog posezanja za redovitim operacijama refinanciranja upućuju na njihove sveukupno dostatne likvidnosne pozicije i dostupnost alternativnih izvora financiranja po atraktivnim stopama. Okvir 7. u ovom broju Ekonomskog biltena sadržava detaljnu raspravu o otplatama u sklopu operacija TLTRO općenito i o učinku postupnog ukidanja tih operacija na uvjete bankovnog kreditiranja.

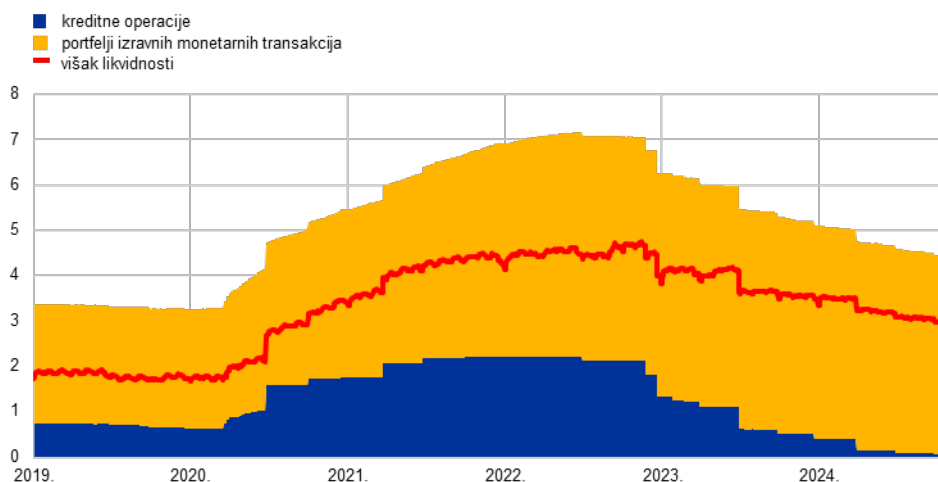
Prosječan iznos likvidnosti osigurane portfeljima izravnih monetarnih transakcija smanjio se za 102,1 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 4.424,4 mlrd. EUR. Do tog je smanjenja došlo zbog prestanka

reinvestiranja u sklopu APP-a od 1. srpnja 2023. i, u manjoj mjeri, zbog djelomičnog reinvestiranja u sklopu PEPP-a od 1. srpnja 2024.^{2, 3}

Grafikon A

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

(bil. EUR)



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na 22. listopada 2024.

Višak likvidnosti

Prosječan višak likvidnosti bio je niži za 137,9 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja i iznosio je 3.038,6 mlrd. EUR (Grafikon A). Višak likvidnosti je zbroj pričuva banaka iznad njihovih minimalnih obveznih pričuva i korištenja mogućnosti novčanog depozita umanjeno za korištenje mogućnosti posudbe na kraju dana. On pokazuje razliku između ukupne likvidnosti osigurane bankovnom sustavu i potreba banaka za likvidnošću radi pokrića minimalnih pričuva. Nakon što je dosegnuo najvišu razinu od 4.748 mlrd. EUR u studenome 2022., višak likvidnosti postojano se smanjuje te je krajem promatranog razdoblja pao na razinu malo nižu od 3.000 mlrd. EUR.

Kretanja kamatnih stopa

U promatranom razdoblju Upravno vijeće dvaput je smanjilo sve tri kamatne stope monetarne politike ESB-a, uključujući stopu na novčani depozit (stopu kojom usmjerava stajalište monetarne politike), za 25 baznih bodova, odnosno

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.

³ Upravno vijeće potvrdilo je u lipnju 2024. da će ESB tek djelomično reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu PEPP-a u drugoj polovini 2024. Upravno vijeće namjerava potpuno obustaviti reinvestiranje u sklopu PEPP-a na kraju 2024.

ukupno za 50 baznih bodova. Kamatne stope za novčani depozit, glavne operacije financiranja i mogućnost posudbe na kraju dana iznosile su 3,25 %, 3,40 % i 3,65 % na kraju promatranog razdoblja.

Zajedno s dvama smanjenjima kamatnih stopa monetarne politike koja su uslijedila nakon smanjenja razlike između stope na novčani depozit i stope za glavnu operaciju refinanciranja, stope za glavnu operaciju refinanciranja i mogućnost posudbe na kraju dana smanjile su se za 85 baznih bodova do kraja promatranog razdoblja. Smanjenje razlike između stope na novčani depozit i stope za glavnu operaciju refinanciranja nije znatno utjecalo na bankovno prihvaćanje operacija refinanciranja i ukupnu aktivnost na novčanom tržištu.

Prosječni €STR odražavao je smanjenja kamatnih stopa monetarne politike uz zadržavanje uglavnom stabilne razlike u odnosu na kamatnu stopu na novčani depozit. €STR je bio prosječno za 8,3 bazna boda niži od kamatne stope na novčani depozit tijekom promatranog razdoblja, u usporedbi s prosječno 9,0 baznih bodova u trećem i četvrtom razdoblju održavanja u 2024. Prijenos promjena kamatnih stopa monetarne politike na kamatne stope na neosiguranom tržištu novca bio je potpun i neposredan.

Prosječna repo stopa europodručja, mjerena indeksom RepoFunds Rate Euro, ostala je blizu kamatne stope na novčani depozit. Repo stopa bila je prosječno za 1,2 bazna boda niža od kamatne stope na novčani depozit tijekom promatranog razdoblja, u usporedbi s prosječno 4,2 bazna boda u trećem i četvrtom razdoblju održavanja u 2024. Rezultat je to nastavka promjene u činiteljima koji su stvarali pritisak na smanjenje repo stopa. To je, pak, dovelo do rasta repo stopa povezanog s činiteljima kao što su veće neto izdavanje od početka godine, oslobađanje kolaterala mobiliziranog u dospjelim/otplaćenim operacijama TLTRO i sve veća dostupnost vrijednosnih papira javnog sektora zbog smanjivanja stanja APP-a i PEPP-a. Činitelji koji su vršili pritisak na rast repo stopa uključivali su i veću potražnju ulagača s financijskom polugom za financiranje dugih pozicija u obveznicama. Promjene kamatnih stopa monetarne politike neometano su prenesene na kamatne stope na osiguranom tržištu novca.

7. Postupno ukidanje operacija TLTRO III i uvjeti bankovnog kreditiranja

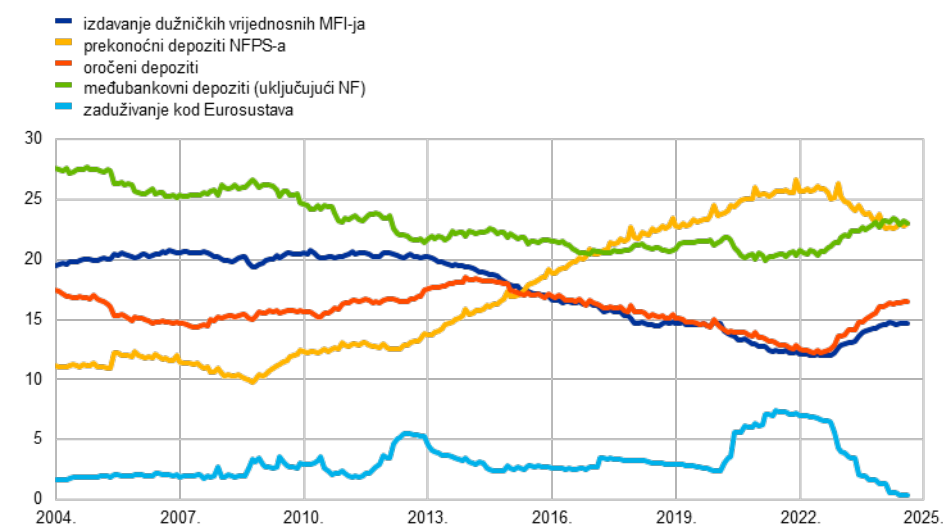
Priredili: Francesca Barbiero, Alessandro Ferrari i Franziska Maruhn

Od kraja 2022. do kraja 2024. banke europodručja otplatile su više od 2 bil. EUR financijskih sredstava iz treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO III) u okolnostima rasta kamatnih stopa te smanjile razinu zaduživanja kod Eurosustava na najnižu razinu dosad. Dovršetak otplata u sklopu operacija TLTRO III i u okružju viših kamatnih stopa koje je proizišlo iz nedavnog ciklusa povećavanja kamatnih stopa monetarne politike promijenila se struktura obveza banaka. Budući da su se banke relativno više oslanjale na izdavanje vrijednosnih papira i financiranje depozitima, sastav obveza približio se sastavu obveza prije uvođenja operacija TLTRO u 2014. (Grafikon A). Istodobno, operacije refinanciranja Eurosustava sada čine manji udio financiranja banaka nego ikad prije zbog ograničenoga korištenja kratkoročnih standardnih operacija refinanciranja, čiji su troškovi trenutačno znatno viši od troškova alternativnih izvora financiranja, te još uvijek izdašnih pričuva središnjih banaka, koje podupiru likvidnost banaka.¹

Grafikon A

Struktura obveza banaka tijekom vremena

(postotci glavnih obveza)



Izvori: ESB (statistika bilančnih stavki) i izračun ESB-a

Napomene: Sastav obveza banaka, isključujući kapital i pričuve, vanjske obveze i depozite ostalih rezidenata europodručja. „MFI” odnosi se na monetarne financijske institucije. „NFPS” odnosi se na nefinancijski privatni sektor. „NF” odnosi se na novčane fondove. Posljednji podatci odnose se na kolovoz 2024.

Zbog izvanredne dinamike rasta kamatnih stopa monetarne politike, u kombinaciji s tržišnim očekivanjima povezanim s budućim smanjenjem stopa,

¹ Standardne operacije refinanciranja uključuju glavne operacije refinanciranja (MRO) i tromjesečne operacije dugoročnijeg refinanciranja (tromjesečne operacije LTRO), koje se provode po stopi za glavne operacije refinanciranja.

operacije kratkoročnijeg refinanciranja središnje banke postale su manje privlačnima od alternativnih izvora financiranja, kao što su depoziti i dugoročnije obveznice.

Također je moguće da je trenutno dostupno refinanciranje središnje banke bilo ograničeno zbog njegova znatno kraćeg dospjeća u odnosu na operacije TLTRO III te zbog regulatornih zahtjeva kao što su koeficijent likvidnosne pokrivenosti (LCR) i omjer neto stabilnih izvora financiranja (NSFR).² Nadalje, još uvijek visoke pričuve središnjih banaka upućuju na ograničenu potrebu banaka da se zasad koriste financiranjem kod središnje banke. Međutim, s obzirom na nastavak smanjivanja portfelja imovine ESB-a, čime bi se dodatno smanjio višak likvidnosti, potražnja za financiranjem kod središnje banke mogla bi se ponovo povećati. Budući da su uvjeti kreditiranja osjetljivi na način opskrbe bankovnog sustava pričuvama, utjecaj likvidnosti središnje banke na posredovanje banaka uvelike će ovisiti i o instrumentima kojima će se osiguravati likvidnost u budućnosti.³

Prilagodba operacija TLTRO III u listopadu 2022. prouzročila je dosad najbrži i najveći pad zaduživanja kod Eurosustava (Grafikon B) i pojačala transmisiju kamatnih stopa monetarne politike na uvjete bankovnog kreditiranja. Od njihova uvođenja 2014. operacije TLTRO podupirale su transmisiju ublažavanja monetarne politike poticanjem kreditiranja na osnovi njihove ciljane prirode i smanjivanjem troškova financiranja banaka. Treća serija uvedena 2019. bila je ključan alat akomodacije monetarne politike tijekom pandemije.⁴ S obzirom na neočekivani i izvanredni porast inflacije započeo u 2021., ESB je započeo normalizaciju monetarne politike na kraju 2021. prilagodbom kupnja vrijednosnih papira i, od sredine 2022., povećavanjem kamatnih stopa monetarne politike, što je dovelo do pooštavanja uvjeta financiranja za gospodarstvo europodručja. U tim uvjetima Upravno vijeće također je odlučilo prilagoditi operacije TLTRO III u listopadu 2022. kako bi pojačalo transmisiju viših kamatnih stopa monetarne politike na uvjete bankovnog kreditiranja. Preciznije rečeno, kamatna stopa na preostale iznose u sklopu operacija TLTRO III povećavala se od 23. studenoga 2022. nadalje.⁵ Više kamatne stope na operacije TLTRO povećale su oportunitetne troškove financiranja u sklopu TLTRO-a. Istodobno je višak likvidnosti ostao obilan, a koristi od operacija TLTRO za ispunjavanje likvidnosnih zahtjeva i zahtjeva za stabilnim

² U usporedbi s operacijama refinanciranja s duljim rokom dospjeća, zaduživanje u sklopu standardnih operacija refinanciranja (tjedne operacije MRO i tromjesečne operacije LTRO) ne smatra se stabilnim izvorima financiranja u kontekstu NSFR-a. Kada je riječ o LCR-u, zaduživanje u sklopu standardnih operacija refinanciranja može povećati likvidnu imovinu visoke kvalitete banaka ako se u njima rabi kolateral koji nije likvidna imovina visoke kvalitete. Međutim, za tjedne operacije MRO mehanizam realizacije za LCR mogao bi, ovisno o sastavu likvidne imovine visoke kvalitete, smanjiti taj pozitivan učinak.

³ Vidi Altavilla, C., Rostagno, M. i Schumacher, J., „Anchoring QT: Liquidity, credit and monetary policy implementation”, *CEPR Discussion Paper*, br. 18581, Centre for Economic Policy Research, studeni 2023.

⁴ Operacije TLTRO III uvedene su 2019. i prilagođene 2020. radi potpore transmisiji monetarne politike tijekom pandemije bolesti COVID-19. Više pojedinosti o prilagodbi operacija TLTRO III i njezinu utjecaju na uvjete bankovnog kreditiranja tijekom pandemije vidi u članku pod naslovom „[TLTRO III and bank lending conditions](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB, 2021.

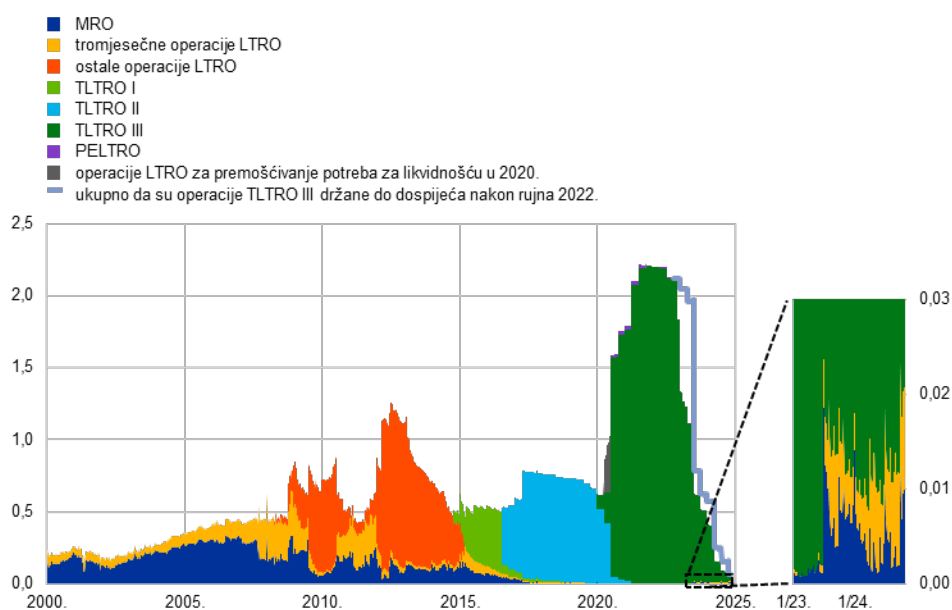
⁵ Prilagodba operacija TLTRO III sastojala se od promjene formule za određivanje cijene svih nepodmirenih operacija. Više pojedinosti vidi u [Odluci Upravnog vijeća od 27. listopada 2022.](#) i povezanom [priopćenju za javnost](#). Prilagodbom je konačna očekivana prosječna stopa za operacije TLTRO u razdoblju trajanja svake operacije porasla za oko 40 baznih bodova od kraja 2022. zbog povećanja primjenjive stope za operacije TLTRO za oko 2 postotna boda nakon 23. studenoga 2022. Heterogenost među bankama bila je velika, a razlike su odražavale operacije u kojima je svaka banka sudjelovala i kamatne stope primijenjene na temelju prošlih kreditnih rezultata.

izvorima financiranja smanjile su se usporedno s dospjećem operacija. Stoga su banke, iskoristivši prvu priliku za dobrovoljne prijevremene otplate nakon uvođenja prilagodbe, otplatile 296 mlrd. EUR nepodmirenog iznosa od 2.113 mlrd. EUR u studenome 2022. Nakon toga uslijedile su daljnje velike dobrovoljne otplate u prosincu 2022. te u sljedećih šest mjeseci. Prilagodba je tako pridonijela znatnom ubrzanom smanjenju operacija TLTRO i neometanim otplatama tijekom vremena u usporedbi s onim što bi bilo da su banke držale sva sredstva u sklopu operacija TLTRO-a do dospijeca (isprekidana linija u Grafikonu B).

Grafikon B

Korištenje operacija refinanciranja Eurosustava

(bil. EUR)



Izvori: ESB (baza podataka o operacijama na tržištu) i izračun ESB-a

Napomene: MRO su glavne operacije refinanciranja. LTRO su operacije dugoročnijeg refinanciranja. TLTRO su ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja. PELTRO su hitne operacije dugoročnijeg refinanciranja zbog pandemije. Svjetloplava linija prikazuje hipotetično ukupno zaduživanje kod Eurosustava pod pretpostavkom da su banke nakon 30. rujna 2022. držale do dospijeca sva nepodmirena sredstva u sklopu operacija TLTRO III (prije prilagodbe u listopadu 2022.) te pod pretpostavkom da je zaduživanje u sklopu ostalih operacija refinanciranja ostalo isto kao i realizirano. Posljednji podatci odnose se na 31. listopada 2024.

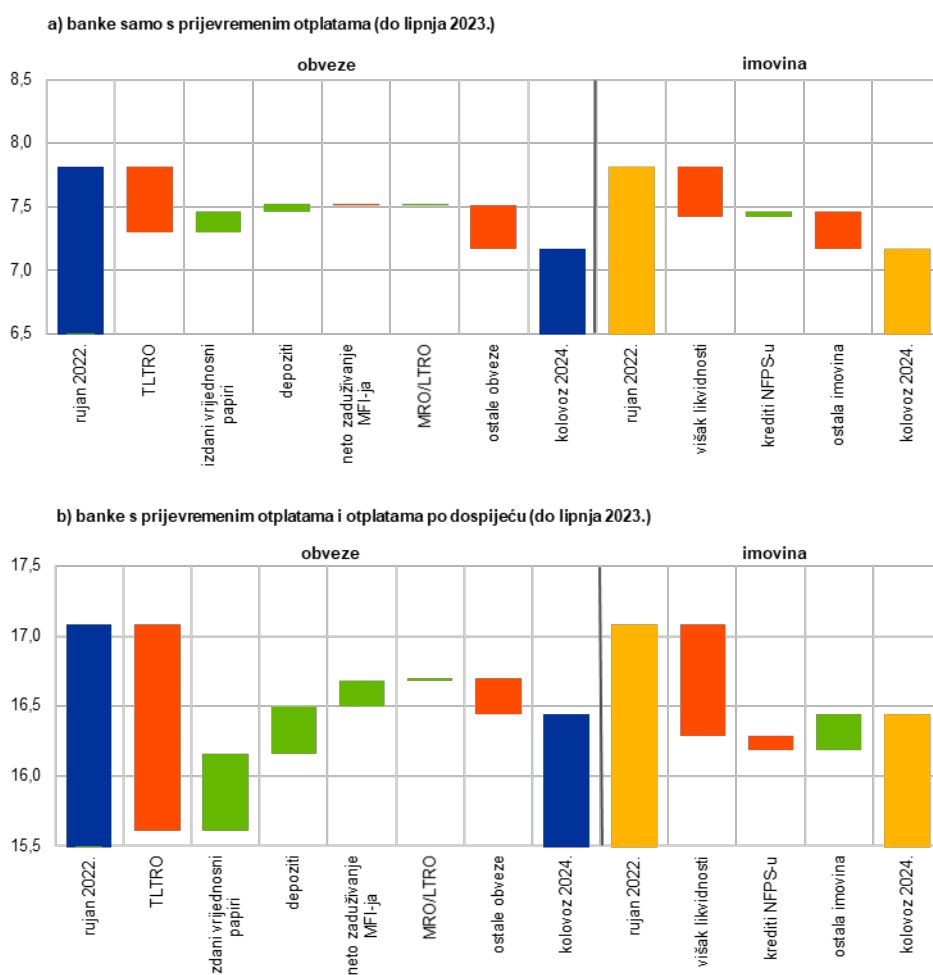
Banke su prilagodile bilance kako bi pokrile ubrzane otplate u sklopu operacija TLTRO, pri čemu su se neke banke više oslanjale na vlastiti postojeći višak likvidnosti, dok su druge prikupile dodatna sredstva na tržištima obveznica i na osnovi depozita (Grafikon C). Nakon prilagodbe iz listopada 2022. banke koje su se zadužile u sklopu operacija TLTRO III mogle su se podijeliti u dvije skupine: one koje su prijevremeno otplatile sva dugovanja u sklopu operacija TLTRO III i one koje su barem dio dugovanja otplatile tek po dospjeću do lipnja 2023. (kada je dospjela najveća operacija TLTRO III). Te su se dvije skupine razlikovale uglavnom po razini oslanjanja na financiranje u sklopu operacija TLTRO III i iznosu viška likvidnosti prije prilagodbe. Banke koje su u potpunosti iskoristile opcije prijevremene otplate imale su prosječno gotovo dvostruko veći višak likvidnosti od nepodmirenog dugovanja u sklopu operacija TLTRO III prije listopada 2022., dok su banke koje su otplaćivale i po dospjeću prosječno imale iznos viška likvidnosti koji je bio sličan njihovu nepodmirenom dugovanju u sklopu operacija TLTRO III. U skladu s tim, prva

je skupina banaka smanjila višak likvidnosti za iznos od približno 75 % otplata u sklopu operacija TLTRO, oslanjajući se ponajprije na postojeći višak likvidnosti, te je istodobno ostvarila odljev depozita (Grafikon C, panel a)). Za razliku od toga, druga skupina banaka prikupila je znatan iznos dodatnih sredstava za otplatu sredstava u sklopu operacija TLTRO-a po dospijeću, uglavnom na osnovi vrijednosnih papira, nakon čega su slijedili priljevi depozita i zaduživanje na međubankovnom tržištu, te je smanjila višak likvidnosti tek za iznos od približno 50 % otplata u sklopu operacija TLTRO (Grafikon C, panel b)). Druga skupina također je više od ostalih banaka povećala kamatne stope na depozite, čime je uspjela očuvati, a u određenoj mjeri i povećati, ukupni obujam depozita kako bi nadoknadila daljnje smanjivanje likvidnosti središnje banke.

Grafikon C

Promjene u bilancama banaka nakon prilagodbe operacija TLTRO III

(bil. EUR)



Izvori: ESB (statistika pojedinačnih bilančnih stavki, baza podataka o operacijama na tržištu) i izračun ESB-a
 Napomene: Paneli prikazuju kretanje imovine i obveza banaka na temelju podataka na razini pojedinačnih banaka. Crveni stupci odnose se na smanjenja, a zeleni stupci na povećanja obveza/imovine u razdoblju od rujna 2022. do kolovoza 2024. Plavi stupci odnose se na ukupne obveze, a žuti stupci na ukupnu imovinu na početku/kraju razdoblja. Neto zaduživanje monetarnih financijskih institucija jesu depoziti monetarnih financijskih institucija umanjeni za kredite monetarnim financijskim institucijama. Ukupna imovina i obveze prilagođeni su tako da odražavaju netiranje zaduživanja monetarnih financijskih institucija. Panel a) prikazuje banke kod kojih su sve otplate u sklopu operacija TLTRO III u razdoblju od listopada 2022. do lipnja 2023. uključivale dobrovoljne prijevremene otplate. Panel b) prikazuje banke kod kojih su otplate u sklopu operacija TLTRO III u razdoblju od listopada 2022. do lipnja 2023. uključivale dobrovoljne prijevremene otplate i otplate po dospijeću.

Smanjenje likvidnosti banaka i povećanje stopa za operacije TLTRO potaknuli su banke na korištenje skupljih izvora financiranja, što je dovelo do pooštavanja uvjeta kreditiranja. Otplate u sklopu operacija TLTRO korištenjem postojećeg viška likvidnosti smanjile su dostupne likvidnosne pozicije, dok je refinanciranje na osnovi ostalih obveza povećalo troškove financiranja. Čini se da je to zauzvrat dovelo do strožih uvjeta kreditiranja poduzeća i kućanstava. Prema podacima iz ankete banke su pretrpjele prvi negativni utjecaj operacija TLTRO III na svoje ukupne uvjete financiranja nakon prilagodbe, što upućuje na to da su nepovoljniji uvjeti operacija TLTRO III zapravo potaknuli pooštavanje uvjeta financiranja za banke.⁶ Osim toga, banke su izvijestile o negativnom utjecaju postupnog ukidanja operacija TLTRO III na likvidnosne pozicije. To se očitovalo i u daljnjem pooštavanju standarda kreditiranja banaka za sve kategorije kredita te u daljnjem blagom negativnom utjecaju na obujam bankovnoga kreditiranja u kontekstu ukupnog smanjenja ponude kredita zbog ciklusa povećanja kamatnih stopa monetarne politike.⁷ U skladu s tim, banke koje su imale na raspolaganju manje postojećeg viška likvidnosti za otplate u sklopu operacija TLTRO III također su zabilježile malo smanjenje neotplaćenih iznosa kredita nakon prilagodbe operacija TLTRO (Grafikon C, panel b)). Analize u kojima se u obzir uzimaju potražnja za kreditima i drugi zbunjujući činitelji potvrđuju negativan utjecaj prilagodbe operacija TLTRO na kreditiranje.⁸ Može se zaključiti da je prilagodba dodatno pridonijela pooštavanju troškova financiranja banaka, a time i uvjeta financiranja. Osim toga, njome su uklonjeni činitelji odvratanja od dobrovoljne prijevremene otplate nepodmirenih sredstava u sklopu operacija TLTRO III, što je ubrzalo smanjivanje bilance Eurosustava i pridonijelo ukupnom pooštavanju monetarne politike.

⁶ Vidi „[The euro area bank lending survey – First quarter of 2023](#)” i „[The euro area bank lending survey – Third quarter of 2023](#)”.

⁷ Vidi Lane, P. R., „[The effectiveness and transmission of monetary policy in the euro area](#)”, doprinos panelu o „Reassessing the effectiveness and transmission of monetary policy” na Ekonomskom simpoziju Banke federalnih rezervi Kansas Cityja, 24. kolovoza 2024.

⁸ Vidi Burlon, L., Ferrari, A., Kho, S. i Tushteva, N., „Why gradual and predictable? Bank lending during the sharpest quantitative tightening ever”, *Working Paper Series*, ESB, 2024., u pripremi.

© **Europska središnja banka, 2025.**

Poštanska adresa 60640 Frankfurt na Majni, Njemačka

Telefon +49 69 1344 0

Mrežne stranice www.ecb.europa.eu

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

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

Krajnji datum za statističke podatke uključene u ovaj broj bio je 11. prosinca 2024.

PDF ISSN 2363-3603, QB-BP-24-008-HR-N