



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

Ekonomski bilten

Broj 2/2025.



Sadržaj

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja	2
Pregled	2
1. Vanjsko okružje	8
2. Gospodarska aktivnost	14
3. Cijene i troškovi	21
4. Kretanja na financijskim tržištima	28
5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja	34
6. Fiskalna kretanja	40
Okviri	44
1. Poslovna ulaganja: zašto europodručje zaostaje za Sjedinjenim Američkim Državama?	44
2. Je li izvoz europodručja propustio tehnološki zamah?	50
3. Sve veća potražnja umjetne inteligencije za energijom i njezin učinak na cijene sirovina	56
4. Upotreba poziva o zaradi poduzeća za prognoziranje potražnje za radnom snagom u europodručju	60
5. Kretanja najamnina u europodručju: saznanja iz CES-a	64
6. Razumijevanje relativnog kretanja inflacije cijena dobara i inflacije cijena usluga	70
7. Saznanja banaka i poduzeća o kreditnim uvjetima u europodručju: usporedba zasnovana na anketama ESB-a	74
8. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 23. listopada 2024. do 4. veljače 2025.	79

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja

Pregled

Na sastanku održanom 6. ožujka 2025. 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, zasniva se na novoj ocjeni inflacijskih izgleda, dinamike temeljne inflacije i jačine transmisije monetarne politike.

Dezinflacija dobro napreduje. Inflacija se nastavila kretati uglavnom u skladu s očekivanjima stručnjaka i makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2025. uglavnom potvrđuju prethodnu ocjenu inflacijskih izgleda. Stručnjaci sada predviđaju da će ukupna inflacija prosječno iznositi 2,3 % u 2025., 1,9 % u 2026. i 2,0 % u 2027. Ukupna inflacija revidirana je naviše za 2025. zbog snažnije dinamike cijena energije. U vezi s inflacijom bez energije i hrane stručnjaci predviđaju prosječnu stopu od 2,2 % u 2025., 2,0 % u 2026. i 1,9 % u 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 i nadalje je visoka, i to u prvom redu zato što se plaće i cijene u određenim sektorima još prilagođavaju prošlom velikom povećanju inflacije sa znatnim vremenskim odmakom. Međutim, rast plaća smanjuje se u skladu s očekivanjima i dobit djelomično neutralizira njegov utjecaj na inflaciju.

Restriktivnost monetarne politike zamjetno se smanjuje: zbog smanjenja kamatnih stopa pojeftinjuje zaduživanje za poduzeća i kućanstva i povećava se rast kredita. Istodobno je ublažavanje uvjeta financiranja otežano jer se prošla povećanja kamatnih stopa nastavljaju prenositi na postojeće kredite, a kreditiranje je, općenito govoreći, i nadalje slabo. Gospodarstvo se suočava s kontinuiranim izazovima te su projekcije rasta ponovno revidirane naniže: na 0,9 % za 2025., 1,2 % za 2026. i 1,3 % za 2027. Revizije naniže za 2025. i 2026. proizlaze iz slabijeg izvoza i kontinuirane slabosti ulaganja, koji su djelomično posljedica velike neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama i neizvjesnosti povezane s gospodarskim politikama uopće. Očekuje se i nadalje da će rast realnih dohodaka i postupno slabljenje utjecaja prošlih povećanja kamatnih stopa dati glavni doprinos povećanju potražnje, koje se očekuje s vremenom.

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, posebno u sadašnjim uvjetima sve veće neizvjesnosti, 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, dinamike temeljne

inflacije i jačine transmisije monetarne politike. Upravno vijeće ne opredjeljuje se unaprijed za određenu dinamiku promjene stopa.

Gospodarska aktivnost

Gospodarska aktivnost u europodručju vjerojatno se blago povećala u četvrtom tromjesečju 2024. U prvim dvama mjesecima 2025. nastavili su se mnogi prošlogodišnji trendovi. Doprinos prerađivačke industrije rastu i nadalje je nepovoljan bez obzira na poboljšanje anketnih pokazatelja. Velika neizvjesnost, i na domaćem tržištu i na inozemnim tržištima, koči ulaganje, a problemi povezani s konkurentnošću nepovoljno utječu na izvoz. Istodobno uslužni sektor pokazuje otpornost. Osim toga, rast dohodaka kućanstava i snažno tržište rada pridonose postupnom povećavanju potrošnje, premda je povjerenje potrošača i nadalje krhko i premda su stope štednje visoke.

Stopa nezaposlenosti i u siječnju 2025. bila je na povijesno niskoj razini od 6,2 %. Procjenjuje se da se zaposlenost povećala za 0,1 % u posljednjem tromjesečju 2024. Međutim, dinamika potražnje za radnom snagom postala je umjerenija i novi anketni podatci upućuju na slab rast zaposlenosti u prvim dvama mjesecima 2025.

Očekuje se da će kontinuirano velika geopolitička neizvjesnost i neizvjesnost povezana s politikama nepovoljno utjecati na gospodarski rast europodručja, posebice na ulaganje i izvoz, uspoređujući očekivani oporavak. Tomu prethodi rast koji je bio malo slabiji od očekivanoga na kraju 2024. Vlada velika neizvjesnost povezana s domaćim i trgovinskim politikama. Premda osnovne projekcije sadržavaju samo učinak novih carina na trgovinu između Sjedinjenih Američkih Država i Kine, pretpostavlja se da će negativni učinci neizvjesnosti glede mogućih drugih promjena u globalnim trgovinskim politikama, osobito u odnosu na Europsku uniju, nepovoljno utjecati na izvoz i ulaganje europodručja. Procjenjuje se da će to, zajedno s kontinuiranim problemima povezanim s konkurentnošću, dovesti do daljnjeg smanjenja udjela europodručja na izvoznom tržištu. Unatoč tim nepovoljnim činiteljima i nadalje postoje preduvjeti za ponovno jačanje rasta BDP-a europodručja tijekom projekcijskog razdoblja. Očekuje se da će rast realnih plaća i zaposlenosti na tržištu rada, koje je unatoč normalizaciji još snažno, 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. Tržište rada trebalo bi ostati otporno: očekuje se da će stopa nezaposlenosti u prosjeku iznositi 6,3 % u 2025. te blago padati do 6,2 % u 2027. Unatoč strukturnim problemima koji i nadalje postoje, očekuje se da će produktivnost tijekom projekcijskog razdoblja rasti usporedno sa slabljenjem utjecaja određenih cikličkih činitelja koji su je u posljednje vrijeme smanjivali. Općenito se očekuje da će godišnji prosječni rast realnog BDP-a iznositi 0,9 % u 2025. te da će se potom povećati i iznositi 1,2 % u 2026. i 1,3 % u 2027. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka Eurostava za europodručje iz prosinca 2024. izgledi za rast realnog BDP-a revidirani su naniže za 0,2 postotna boda za 2025. i 2026., a nisu revidirani za 2027. Slabiji izgledi uglavnom proizlaze iz revizija naniže izvoza i, u

manjoj mjeri, ulaganja zbog utjecaja neizvjesnosti, koji je snažniji nego što se pretpostavljalo, te zbog očekivanja da će problemi povezani s konkurentnošću vjerojatno potrajati dulje nego što se očekivalo.

Fiskalne i strukturne politike trebale bi povećati produktivnost, konkurentnost i otpornost gospodarstva. Kompas konkurentnosti Europske komisije pruža konkretan plan djelovanja i trebalo bi brzo donijeti odluke o provedbi prijedloga sadržanih u njemu. Vlade bi trebale osigurati održive javne financije u skladu s okvirom gospodarskog upravljanja EU-a i dati prednost ključnim strukturnim reformama kojima se potiče rast i strateškom ulaganju.

Inflacija

Prema brzoj procjeni Eurostata godišnja inflacija u veljači 2025. iznosila je 2,4 %, a 2,4 % u prosincu 2024. i 2,5 % u siječnju. Inflacija cijena energije, koja je snažno porasla s 0,1 % u prosincu na 1,9 % u siječnju, usporila se na 0,2 %. Za razliku od toga, inflacija cijena hrane, koja je u prosincu iznosila 2,6 %, a u siječnju 2,3 %, porasla je na 2,7 %. Inflacija cijena dobara blago je porasla na 0,6 %, a inflacija cijena usluga smanjila se s 4,0 % u prosincu i 3,9 % u siječnju na 3,7 %.

Većina pokazatelja temeljne inflacije upućuje na postojani povratak inflacije na srednjoročni cilj Upravnog vijeća od 2 %. Domaća inflacija, koja se kreće u blizini inflacije cijena usluga, u siječnju 2025. smanjila se, ali i nadalje je visoka jer se plaće i cijene određenih usluga još prilagođavaju prošlom velikom povećanju inflacije sa znatnim vremenskim odmakom. Istodobno ishodi pregovora o plaćama u posljednje vrijeme upućuju na daljnje smanjivanje pritiska troškova rada.

Ukupna inflacija mjerena HIPC-om porasla je u proteklim mjesecima. Predviđa se da će se prvo neznatno smanjiti tijekom 2025. te potom dodatno smanjiti i zadržati na razinama oko inflacijskog cilja Upravnog vijeća od 2 % od prvog tromjesečja 2026. Na početku projekcijskog razdoblja pozitivni bazni učinci komponente energije i viša inflacija cijena hrane trebali bi uglavnom neutralizirati negativne učinke smanjenja inflacije mjerene HIPC-om bez energije i hrane. Porast cijena energenata na prijelazu u 2025. godinu bit će obuhvaćen godišnjom stopom promjene cijena energije u 2025. Pretpostavlja se da će se cijene nafte i plina smanjivati u skladu s terminskim cijenama, ali stope inflacije cijena energije vjerojatno će tijekom cijeloga projekcijskog razdoblja ostati pozitivne, premda niže od povijesnog prosjeka. Smatra se da će inflaciju cijena energije 2027. poticati uvođenje novih mjera za ublažavanje klimatskih promjena. Predviđa se da će inflacija cijena hrane rasti do sredine 2025., uglavnom potaknuta snažnim povećanjima cijena prehrambenih sirovina u posljednje vrijeme, te da će se potom smanjivati i u 2027. iznositi prosječno 2,2 %. Očekuje se da će se inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane početkom 2025. početi smanjivati kako učinci odgođenoga ponovnog određivanja cijena budu slabjeli, kako se pritisci plaća budu smanjivali i kako se učinak prošlog pooštavanja monetarne politike bude i nadalje prenosio na potrošačke cijene. Glavni doprinos smanjenju inflacije mjerene HIPC-om bez energije i hrane trebalo bi dati smanjenje inflacije cijena usluga, koja je do sada bila relativno perzistentna. Općenito gledajući,

predviđa se smanjenje inflacije mjerene HIPC-om bez energije i hrane s 2,2 % u 2025. na 1,9 % u 2027. Trebalo bi se nastaviti smanjivanje rasta plaća sa sadašnjih još povišenih razina kako pritisci povezani s naknadom za inflaciju budu slabjeli. To bi, zajedno s očekivanim oporavkom rasta produktivnosti, trebalo dovesti do znatno sporijeg rasta jediničnih troškova rada. Zbog toga se predviđa da će se domaći cjenovni pritisci nastaviti smanjivati te da će se profitne marže oporavljati tijekom projekcijskog razdoblja. Očekuje se da će vanjski cjenovni pritisci, vidljivi iz uvoznih cijena, i nadalje biti umjereni, pod pretpostavkom da trgovinske politike EU-a glede carina ostanu nepromijenjene. U odnosu na projekcije iz prosinca 2024. izgledi za ukupnu inflaciju mjerenu HIPC-om revidirani su naviše za 0,2 postotna boda za 2025. zbog pretpostavka o višim cijenama energenata i deprecijaciji eura i neznatno naniže za 2027. zbog malo slabijih izgleda za komponentu energije na kraju projekcijskog razdoblja.

Ukratko, zbog pretpostavke o višoj inflaciji cijena energije stručnjaci su revidirali naviše projekciju ukupne inflacije za 2025. Istodobno se očekuje da će se usporavanje temeljne inflacije nastaviti usporedno s daljnjim slabljenjem pritisaka troškova rada i prijenosom prošlog pooštavanja monetarne politike na cijene. Većina mjera dugoročnijih inflacijskih očekivanja i nadalje je na razini od oko 2 %. Svi će ti činitelji pridonijeti postojanom povratku inflacije na ciljnu razinu Upravnog vijeća.

Procjena rizika

Rizici za gospodarski rast i nadalje su pretežno negativni. Zbog zaoštavanja trgovinskih napetosti došlo bi do smanjenja izvoza i slabljenja globalnog gospodarstva, što bi nepovoljno utjecalo na rast u europodručju. Kontinuirana neizvjesnost povezana s globalnim trgovinskim politikama mogla bi nepovoljno utjecati na ulaganje. Geopolitičke napetosti, kao što su neopravdani rat koji Rusija vodi protiv Ukrajine i tragični sukob na Bliskom istoku, i nadalje su važni činitelji neizvjesnosti. Rast bi mogao biti slabiji bude li odgođeni utjecaj pooštavanja monetarne politike dugotrajniji nego što se očekuje. Međutim, rast bi mogao biti veći dovedu li blaži uvjeti financiranja i niža inflacija do bržeg povećanja domaće potrošnje i ulaganja. Rast bi mogao biti veći i ako se povećaju rashodi za obranu i infrastrukturu.

Zaoštavanje napetosti u globalnoj trgovini povećava neizvjesnost povezanu s inflacijom u europodručju. Dođe li do općeg zaoštavanja trgovinskih napetosti, euro bi mogao deprecirati i troškovi uvoza mogli bi porasti, što bi stvorilo pritisak na rast inflacije. No manja potražnja za izvozom europodručja zbog većih carina i preusmjerenje izvoza iz država s viškom kapaciteta u europodručje stvorili bi pritisak na smanjenje inflacije. Iz geopolitičkih napetosti proizlaze pozitivni i negativni rizici za inflaciju koji se odnose na tržišta energenata, povjerenje potrošača i poslovno ulaganje. Cijene hrane mogle bi biti veće od očekivanih zbog ekstremnih vremenskih uvjeta i općenito zbog razvoja klimatske krize. Inflacija bi mogla biti viša budu li rast plaća ili rast dobiti veći nego što se očekuje. Rast inflacije mogli bi potaknuti i veći rashodi za obranu i infrastrukturu zbog učinka na agregatnu

potražnju. Međutim, inflacija bi mogla biti manja od očekivane ako nepovoljni utjecaj monetarne politike na potražnju bude veći od očekivanoga.

Financijski i monetarni uvjeti

Tržišne kamatne stope u europodručju smanjile su se nakon sastanka Upravnog vijeća 30. siječnja 2025., ali su u razdoblju prije njegova sastanka 6. ožujka porasle zbog revidiranih izgleda povezanih s fiskalnom politikom. Zbog smanjenja ključnih kamatnih stopa postupno pojeftinjuje zaduživanje za poduzeća i kućanstva i povećava se rast kredita. Istodobno je ublažavanje uvjeta financiranja otežano jer se prošla povećanja kamatnih stopa nastavljaju prenositi na postojeće kredite, a kreditiranje je općenito i nadalje slabo.

Prosječna kamatna stopa na nove kredite poduzećima smanjila se s 4,4 % u prosincu 2024. na 4,2 % u siječnju 2025. Nasuprot tomu, trošak tržišnoga dužničkog financiranja poduzeća porastao je na 3,7 %, što je povećanje od 0,2 postotna boda u odnosu na prosinac. U istom se razdoblju prosječna kamatna stopa na nove hipotekarne kredite smanjila s 3,4 % na 3,3 %.

Rast bankovnoga kreditiranja poduzeća povećao se s 1,7 % u prosincu na 2,0 % u siječnju pod utjecajem umjerenoga mjesečnog toka novih kredita. Rast izdavanja dužničkih vrijednosnih papira poduzeća povećao se na 3,4 % na godišnjoj razini. Postupni rast hipotekarnoga kreditiranja nastavio se, i to po godišnjoj stopi rasta od 1,3 %, ali je uglavnom ostao slab.

Odluke o monetarnoj politici

Kamatna stopa na novčani depozit smanjena je na 2,50 %, kamatna stopa za glavne operacije refinanciranja na 2,65 %, a kamatna stopa za mogućnost posudbe na kraju dana na 2,90 %. Smanjenje je stupilo na snagu 12. ožujka 2025.

Portfelj programa kupnje vrijednosnih papira (engl. *asset purchase programme*, APP) i portfelj hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase programme*, PEPP) smanjuju se umjerenom i predvidljivom dinamikom jer Eurosustav više ne reinvestira glavnice dospjelih vrijednosnih papira.

Zaključak

Na sastanku održanom 6. ožujka 2025. 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, zasniva se na novoj ocjeni inflacijskih izgleda, dinamike temeljne inflacije i jačine 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, posebno u sadašnjim

uvjetima sve veće neizvjesnosti, 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, dinamike temeljne inflacije i jačine 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 stabilizirala, i to postojano, na srednjoročnoj ciljnoj razini i kako bi se očuvala neometana transmisija monetarne politike.

1. Vanjsko okružje

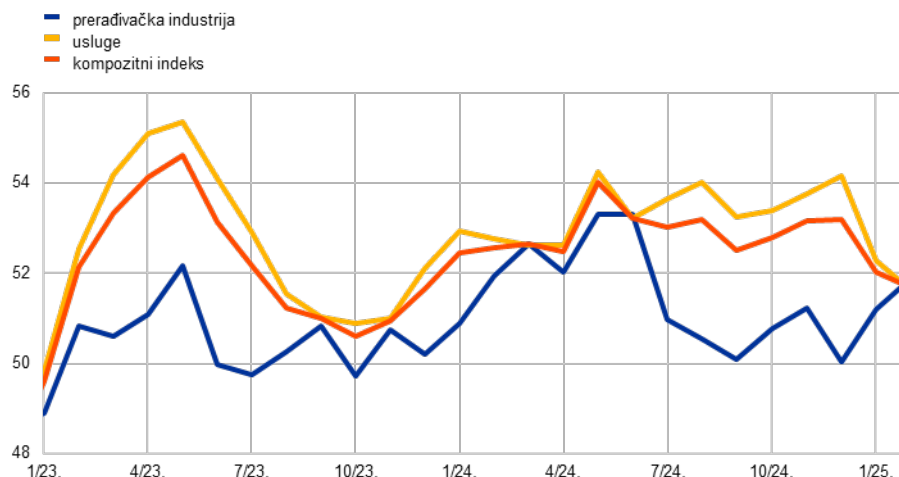
U promatranom razdoblju od 30. siječnja do 5. ožujka, rast globalne gospodarske aktivnosti ostao je stabilan, iako najnovija trgovinska politika SAD-a upućuje na jačanje nepovoljnih činitelja. Rast globalne trgovine usporio se na kraju 2024., a carine Sjedinjenih Američkih Država, ugrožavaju postojeće trgovinske mreže. Izgledi za globalni rast i trgovinu, prikazani u makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2025. revidirani su naniže zbog nedavno uvedenih američkih carina i povećane neizvjesnosti povezane s trgovinskom politikom. Ukupna inflacija u državama članicama Organizacije za gospodarsku suradnju i razvoj (OECD) blago se povećala zbog viših cijena energije i hrane, a temeljna se inflacija nastavila smanjivati. I dok se nadalje očekuje postupan pad ukupne inflacije u glavnim razvijenim gospodarstvima i gospodarstvima s tržištima u nastajanju tijekom projekcijskog razdoblja (2025. – 2027.), projekcije ukupne inflacije revidirane su naviše za 2025. zbog prijenosa carina na potrošačke cijene u Sjedinjenim Američkim Državama i, u nešto manjoj mjeri, Kini. Općenito, najnovije najave američke politike pojačavaju neizvjesnost izgleda.

Rast globalne aktivnosti ostao je stabilan na prijelazu u 2025. godinu, no najnovije promjene u trgovinskoj politici SAD-a mogu upućivati na jačanje nepovoljnih činitelja. Iako se i nadalje povećava, globalni kompozitni indeks PMI za proizvodnju (bez europodručja) pao je u veljači 2025. zbog usporavanja u sektoru usluga (Grafikon 1.), koji je bio glavni pokretač rasta u drugoj polovini 2024. Pad raspoložena u sektoru usluga bio je prisutan u svim glavnim gospodarstvima, no najizraženiji je bio u Sjedinjenim Američkim Državama. Općenito, najnoviji model za brzu procjenu globalnog BDP-a stručnjaka ESB-a, koji uz indeks PMI uključuje cijeli niz makroekonomskih pokazatelja, i nadalje upućuje na stabilan tromjesečni rast od približno 1,0 % u prvom tromjesečju 2025. Unatoč tome, izgleda za rast u kratkoročnom razdoblju zasjenjuju najnovije promjene u američkoj trgovinskoj politici. To uključuje ne samo uvođenje novih carina Kini već i povećanu neizvjesnost glede trgovinske politike, za koju se očekuje da će imati negativan utjecaj na globalne investicije.

Grafikon 1.

Globalna proizvodnja mjerena indeksom PMI (bez europa područja)

(indeksi rasprostranjenosti)



Izvori: S&P Global Market Intelligence i izračun stručnjaka ESB-a
Napomena: Posljednji podatci odnose se na veljaču 2025.

Predviđa se da će izgledi za rast globalne aktivnosti ostati umjereni i malo se smanjiti tijekom projekcijskog razdoblja. Predviđa se da će rast globalnoga realnog BDP-a porasti za 3,4 % u 2025., a zatim se smanjiti na 3,2 % u 2026. i 2027. I dok su točni trenutak i opseg najnovijih najava američke trgovinske politike još uvijek nejasni, makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz ožujka 2025. uključuju carine koje je SAD uveo na uvoz iz Kine i koje su stupile na snagu 4. veljače (tj. prije krajnjeg datuma projekcija, 19. veljače 2025.) i kineske protumjere.¹ U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2024., globalni rast revidiran je naniže za 0,1 postotni bod za 2025. i 2026. zbog očekivanoga nepovoljnog utjecaja novouvedenih carina i veće neizvjesnosti glede trgovinske politike. Blago smanjenje rasta globalnog BDP-a u 2026. i 2027. odražava sporiji rast u Kini, u okružju nepovoljne demografske dinamike, te u Sjedinjenim Američkim Državama zbog negativnoga srednjoročnog utjecaja američke politike (npr. manjeg useljavanja).² Prevladavaju negativni rizici za globalne izgleda, potaknuti prijetnjom daljnjih američkih carina (npr. pristojbe na uvoz čelika i aluminija kao i carine na uvoz iz Kanade, Meksika i Europske unije) i prevladavajućim geopolitičkim napetostima.

Rast globalne trgovine usporio se na kraju 2024. i očekuje se njegovo daljnje usporavanje pod utjecajem carina, povećane neizvjesnosti povezane s trgovinskom politikom, nepovoljnije strukture potražnje i smanjivanja ranije predopskrbe uvozom. Iako blago poboljšanje raspoložjenja u prerađivačkoj industriji

¹ Sjedinjene Američke Države najavile su 1. veljače 2025. dodatnu carinu od 10 postotnih bodova na svu kinesku robu, čime su napravile značajan korak u postojećem trgovinskom sporu. Kina je uzvratila protumjerom nametanjem carine na 80 američkih proizvoda, uključujući ukapljeni prirodni plin (UPP), ugljen i poljoprivrednu opremu čime je u stvari povećala carinu na uvoz proizvoda iz SAD-a za 1 postotni bod. Američke carine na uvoz kineskih proizvoda stupile su na snagu 4. veljače a kineske carine uvedene kao protumjera stupile su na snagu 10. veljače. Nadalje, Kina je uvela zabranu izvoza kritičnih metala poput telura i volframa koja je također stupila na snagu 4. veljače.

² Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europa područje, ožujak 2025.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 6. ožujka 2025.

i industrijskoj proizvodnji može poduprijeti dinamiku globalne trgovine u prvom tromjesečju 2025., rast globalne aktivnosti na prijelazu u 2025. uglavnom je bio potaknut sastavnicama koje se u manjoj mjeri temelje na trgovini, odnosno javnom i osobnom potrošnjom. Osim toga, očekuje se da će povećana neizvjesnost povezana s trgovinskom politikom i sporije ublažavanje monetarne politike u Sjedinjenim Američkim Državama nepovoljno utjecati na buduća ulaganja te neproporcionalno utjecati na trgovinu budući da se ulaganja u velikoj mjeri zasnivaju na trgovini. Nadalje, očekuje se da će se predopskrba trgovine, koja je poticala globalnu trgovinu u 2024., a kojom su poduzeća, posebice u SAD-u gomilala zalihe kako bi se zaštitila od mogućih poremećaja u trgovini, postupno smanjivati u 2025. kada nove carine stupe na snagu. Očekuje se da će i djelomično smanjenje predopskrbe uvozom također nepovoljno utjecati na potražnju u 2025., uglavnom u razvijenim gospodarstvima koja su se u 2024. predopskrbila uvoznom robom iz zemalja s tržištima u nastajanju. I naposljetku, očekuje se da će na trgovinske tokove tijekom projekcijskog razdoblja znatno utjecati carine, a projekcije iz ožujka 2025. uključuju znatne revizije naniže uvoza i izvoza u Sjedinjenim Američkim Državama i Kini od kumulativno 1,0 – 1,5 postotnih bodova u svakoj od njih u razdoblju od 2025. do 2027. U tom kontekstu očekuje se da će se rast inozemne potražnje europodručja smanjiti s 3,4 % u 2024. na 3,2 % u 2025. i na 3,1 % u 2026. i 2027. uz znatne revizije naniže u odnosu na projekcije iz prosinca 2024.

Kontinuirano zaoštavanje trgovinskih napetosti rizik je za nesmetano funkcioniranje postojećih trgovinskih mreža. Izgledi za trgovinu neizvjesni su, a protekcionizam bi mogao znatno kočiti prekogranične tokove. Američke carine za Kanadu i Meksiko utjecale bi na oko trećinu ukupnoga američkog uvoza robe i oko tri četvrtine ukupnog izvoza robe iz Kanade i Meksika, s time da bi učinak carina vjerojatno bio pojačan međusobnom povezanošću opskrbnih lanaca u Sjevernoj Americi.³ Američka administracija najavila je 10. veljače 25 %-tnu carinu na uvoz čelika i aluminija u Sjedinjene Američke Države, koja stupa na snagu 12. ožujka.⁴ Unatoč malom udjelu te robe u američkom uvozu (2 %), očekuje se da će to negativno utjecati na američke potrošače i industrije koje se nalaze na kraju lanca nabave (npr. automobilska industrija). Nadalje, predsjednik Trump naložio je svojim savjetnicima da izrade obuhvatan plan recipročnih carina 12. veljače i najavio je globalne carine na automobile, farmaceutske proizvode i poluvodiče 18. veljače. Zagovarao je 21. veljače reviziju carina trgovinskih partnera na digitalne usluge Sjedinjenih Američkih Država, 26. veljače najavio je 25 %-tnu carinu na uvoz iz Europe i 27. veljače dodatnu pristojbu od 10 % na uvoz iz Kine.

Ukupna inflacija u državama članicama OECD-a porasla je u okružju blagog rasta temeljne inflacije. U siječnju 2025. godišnja stopa inflacije mjerene indeksom

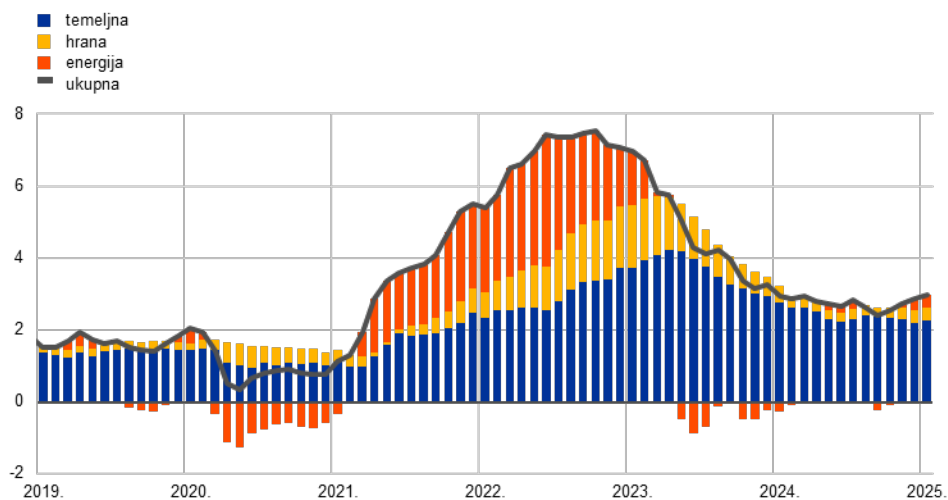
³ Američki predsjednik potpisao je 1. veljače izvršne naredbe za provedbu carina na uvoz iz Kanade i Meksika od 4. veljače. Njihova je provedba nakon toga odgođena za mjesec dana (do 4. ožujka). Američka administracija najavila je 6. ožujka privremenu obustavu carina na robu obuhvaćenu Sporazumom o slobodnoj trgovini između SAD-a, Meksika i Kanade (engl. *United States-Mexico-Canada Agreement, USMCA*) koji je na snazi do 2. travnja.

⁴ Dvema novim najavama predviđa se ponovno uvođenje pune 25 %-tne carine na čelik i povećanje carina na aluminij s 10 % na 25 %. U tu svrhu američka administracija ukinula je sva izuzeća koja su bila odobrena za vrijeme prvog Trumpova mandata. To znači da će države na koje su se ta izuzeća odnosila biti najteže pogođene novim američkim carinama. Usto je obuhvat 25 %-tne carine proširen na sekundarne proizvode od čelika i aluminija.

potrošačkih cijena među zemljama OECD-a (bez Turske) povećala se na 3,0 % s 2,9 % prethodnog mjeseca (Grafikon 2.). To se povećanje ukupne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena može djelomično pripisati višim cijenama energije, dok je doprinos cijena hrane uglavnom ostao stabilan. Temeljna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena bez energije i hrane blago se povećala na 3,1 %.

Grafikon 2. Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena na području OECD-a

(godišnje promjene u postocima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: 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 siječanj 2025.

Bez obzira na nedavno povećanje u državama članicama OECD-a, predviđa se da će inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u široj grupi razvijenih zemalja i zemalja s tržištima u nastajanju i nadalje biti na silaznoj putanji tijekom projekcijskog razdoblja. Iako se čini da se proces dezinflacije u državama članicama OECD-a usporio krajem 2024., prema projekcijama iz ožujka 2025. očekuje se da će se inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u široj grupi razvijenih zemalja i zemalja s tržištima u nastajanju postupno smanjiti s 4,2 % u 2024. na 2,5 % u 2027.⁵ Očekuje se da će normalizacija tržišta rada u državama članicama OECD-a smanjiti inflaciju nominalnih plaća, što će omogućiti postupno približavanje ukupne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena ciljevima središnjih banaka. U odnosu na projekcije iz prosinca 2024., očekuje se da će ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u široj grupi razvijenih zemalja i zemalja s tržištima u nastajanju biti viša u 2025. zbog prijenosa carina na potrošačke cijene u Sjedinjenim Američkim Državama i, u manjoj mjeri, Kini. Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u globalnim gospodarstvima revidirana je naniže za 2026. i 2027. budući da je učinak carina na povećanje cijena više nego neutraliziran drugim činiteljima, ponajprije revizijama naniže inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena u Kini, što odražava deflaciju ugrađenu u proizvođačke cijene u okruženju trajne prekomjerne ponude.

⁵ Projekcije stručnjaka ESB-a uključuju širu skupinu zemalja, posebice velike zemlje s tržištima u nastajanju (npr. Kina, Indija, Brazil i Rusija) koje nisu obuhvaćene inflacijom mjerenom indeksom potrošačkih cijena na području OECD-a.

Tijekom promatranog razdoblja, cijene sirove nafte tipa Brent smanjile su se za 5 %, a cijene plina u Europi za 12 %. Zbog zabrinutosti glede učinka trgovinskih razmirica na globalnu aktivnost došlo je do pritiska na smanjenje cijena nafte, što je dodatno pojačano neočekivanim gomilanjem američkih zaliha sirove nafte i što upućuje na to da je potražnja za naftom u Sjedinjenim Američkim Državama niža od očekivane. Cijene plina u Europi bile su iznimno kolebljive jer su niže temperature i manja proizvodnja obnovljive energije u početku dovele do viših cijena zbog povećanja količine plina potrebnog za grijanje i proizvodnju električne energije. Međutim, promptne cijene plina smanjile su se nakon najave mirovnih pregovora s Ukrajinom. Pritisci na smanjenje cijena ojačali su i zbog blažih vremenskih uvjeta i preusmjeravanja tankera za prijevoz ukapljenoga prirodnog plina prema Europi. Cijene metala porasle su za 2 % uglavnom zbog kupnja unaprijed trgovaca iz Sjedinjenih Američkih Država zbog najave od 10. veljače u vezi s carinama na čelik i aluminij kao i prijetnja od 25. veljače o nametanju pristojbi na uvoz bakra. Cijene hrane smanjile su se za 2 % zbog blage korekcije naniže cijene kakaa nakon njezina snažnog rasta krajem 2024. i početkom 2025.

Prema projekcijama stručnjaka ESB-a iz ožujka 2025., aktivnost u Sjedinjenim Američkim Državama ostaje stabilna u kratkoročnom razdoblju potpomognuta snažnim rastom potrošnje, iako se gomilaju rizici koji proizlaze iz politika Sjedinjenih Američkih Država. Glavni pokretač rasta realnog BDP-a u četvrtom tromjesečju 2024. (0,6 % tromjesečno) bila je osobna potrošnja zahvaljujući većem realnom raspoloživom dohotku, za razliku od poslovnih ulaganja koja su se smanjila. Prema najnovijim brzim procjenama stručnjaka ESB-a, očekuje se da će BDP Sjedinjenih Američkih Država u prvom tromjesečju 2025. ostati snažan i iznositi 0,6 % tromjesečno. Čini se da rastu financijska ograničenja koja utječu na američke potrošače iako se čini da su popratni učinci na potrošnju ograničeni. Iako je neispunjenje obveza po kreditnim karticama poraslo na razine iznad prosjeka zabilježenih prije pandemije, broj ovrha i stečajna potrošača i nadalje je malen gleda li se iz povijesne perspektive, a omjer otplate duga kućanstava i nadalje je blizu razina zabilježenih prije pandemije. Najveće povećanje neispunjenja obveza po kreditnim karticama odnosi se na kućanstva s nižim dohotkom, koja čine samo 12 % ukupne osobne potrošnje. S nominalne strane, iako su podatci iz siječnja o indeksu potrošačkih cijena viši od očekivanih, oni upućuju na pad ukupne i temeljne PCE (engl. *personal consumption expenditures*) inflacije u kratkoročnom razdoblju, što potvrđuje i nedavno usporavanje indeksa proizvođačkih cijena. Općenito, ključni izvori inflacije u Sjedinjenim Američkim Državama ublažavaju se, a pokazatelji napetosti na tržištu rada postojano se vraćaju na razine prije pandemije. No, izgledi za inflaciju i nadalje ovise o znatnim neizvjesnostima, a politike Sjedinjenih Američkih Država mogle bi još više usporiti postupnu dezinflaciju budući da se očekuje da će se carine na američki uvoz prelići na potrošačke cijene, a stroža imigracija i deportacije mogu dovesti do ponovne nestašice na tržištu rada. U takvom je okružju došlo do porasta kratkoročnih i dugoročnih očekivanja američkih potrošača glede porasta inflacije, što naposljetku može dodatno usporiti proces dezinflacije. Federalni odbor za otvoreno tržište (engl. *Federal Open Market Committee*) na svom sastanku u siječnju odlučio je da ključna kamatna stopa ostaje nepromijenjena, čime je dao signal da nema potrebe za žurnom prilagodbom kamatne stope, s obzirom na još uvijek snažno gospodarstvo.

Izgledi za Kinu pogoršavaju se u uvjetima i nadalje slabe domaće potražnje i izvoza pogođenog višim američkim carinama. Nakon povećanja rasta realnog BDP-a u četvrtom tromjesečju 2024., najnoviji pokazatelji upućuju na usporavanje u djelatnostima prerađivačke industrije i usluga. Visokofrekventni pokazatelj osobne potrošnje smanjio se u siječnju 2025. i upućuje na to da je poticaj iz prethodne fiskalne potpore bio kratkotrajan. Povjerenje potrošača i nadalje je negativno, čime nepovoljno utječe na širi oporavak potrošnje, a glavni pokazatelji tržišta nekretnina i nadalje su slabi. Iako se procjenjuje da će nove američke carine imati prilično skroman negativan utjecaj na rast BDP-a, daljnje zaoštavanje sukoba između Sjedinjenih Američkih Država i Kine podrazumijeva negativne rizike, no dodatni fiskalni poticaji koje su kineske vlasti dale nagovijestiti u prosincu 2024. mogli bi ih ublažiti. Istodobno je u siječnju inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u Kini porasla na 0,5 %, a inflacija mjerena indeksom proizvođačkih cijena ostala je negativna na – 2,3 %. Temeljna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena (bez hrane i energije) u siječnju je blago porasla na 0,6 % s 0,4 % u prethodnom mjesecu, uglavnom zbog privremenog povećanja cijena usluga nakon jačanja aktivnosti zahvaljujući povećanoj fiskalnoj potpori potrošnji. Općenito, slaba domaća potražnja i prekomjerna proizvodnja potiču snažnu konkurenciju među poduzećima i upućuju na prigušene inflatorne pritiske u srednjoročnom razdoblju.

Aktivnost u Ujedinjenoj Kraljevini i nadalje je skromna u uvjetima dugotrajne inflacije. Realni BDP skromno je porastao (0,1 % tromjesečno) u četvrtom tromjesečju 2024. zbog negativnog doprinosa osobne potražnje i neto trgovine, koji je djelomično neutraliziran pozitivnim utjecajem zaliha i većom državnom potrošnjom. Slabi kratkoročni pokazatelji osobne potražnje upućuju na to da bi se prigušen rast mogao nastaviti i u 2025. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena porasla je u siječnju 2025. na 3,0 % s 2,5 % u prosincu 2024., uglavnom zbog inflacije cijena hrane. Očekuje se da će u 2025. ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena ostati povišena potpomognuta povećanjem cijena energije i promjenama reguliranih cijena kao i utjecajem politika vlade najavljenih u jesenskom proračunu iz 2024. (npr. povećanje doprinosa koje plaća poslodavac za socijalno osiguranje). Na sastanku u veljači središnja banka Bank of England smanjila je ključnu kamatnu stopu monetarne politike za 25 baznih bodova, ocjenjujući da su domaći pritisci na cijene stabilni i da nedavno povećanje ukupne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena neće dovesti do dodatnih učinaka u drugom krugu na temeljne domaće inflatorne pritiske.

2. Gospodarska aktivnost

Prema informacijama raspoloživim na krajnji datum gospodarstvo europodručja poraslo je za 0,1 % u četvrtom tromjesečju 2024, nakon povećanja od 0,4 % u trećem tromjesečju, u uvjetima rasta domaće potražnje i smanjenja izvoza. Zaposlenost se u četvrtom tromjesečju povećala za 0,1 %, istim tempom kao i BDP. Kad je riječ o pojedinačnim sektorima, očekuje se da se industrijska aktivnost nastavila smanjivati u četvrtom tromjesečju zbog slabe potražnje za proizvodima, gubitaka konkurentnosti i povećane neizvjesnosti. Za razliku od toga uslužni sektor nastavio je rasti, uglavnom pod utjecajem netržišnih usluga. Anketni pokazatelji upućuju na umjeren rast na početku godine. Indeks PMI za usluge ostao je uglavnom stabilan u odnosu na četvrto tromjesečje, pa i nadalje upućuje na rast. Istodobno se indeks za prerađivačku industriju nedavno oporavio, bez obzira na to što i nadalje upućuje na pad proizvodnje. Dodatne negativne činitelje vjerojatno će uzrokovati porast protekcionizma i mjere kojima se narušava trgovina, što bi moglo neproporcionalno utjecati na sektor prerađivačke industrije u usporedbi s ostalim dijelovima gospodarstva. Tržište rada u proteklom je mjesecima oslabjelo, ali i nadalje je snažno. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, očekuje se da će visoka razina neizvjesnosti i kontinuirani gubitci konkurentnosti donekle ograničiti brzinu oporavka gospodarstva europodručja. Ipak, veći dohodci od rada i pristupačniji krediti trebali bi poduprijeti predviđeni oporavak.

Takve izgleda u glavnim crtama potvrđuju makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2025., u kojima se predviđa da će godišnji rast realnog BDP-a iznositi 0,9 % u 2025., 1,2 % u 2026. i 1,3 % u 2027.⁶

Prema brzom procjeni Eurostata realni BDP zabilježio je neznatan tromjesečni porast od 0,1 % u četvrtom tromjesečju 2024. (Grafikon 3.).⁷ To znači da se proizvodnja povećala u svim tromjesečjima u toj godini. Stoga se procjenjuje da je BDP u 2024. porastao za 0,7 %, što je poboljšanje u odnosu na 2023., kada je povećanje iznosilo 0,4 %.⁸ Kratkoročni pokazatelji i dostupni podatci za svaku zemlju upućuju na pozitivne doprinose osobne potrošnje i ulaganja, neutralizirane padom neto izvoza, dok je doprinos promjena zaliha bio uglavnom neutralan. Istodobno je industrijski sektor vjerojatno ostao slab, a sektor usluga bio je otporniji. Rezultati za europodručje u četvrtom tromjesečju stvaraju pozitivan učinak prijenosa na godišnji rast u 2025.⁹

⁶ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, ožujak 2025.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 6. ožujka 2025.

⁷ Tromjesečni rast realnog BDP-a europodručja revidiran je na više na 0,2 % u objavi od 7. ožujka, dva dana nakon krajnjeg datuma za podatke za ovaj broj Ekonomskog biltena.

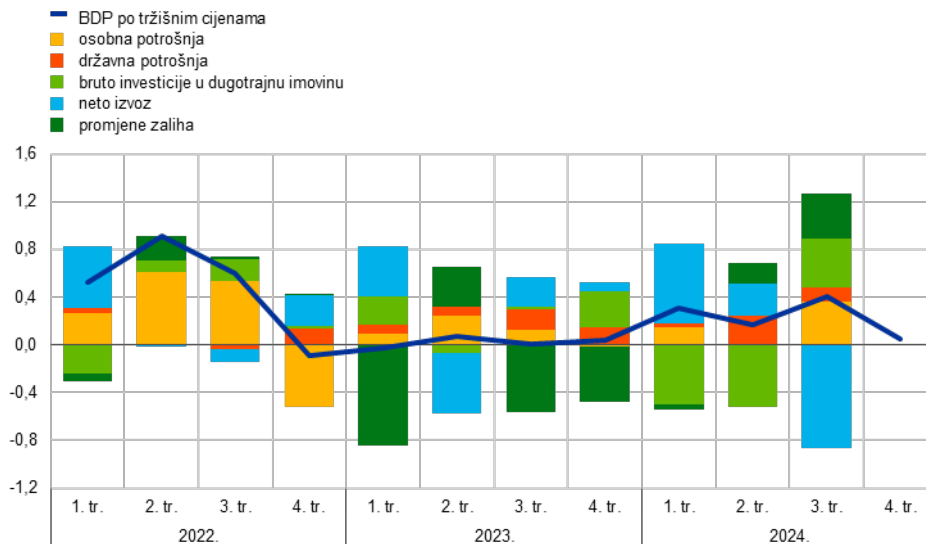
⁸ Godišnja stopa rasta za 2024. zasniva se na sezonski i kalendarski prilagođenim podatcima. Neprilagođeni podatci nisu raspoloživi za sve države članice koje su uključene u brze procjene BDP-a.

⁹ To znači da bi BDP porastao za 0,3 % u 2025. kad bi sve tromjesečne stope rasta ove godine bile nula (tj. ako tromjesečni BDP ostane na istoj razini kao u četvrtom tromjesečju 2024.).

Grafikon 3.

Realni BDP europodručja i njegove komponente

(tromjesečne promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2024. za BDP i na treće tromjesečje 2024. za raščlambu rashoda.

Anketni podatci upućuju na nastavak umjerenog rasta koji potiče sektor usluga u prvom tromjesečju 2025. u uvjetima povećane neizvjesnosti.

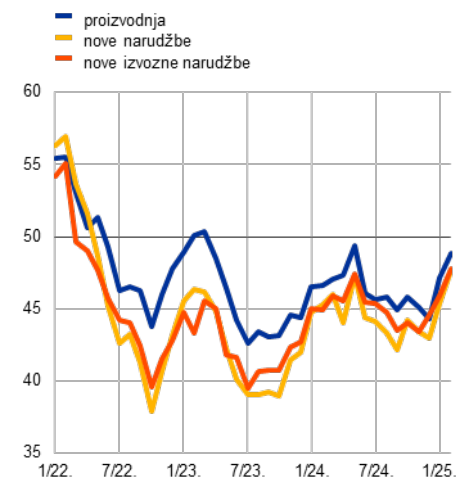
Neizvjesnost povezana s ekonomskom politikom, što uključuje i trgovinsku politiku, nepovoljno utječe na kratkoročne izgledе. Najveći izvor nesigurnosti na globalnom planu odnosi se na politike SAD-a, posebno na sigurnosnu i trgovinsku politiku. Porast protekcionizma mogao bi neproporcionalno utjecati na sektor prerađivačke industrije u odnosu na druge dijelove gospodarstva. Međutim, kompozitni indeks PMI za proizvodnju u prosjeku se povećao na 50,2 u siječnju i veljači (s 49,3 u četvrtom tromjesečju), uglavnom zahvaljujući porastu u prerađivačkoj industriji. Unatoč tom nedavnom poboljšanju indeks PMI za prerađivačku industriju nastavlja upućivati na smanjenje aktivnosti s obzirom na to da je već gotovo dvije godine ispod razine od 50 (Grafikon 4.). Indeks PMI za nove narudžbe također se nedavno poboljšao, ali još je uvijek ispod razine od 50, što upućuje na slabe kratkoročne izgledе za industriju. U uslužnom sektoru indeks PMI i nadalje je iznad praga ispod kojeg nema rasta, iako su najnovije vrijednosti niže od njegova dugoročnog prosjeka. Pokazatelji poslovnog pouzdanja Europske komisije upućuju na uglavnom slična kretanja.

Grafikon 4.

Pokazatelji mjereni indeksom PMI po sektorima gospodarstva

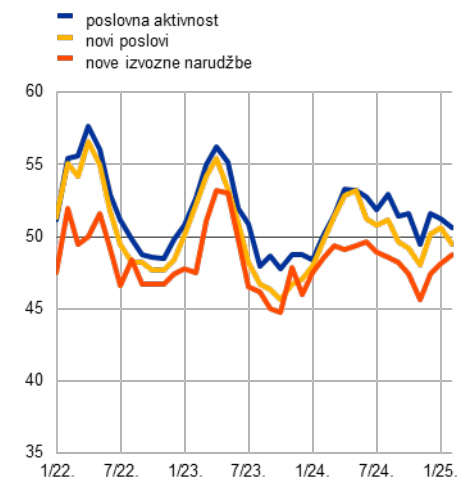
a) prerađivačka industrija

(indeksi rasprostranjenosti)



b) usluge

(indeksi rasprostranjenosti)



Izvor: S&P Global Market Intelligence

Napomena: Posljednji podatci odnose se na veljaču 2025.

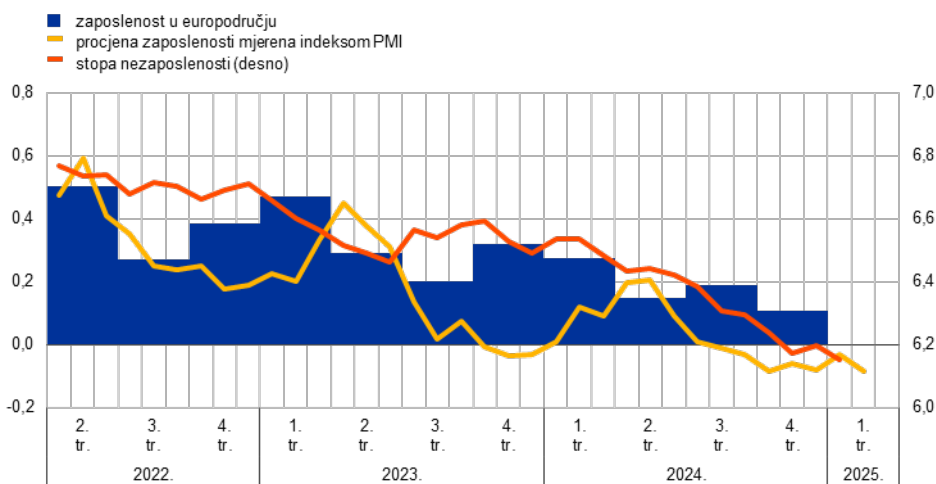
Zaposlenost se u četvrtom tromjesečju 2024. povećala za 0,1 %. To je povećanje bilo manje nego u drugim tromjesečjima te godine (Grafikon 5.). No rast zaposlenosti bio je otporan u odnosu na rast BDP-a, što je dovelo do smanjenja produktivnosti od 0,1 %. Stopa nezaposlenosti u prosincu je iznosila 6,3 %, 0,1 postotni bod više nego u studenome, i ostala blizu svoje najniže razine od uvođenja eura. Potražnja za radnom snagom donekle se smanjila u odnosu na visoke razine zabilježene nakon pandemije, pri čemu je u četvrtom tromjesečju stopa slobodnih radnih mjesta ostala nepromijenjena i iznosila 2,5 %, 0,8 postotnih bodova manje od najviše vrijednosti zabilježene u drugom tromjesečju 2022.¹⁰

¹⁰ Vidi okvir pod naslovom „Upotreba poziva o zaradi poduzeća za prognoziranje potražnje za radnom snagom u europodručju” 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 četvrto tromjesečje 2024. za zaposlenost, na veljaču 2025. za procjenu zaposlenosti mjerenu indeksom PMI i na siječanj 2025. za stopu nezaposlenosti.

Kratkoročni pokazatelji tržišta rada upućuju na stabilnu zaposlenost u prvom tromjesečju 2025. Mjesečni pokazatelj zaposlenosti mjereno kompozitnim indeksom PMI smanjio se s 49,7 u siječnju na 49,3 u veljači, što upućuje na to da će zaposlenost u prvom tromjesečju vjerojatno uglavnom ostati nepromijenjena u odnosu na četvrto tromjesečje 2024. Pokazatelj zaposlenosti mjereno indeksom PMI za usluge smanjio se s 50,9 u siječnju na 50,8 u veljači, a pokazatelji zaposlenosti mjereno indeksom PMI za prerađivačku industriju i građevinarstvo nastavili su se smanjivati.

Rast osobne potrošnje vjerojatno se usporio u četvrtom tromjesečju 2024.

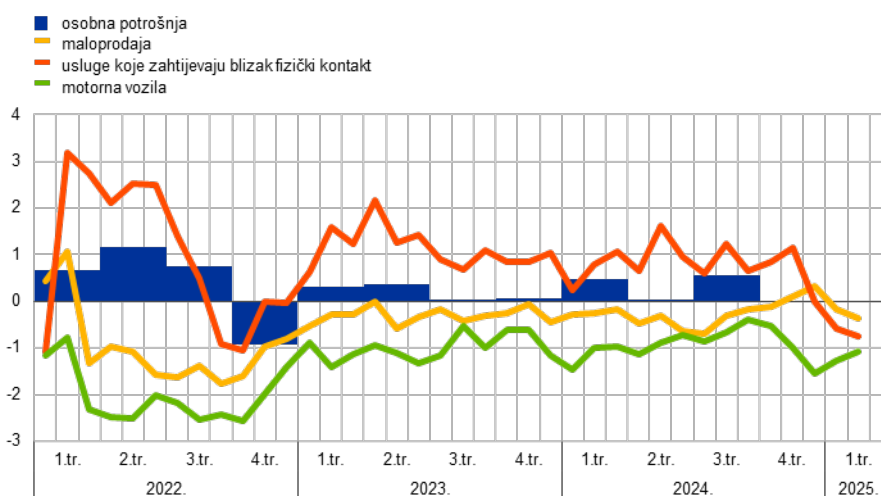
Nakon tromjesečnog porasta od 0,7 % u trećem tromjesečju (Grafikon 6.) čini se da se rast osobne potrošnje usporio u četvrtom tromjesečju 2024., između ostaloga i zbog smanjenja djelovanja nekih privremenih činitelja koji su poticali taj rast u prethodnom tromjesečju, kao što su Olimpijske i Paraolimpijske igre u Parizu 2024. To potvrđuje tromjesečni porast maloprodaje od 0,4 % i proizvodnje usluga od 0,5 %. Najnoviji podatci sugeriraju i umjereniji zamah rasta potrošnje kućanstava u kratkoročnom razdoblju, što je vidljivo u najnovijim makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a. Pokazatelj pouzdanja potrošača Europske komisije blago se dodatno poboljšao u veljači, ali i nadalje je nizak zbog još uvijek velike neizvjesnosti. Pokazatelji Europske komisije koji se odnose na poslovna očekivanja glede potražnje za uslugama koje zahtijevaju blizak fizički kontakt u veljači su se nastavili smanjivati, a najnovija ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača pokazuje da je očekivana kupnja paket-aranžmana i nadalje snažna, unatoč tome što je nedavno ponešto oslabjela. Istodobno su očekivanja potrošača u vezi s velikim kupnjama u sljedećih dvanaest mjeseci u veljači malo porasla, nakon pogoršanja u prethodnom mjesecu. U nadolazećem će razdoblju kontinuirana neizvjesnost povezana s

gospodarskom politikom, posebno u kontekstu globalnih gospodarskih kretanja, vjerojatno nastaviti nepovoljno djelovati na odluke kućanstava o potrošnji. Očekuje se ipak da će rast kupovne moći uzrokovan usporavanjem inflacije i nastavkom povećanja realnog dohotka od rada i u nadolazećim tromjesečjima podupirati potrošnju.

Grafikon 6.

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

(tromjesečne promjene u postotcima, standardizirani postotci, stanja)



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 odnose se na sljedeća tri mjeseca; „usluge koje zahtijevaju blizak fizički kontakt“ odnose se na usluge smještaja, usluge putovanja te usluge pripreme i usluživanja hrane. Serija usluga koje zahtijevaju blizak fizički kontakt standardizirana je za razdoblje od siječnja 2005. do 2019. zbog dostupnosti podataka, a motorna vozila i maloprodaja standardizirani su za razdoblje od 1999. do 2019. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2024. za osobnu potrošnju i na veljaču 2025. za očekivanja glede maloprodaje, usluga koje zahtijevaju blizak fizički kontakt i motornih vozila.

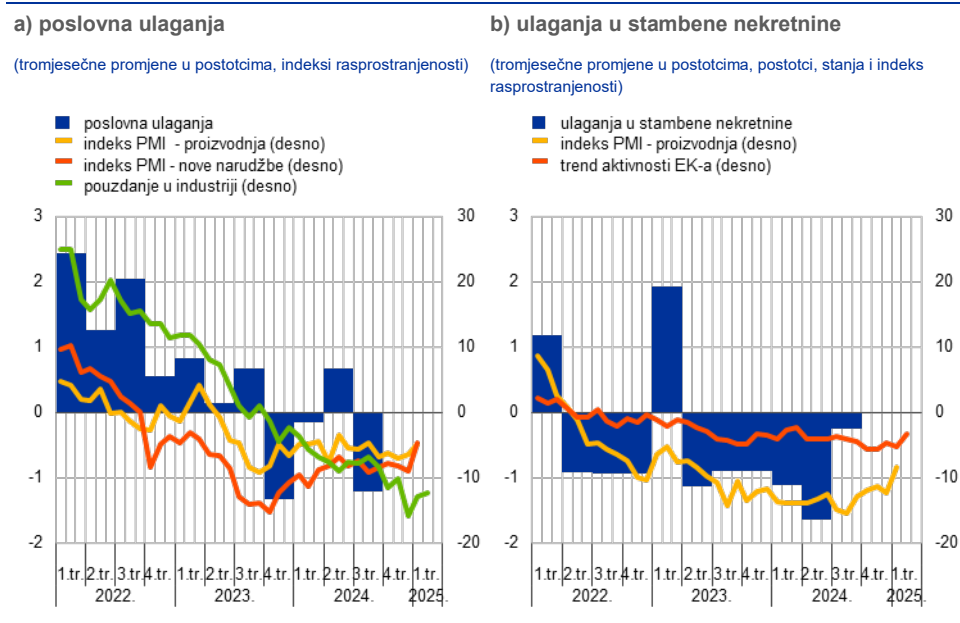
Poslovna ulaganja vjerojatno su ostala slaba na prijelazu u 2025. zbog velike neizvjesnosti.

Očekuje se da su nakon zamjetnog smanjenja u trećem tromjesečju 2024. poslovna ulaganja (aproksimirana u nacionalnim računima ulaganjima izvan građevinarstva isključujući nematerijalnu imovinu u Irskoj) malo porasla u četvrtom tromjesečju. No ulaganja u materijalnu imovinu u posljednjim su tromjesečjima veoma slaba. U sektoru kapitalnih dobara industrijska proizvodnja zabilježila je tromjesečni pad od 1,2 % u četvrtom tromjesečju, što je u skladu s predviđanjima pokazatelja indeksa PMI za proizvodnju, koji su se spustili vrlo nisko na negativnu razinu tijekom prošle godine, i pokazatelja pouzdanja u industriji, koji je ostao na razinama posljednji put zabilježenim dok su na snazi bile mjere zatvaranja u 2020. (Grafikon 7., panel a)). Nematerijalna ulaganja i nadalje rastu, ali po stopama koje su mnogo niže od onih u Sjedinjenim Američkim Državama (vidi Okvir 1.). Najnoviji podatci upućuju na slabost na početku 2025. u uvjetima povećane neizvjesnosti u vezi s geopolitikom i ekonomskom politikom te s trgovinskom politikom. Najnovija telefonska anketa poduzeća, anketa o pristupu financiranju poduzeća u europodručju i anketa o kreditnoj aktivnosti banaka previđaju slabija ulaganja na početku godine, s tim da anketa o kreditnoj aktivnosti banaka pokazuje da se u prvom tromjesečju očekuje dodatno smanjenje potražnje za dugoročnijim kreditima koji su obično povezani s ulaganjima u dugotrajnu

imovinu.¹¹ Svi ti činitelji zajedno vjerojatno će nepovoljno utjecati na ulaganja na početku godine. Gleda li se dalje unaprijed, ako ne dođe do snažnih trgovinskih poremećaja, postupan porast u širem gospodarstvu, ublažavanje uvjeta financiranja i pronalazjenje rješenja za neke izvore neizvjesnosti trebali bi poduprijeti ulaganja. Osim toga, kontinuirana uporaba sredstava iz programa Next Generation EU pomoći će da se dodatno privuku poslovna ulaganja.

Grafikon 7.

Dinamika realnih ulaganja i anketni podatci



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

Napomene: Linije označuju mjesečna kretanja, a stupci se odnose na tromjesečne podatke. Indeksi PMI izraženi su kao odstupanje od vrijednosti 50. Na panelu a) poslovno ulaganje mjeri se ulaganjima izvan građevinarstva isključujući nematerijalnu imovinu u Irskoj. Kratkoročni pokazatelji odnose se na sektor kapitalnih dobara. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2024. za poslovna ulaganja, na siječanj 2025. za indekse PMI i na veljaču 2025. za pouzdanje u industriji. 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 ulaganja u stambene nekretnine, siječanj 2025. za proizvodnju mjerenu indeksom PMI i veljaču 2025. za trend aktivnosti Europske komisije.

Ulaganja u stambene nekretnine ostala su uglavnom stabilna u četvrtom tromjesečju 2024. Nakon što su se ulaganja u stambene nekretnine znatno smanjila od 2022., čini se da je njihov pad zaustavljen u četvrtom tromjesečju 2024. jer dostupni podatci za svaku zemlju upućuju na malo povećanje tih ulaganja u četvrtom tromjesečju, dok je proizvodnja u sektorima gradnje zgrada i specijaliziranih građevinskih djelatnosti ostala nepromijenjena u odnosu na treće tromjesečje. Anketni pokazatelji aktivnosti poboljšali su se na početku ove godine. No i nadalje općenito upućuju na smanjeni zamah ulaganja u stambene nekretnine u prvom tromjesečju 2025., pri čemu su se i pokazatelj indeksa 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 (Grafikon 7., panel b)). Ipak, ulaganja u stambene

¹¹ Vidi okvir pod nazivom „Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies”, *Ekonomski bilten*, broj 1, ESB, 2025., najnoviju ESB-ovu anketu o pristupu financiranju poduzeća u europodručju, objavljenu u siječnju 2025. i anketu o kreditnoj aktivnosti banaka iz siječnja 2025.

nekretnine trebala bi se postupno ubrzavati tijekom 2025. Prema anketi Europske komisije namjere kućanstava da u kratkoročnom razdoblju kupe ili sagrade stambenu nekretninu dodatno su se povećale u prvom tromjesečju. To poboljšanje raspoložena potaknuto je sve nižim kamatnim stopama na hipotekarne kredite i posljedica je postupnog oporavka stambenih kredita, što upućuje na zaključak da se potražnja za stambenim nekretninama polako povećava.

Gospodarska aktivnost u europodručju smanjivala se sporijim tempom u četvrtom tromjesečju 2024. Ukupan izvoz u države izvan euro područja tromjesečno se smanjio za 0,1 % u četvrtom tromjesečju. Spomenuto smanjenje potvrđuje trajne izazove u vezi s konkurentnošću s kojima se suočavaju izvoznici iz europodručja (vidi [Okvir 2.](#)), čak i u uvjetima oporavka globalne potražnje. Što se tiče nadolazećeg razdoblja ankete upućuju na to da će izvozna ostvarenja u kratkoročnom razdoblju ostati slabija. Najnoviji indeksi PMI za nove izvozne narudžbe ostali su u veljači znatno ispod praga ekspanzije i za prerađivačku industriju i za usluge. Mjesečni podatci o robnoj razmjeni istodobno upućuju na to da se tromjesečni rast uvoza usporio u četvrtom tromjesečju i da je ukupan doprinos neto izvoza BDP-u bio negativan.

Prema projekcijama iz ožujka 2025. očekuje se da će gospodarski oporavak biti sporiji nego što se predviđalo u projekcijama iz prosinca 2024., a neizvjesnost se povećala. Prema projekcijama stručnjaka ESB-a iz ožujka 2025. predviđa se stopa gospodarskog rasta od 0,9 % u 2025., 1,2 % u 2026. i 1,3 % u 2027. Revizije naniže za 2025. i 2026. proizlaze iz slabijeg izvoza i trajne slabosti ulaganja, što je djelomično posljedica velike neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama i neizvjesnosti povezane s politikama uopće. Rast realnih dohodaka i postupno slabljenje utjecaja prošlih povećanja kamatnih stopa i nadalje najviše pridonose povećanju potražnje koje se očekuje s vremenom.

3. Cijene i troškovi

Ukupna inflacija u europodručju smanjila se s 2,5 % u siječnju na 2,4 % u veljači 2025., ponajprije zbog smanjenja inflacije cijena energije. Inflacija cijena hrane povećala se, a inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane (HIPCX) blago se smanjila u veljači, prikrivajući slabiju inflaciju cijena usluga i povećanje inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije (IPE). Većina mjera temeljne inflacije upućuje na zaključak da će se inflacija stabilizirati, i to postojano, na razinama oko srednjoročnog cilja od 2 %. Plaće i cijene u određenim sektorima još se prilagođavaju prošlom snažnom povećanju inflacije sa znatnim vremenskim odmakom, ali rast plaća smanjuje se u skladu s očekivanjima, a rast jedinične dobiti i nadalje djelomično apsorbira utjecaj još uvijek povećanih pritisaka troškova rada na inflaciju. Većina pokazatelja dugoročnih inflacijskih očekivanja i nadalje iznosi oko 2 %. Inflacija se nastavila kretati uglavnom u skladu s očekivanjima stručnjaka Eurosustava, a najnovije projekcije uglavnom potvrđuju prethodnu ocjenu inflacijskih izgleda. U makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2025. predviđa se da će ukupna inflacija iznositi prosječno 2,3 % u 2025., 1,9 % u 2026. i 2,0 % u 2027. Ukupna inflacija revidirana je naviše za 2025. zbog snažnije dinamike cijena energije.¹²

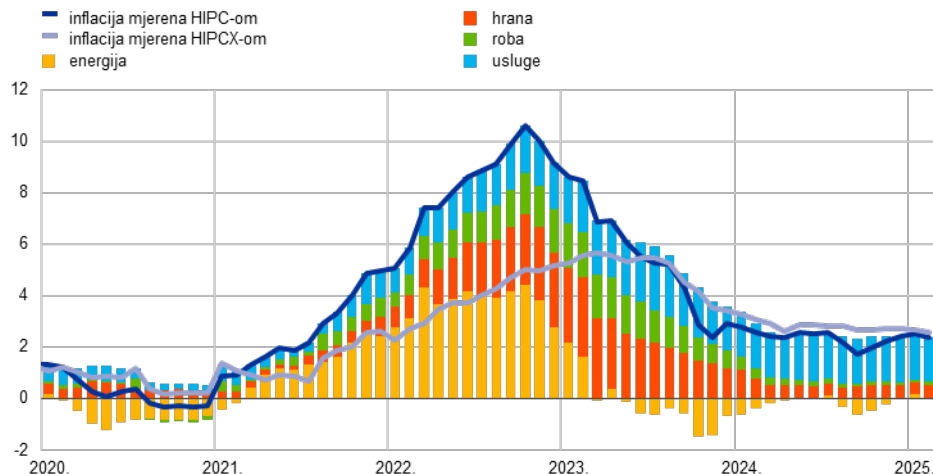
Ukupna inflacija u europodručju mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) smanjila se s 2,5 %, koliko je iznosila u siječnju, na 2,4 % u veljači 2025. (Grafikon 8.). To je smanjenje ponajprije rezultat očekivanog smanjenja inflacije cijena energije, koja se smanjila s 1,9 % u siječnju na 0,2 % u veljači, uglavnom zbog negativnoga baznog učinka i mjesečnog smanjenja cijena energije. Za razliku od toga, inflacija cijena hrane povećala se s 2,3 % u siječnju na 2,7 % u veljači zbog više godišnje stope kada je riječ o cijenama neprerađenih prehrambenih proizvoda, a stopa u odnosu na cijene prerađenih prehrambenih proizvoda ostala je nepromijenjena. Inflacija mjerena HIPCX-om blago se smanjila, s 2,7 % u siječnju na 2,6 % u veljači, što je prvo smanjenje od rujna 2024. To je rezultat slabije inflacije cijena usluga (smanjenje s 3,9 % u siječnju na 3,7 % u veljači) i zasjenjuje blago povećanje inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije (povećanje s 0,5 % u siječnju na 0,6 % u veljači). Smanjenje inflacije cijena usluga u veljači u skladu je s prethodnim očekivanjima početnog smanjivanja zbog postupnog slabljenja rasta plaća i slabijih učinaka ponovnog određivanja cijena na početku 2025. u odnosu na 2024.

¹² Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, ožujak 2025.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 6. ožujka 2025.

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 industrijske proizvode bez energije. Posljednji podatci odnose se na veljaču 2025. (brza procjena Eurostata).

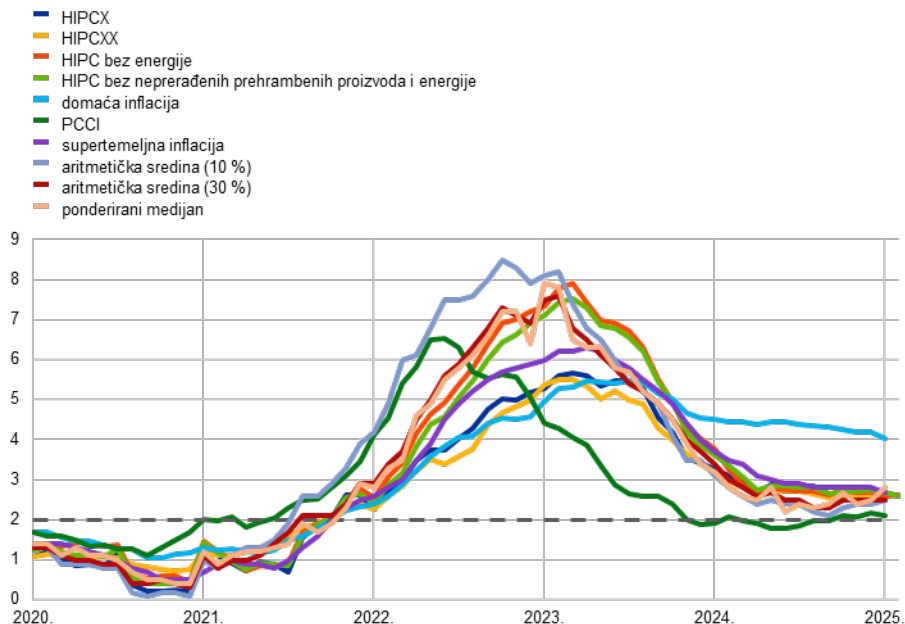
Većina mjera temeljne inflacije u skladu je s očekivanjima da će se inflacija stabilizirati, i to postojano, na razinama oko srednjoročnog cilja od 2 % (Grafikon 9).

U siječnju 2025., posljednjem mjesecu za koji su dostupni podatci, većina vrijednosti pokazatelja kretala se u rasponu od 2,1 % do 2,8 %. Perzistentna i zajednička komponenta inflacije (engl. *Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI), koja je obično najbolji pokazatelj buduće ukupne inflacije, i nadalje se nalazila na najnižoj razini tog raspona, a ponderirani medijan tog pokazatelja povećao se na 2,8 %. Inflacija mjerena HIPCX-om bez stavka povezanih s putovanjima, odjeće i obuće (HIPCXX) ostala je nepromijenjena na razini od 2,6 %, a pokazatelj supertemeljne (engl. *Supercore*) komponente inflacije, koji se sastoji od stavka HIPC-a osjetljivih na poslovni ciklus, smanjio se na 2,7 %. Iako je pokazatelj domaće inflacije ostao na dugotrajno visokoj razini, blago se smanjio na 4,0 % u siječnju, s 4,2 % u prosincu 2024. To je bilo prvo smanjenje tog pokazatelja od listopada 2024. Ta promjena uglavnom je posljedica manjih doprinosa cijena u restoranima i kafićima, kao i manjih doprinosa troškova osiguranja u zdravstvenom sektoru i sektoru prijevoza.

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 veljaču 2025. (brza procjena Eurostata) za HIPCX, HIPC bez energije i HIPC bez neprerađenih prehrambenih proizvoda i energije te na siječanj 2025. za sve ostale pokazatelje.

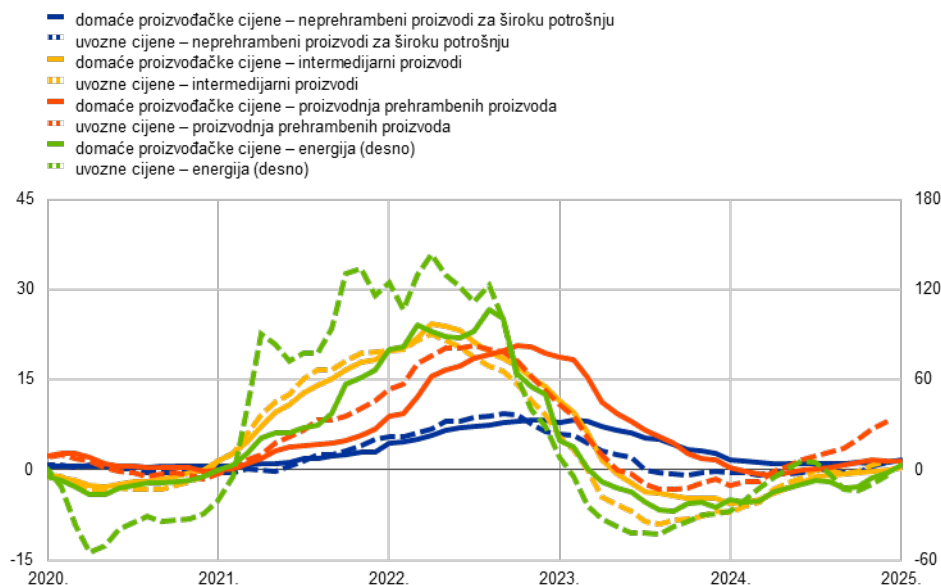
Većina pokazatelja pritiska proizvođačkih troškova za robu povećala se, ali po i nadalje umjerenim stopama (Grafikon 10.)

U ranim fazama cjenovnog lanca inflacija proizvođačkih cijena energije, koja je negativna od travnja 2023., postala je pozitivna i povećala se na 3,5 % u siječnju 2025., s –1,6 % u prosincu 2024. Godišnja stopa rasta proizvođačkih cijena za domaću prodaju intermedijarnih proizvoda povećala se (s 0,0 % u prosincu na 0,5 % u siječnju). U kasnijim fazama cjenovnog lanca inflacija domaćih proizvođačkih cijena neprehrambenih proizvoda za široku potrošnju povećala se, s 1,2 %, koliko je iznosila u prosincu, na 1,6 % u siječnju, a proizvođačke cijene proizvodnje prehrambenih proizvoda blago su se smanjile, s 1,5 % u prosincu na 1,4 % u siječnju. Posljednji dostupni podatci za uvozne cijene na krajnji datum za ovo izvješće odnose se na prosinac 2024. Kada je riječ o intermedijarnim proizvodima, godišnja stopa rasta uvoznih cijena nastavila se povećavati (s 0,9 % u studenome na 1,5 % u prosincu). Inflacija uvoznih cijena proizvodnje prehrambenih proizvoda povećala se i iznosila je 8,2 % u prosincu, vjerojatno zbog povećanja međunarodnih cijena prehrambenih sirovina po dvoznamenkastim stopama. Rast inflacije uvoznih cijena odražava i deprecijaciju eura. Općenito, najnoviji podatci o proizvođačkim i uvoznim cijenama potvrđuju da učinak postupnog slabljenja akumuliranih pritiska proizvođačkih troškova na proizvode za široku potrošnju slabi, ali da to slabljenje nije dovelo do zamjetnoga ponovnog ubrzavanja cijena.

Grafikon 10.

Pokazatelji pritisaka proizvođačkih troškova

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na siječanj 2025. kada je riječ o domaćim proizvođačkim cijenama i na prosinac 2024. kada je riječ o uvoznim cijenama.

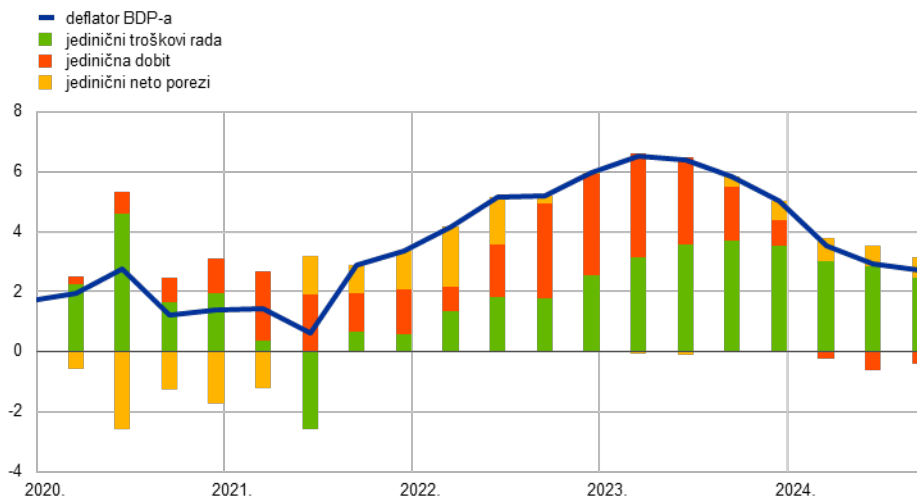
Domaći troškovni pritisci, mjereni porastom deflatora BDP-a, dodatno su se smanjili u trećem tromjesečju 2024. iako su ostali na povišenim razinama (Grafikon 11.).

Posljednji dostupni podatci iz nacionalnih računa o domaćim troškovnim pritiscima za europodručje i nadalje se odnose na treće tromjesečje 2024. Godišnja stopa rasta deflatora BDP-a smanjila se na 2,7 %, s 2,9 % u prethodnom tromjesečju, zbog manjeg doprinosa plaća i jediničnih troškova rada. Rast jedinične dobiti ostao je negativan, što upućuje na to da još apsorbira utjecaj i nadalje snažnih pritisaka troškova rada. Dostupni podatci iz nacionalnih računa za većinu država europodručja upućuju na to da se usporavanje rasta troškova rada nastavilo i u četvrtom tromjesečju, kao i da smanjenje dobiti i nadalje apsorbira inflacijske pritiske. Osim toga, drugi pokazatelji dostupni za europodručje za četvrto tromjesečje, kao što su indeks troškova rada i pokazatelj dogovorenih plaća, potvrđuju da je došlo do daljnjeg slabljenja pritisaka troškova rada. Rast komponente plaća i nadnica po satu u sklopu indeksa troškova rada smanjio se na 4,1 %, prema brznoj procjeni Eurostata, s 4,4 %, koliko je iznosio u trećem tromjesečju. Rast pokazatelja dogovorenih plaća iznosio je 4,1 % u četvrtom tromjesečju, što je smanjenje u odnosu na 5,4 % u trećem tromjesečju. Osim toga, podatci iz ESB-ova sustava za praćenje budućega kretanja plaća, koji uključuju podatke o sklopljenim sporazumima o plaćama do sredine veljače, i nadalje upućuju na slabljenje pritisaka rasta plaća na početku ove godine. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, u makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz ožujka 2025. predviđa se da će rast naknade po zaposlenom iznositi prosječno 3,4 % u 2025. i da će se potom dodatno smanjiti na 2,6 % u 2027.

Grafikon 11.

Raščlamba deflatora BDP-a

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

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

Pokazatelji dugoročnih inflacijskih očekivanja koji se zasnivaju na anketama ostali su gotovo nepromijenjeni, a mjerila srednjoročne i dugoročnije naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima blago su se povećala, pri čemu je većina njih iznosila oko 2 % (Grafikon 12.). Prosječna dugoročnija

inflacijska očekivanja i medijan dugoročnih inflacijskih očekivanja zadržali su se na razini od 2 % u ESB-ovoj Anketi o prognozama stručnjaka (engl. *Survey of Professional Forecasters*) za prvo tromjesečje 2025. i u ESB-ovoj Anketi monetarnih analitičara (engl. *Survey of Monetary Analysts*) iz ožujka 2025. Kratkoročnija očekivanja za 2025. zasnovana na anketama također su bila na razini od oko 2 %, uz male promjene ovisno o najnovijim podacima i kretanjima cijena energenata. Mjerila kratkoročne naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima, mjerena jednogodišnjom kamatnom stopom na jednogodišnje terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije, nedavno su se blago povećala i iznosila su oko 1,8 %. Promatrano u srednjoročnom i dugoročnom razdoblju, povećala su se i mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima. Petogodišnja kamatna stopa na petogodišnje terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije povećala se za oko 20 baznih bodova od sastanka Upravnog vijeća u prosincu i iznosi oko 2,2 %, što je uglavnom posljedica kretanja nakon nedavno najavljenih planova za povećanje fiskalnih proračuna u Europi. To se povećanje uglavnom može pripisati povećanim premijama za inflacijski rizik. Stoga procjene stvarnih inflacijskih očekivanja zasnovane na modelu, isključujući premiju za inflacijski rizik, upućuju na to da sudionici na tržištu i nadalje očekuju da će inflacija iznositi oko 2 % u dugoročnijem razdoblju. Na strani potrošača inflacijska očekivanja uglavnom su se nastavila smanjivati. Prema ESB-ovoj anketi o očekivanjima potrošača iz siječnja 2025. medijan očekivanja glede ukupne inflacije za sljedećih godinu dana smanjio se na 2,6 %, s 2,8 % u prosincu 2024., a očekivanja za

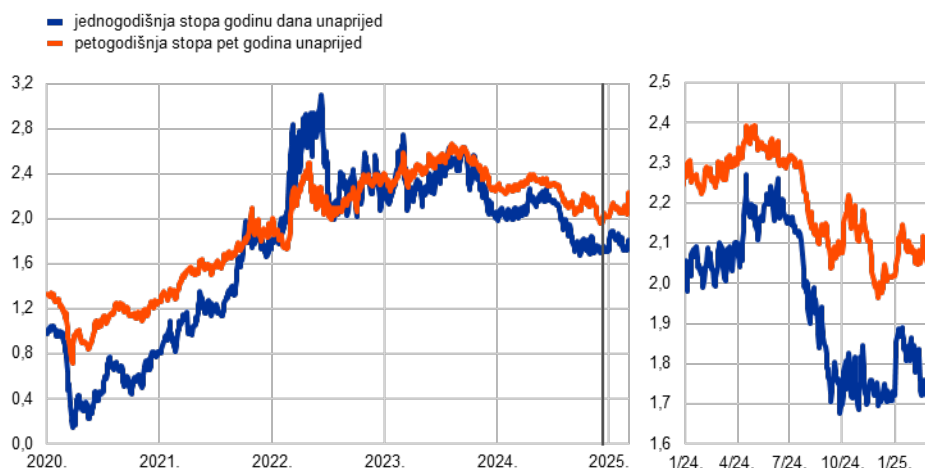
sljedeće tri godine ostala su nepromijenjena i iznosila su 2,4 %. Medijan percepcije inflacije u prethodnih godinu dana neznatno se smanjio na 3,4 % u siječnju.

Grafikon 12.

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

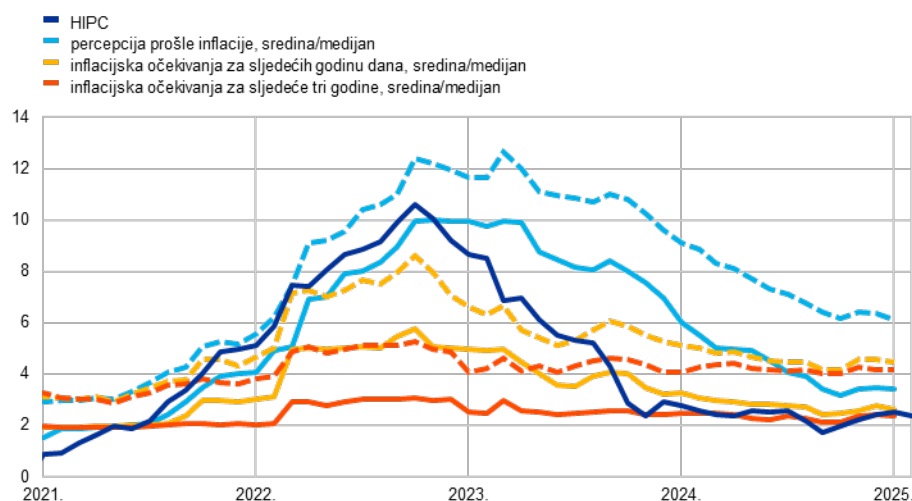
a) mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima

(godišnje promjene u postotcima)



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

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: LSEG, Eurostat, ESB-ova 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. prosinca 2024. Na panelu b) isprekidane linije označuju sredinu, a pune linije označuju medijan. Posljednji podatci odnose se na 6. ožujka 2025. za terminske stope, na veljaču 2025. za HIPC (brza procjena Eurostata) i na siječanj 2025. za sva ostala mjerila.

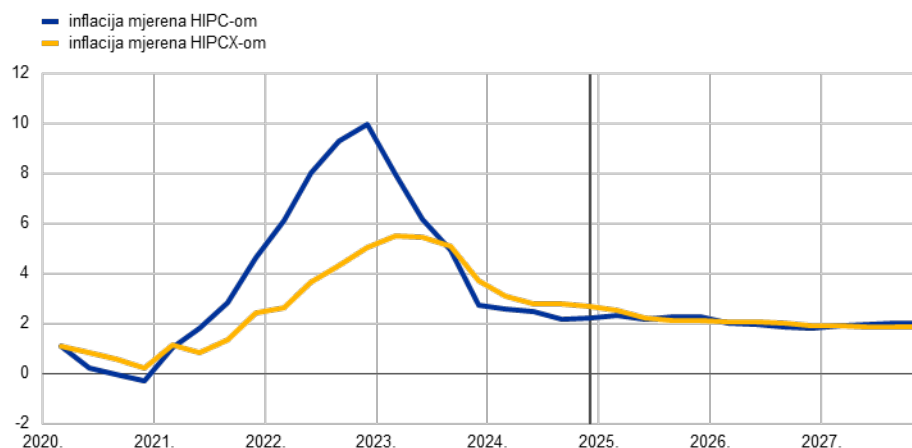
U makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz ožujka 2025. predviđa se da će prosječna stopa ukupne inflacije u 2025. iznositi 2,3 % i potom se smanjiti na 1,9 % u 2026. i 2,0 % u 2027. (Grafikon 13.). Predviđa se da će ukupna inflacija ostati relativno stabilna u 2025., uglavnom zbog veće inflacije cijena hrane i baznih učinaka povezanih s cijenama energije, koji su uglavnom neutralizirali nižu temeljnu inflaciju. Očekuje se da će se potom postupno nastaviti smanjivati na

početku 2026. usporedno sa slabljenjem baznih učinaka povezanih s inflacijom cijena energije. Predviđeno povećanje ukupne inflacije u 2027. ponajprije odražava privremeni pozitivan učinak inflacije cijena energije zbog fiskalnih mjera povezanih s tranzicijom zbog klimatskih promjena, a osobito zbog uvođenja novog sustava trgovanja emisijama (ETS2). U odnosu na projekcije iz prosinca 2024. izgledi za ukupnu inflaciju revidirani su naviše za 0,2 postotna boda u 2025., a u 2026. su ostali nepromijenjeni, uz reviziju naniže za 0,1 postotni bod u 2027. Revizija naviše za 2025. ponajprije proizlazi iz iznenađujuće visokih vrijednosti inflacije cijena energije i pretpostavki o višim cijenama nafte i električne energije. Očekuje se da će se inflacija mjerena HIPC-om smanjiti s 2,8 % u 2024. na 2,2 % u 2025., 2,0 % u 2026. i 1,9 % u 2027., ponajprije zbog smanjenja inflacije cijena usluga. U odnosu na projekcije iz prosinca 2024. inflacija mjerena HIPC-om revidirana je naniže za 0,1 postotni bod u 2025. i naviše za 0,1 postotni bod u 2026.

Grafikon 13.

Inflacija mjerena HIPC-om i HIPCX-om za europodručje

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i [Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, ožujak 2025.](#)

Napomene: Siva vertikalna linija označuje posljednje tromjesečje prije početka projekcijskog razdoblja. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2024. za podatke i četvrto tromjesečje 2027. za projekcije. Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2025. dovršene su 19. veljače 2025., a krajnji datum za tehničke pretpostavke bio je 6. veljače 2025. Povijesni i projicirani podatci za inflaciju mjerenu HIPC-om i HIPCX-om na tromjesečnoj su osnovi.

4. Kretanja na financijskim tržištima

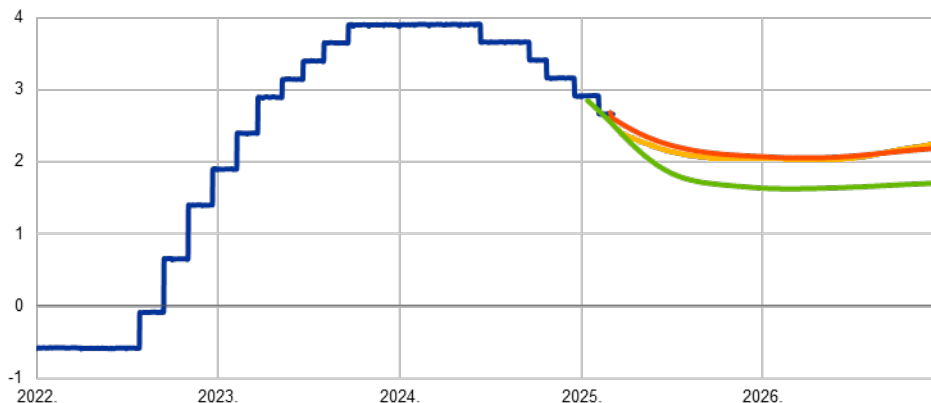
U promatranom razdoblju od 12. prosinca 2024. do 5. ožujka 2025. terminska krivulja nerizične eurske kratkoročne kamatne stope (€STR) pomaknula se naviše, uz znatne povremene fluktuacije. Nakon sastanka Upravnog vijeća u prosincu kratkoročne kamatne stope porasle su u svim glavnim razvijenim gospodarstvima zbog zabrinutosti da je napredak u dezinflacijskom procesu u SAD-u sporiji od očekivanoga. Krivulja europodručja dosegla je vrhunac sredinom siječnja, a potom se spustila jer su tržišta očekivala nastavak dezinflacije i slabije izgleda za rast. Međutim, krivulja se nakon toga oporavila s obzirom na planirane rashode za obranu i infrastrukturu u europskim državama. Na kraju promatranog razdoblja terminska krivulja europodručja uključivala je kumulativna smanjenja kamatne stope od oko 65 baznih bodova do kraja 2025. Kretanja na tržištima državnih obveznica europodručja ponajprije su slijedila kretanja nerizičnih kamatnih stopa, pri čemu su se razlike prinosa u odnosu na kamatnu stopu na prekonoćne kamatne ugovore o razmjeni (OIS) malo povećale. Unatoč slabim makroekonomskim izgledima i najavama carinskih tarifa američke administracije, cijene dionica u europodručju bile su poduprte razdobljem dobrih zarada i nadmašile su rast cijena dionica u SAD-u. U istom razdoblju razlike prinosa na tržištima korporativnih obveznica europodručja smanjivale su se i za izdavatelje s investicijskim rejtingom i za izdavatelje u segmentu visokih prinosa. Na deviznom tržištu tečaj eura ponderiran obujmom trgovine ojačao je, pri čemu je aprecijacija u odnosu na američki dolar bila izrazitija.

Terminska krivulja prekonoćnih kamatnih ugovora o razmjeni (OIS) pomaknula se naviše od sastanka Upravnog vijeća u prosincu, sa znatnim povremenim fluktuacijama (Grafikon 14.). Referentna stopa €STR iznosila je prosječno 2,8 % tijekom promatranog razdoblja, nakon što je u skladu s općim očekivanjima Upravno vijeće odlučilo smanjiti ključne kamatne stope ESB-a za po 25 baznih bodova na sastancima u prosincu i siječnju. Višak likvidnosti smanjio se za oko 75 mlrd. EUR i iznosio je 2.826 mlrd. EUR, ponajprije zbog otplata sredstava pozajmljenih u sklopu treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja u prosincu i smanjenja portfelja vrijednosnih papira koji se drže za potrebe monetarne politike jer Eurosustav više ne reinvestira glavnice dospjelih vrijednosnih papira. Kratki kraj terminske krivulje OIS koja se zasniva na €STR-u pomaknuo se naviše u promatranom razdoblju, što upućuje na povećanje kamatnih stopa monetarne politike, uz znatne povremene fluktuacije. Nakon sastanka Upravnog vijeća u prosincu kratkoročne kamatne stope porasle su u svim glavnim razvijenim gospodarstvima zbog zabrinutosti da je napredak u dezinflacijskom procesu u SAD-u sporiji od očekivanoga. Krivulja europodručja dosegla je vrhunac sredinom siječnja, a potom se spustila jer su sudionici na tržištu očekivali nastavak domaće dezinflacije i slabljenje izgleda za rast, djelomično povezano s povećanjem trgovinske neizvjesnosti. Međutim, krivulja europodručja oporavila se u razdoblju prije sastanka Upravnog vijeća u ožujku s obzirom na planirane rashode za obranu i infrastrukturu u europskim državama. Na kraju promatranog razdoblja terminska krivulja u potpunosti je uključivala smanjenje stope od 25 baznih bodova sa sastanka Upravnog vijeća u ožujku i kumulativno smanjenje od oko 65 baznih bodova do kraja 2025.

Grafikon 14. Terminske stope €STR

(postotci na godišnjoj razini)

- realizirani €STR
- terminska krivulja €STR 5. ožujka 2025.
- terminska krivulja €STR 29. siječnja 2025.
- terminska krivulja €STR 11. prosinca 2024.



Izvori: Bloomberg i izračun ESB-a

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

Dugoročne nerizične kamatne stope u europodručju fluktuirale su tijekom promatranog razdoblja, a općenito su se povećale (Grafikon 15.). Do kraja promatranog razdoblja kamatna stopa na desetogodišnji OIS europodručja porasla je za oko 45 baznih bodova i dosegla približno 2,5 % unatoč znatnim fluktuacijama tijekom razdoblja. Kamatna stopa na desetogodišnji OIS povećala se za oko 40 baznih bodova od početka promatranog razdoblja do sredine siječnja zbog snažnih pritisaka na rast koji su dolazili iz Sjedinjenih Američkih Država. Međutim, stopa se potom smanjila jer su sudionici na tržištu usmjerili svoju pozornost na izgled za inflaciju i realno gospodarstvo europodručja. Naposljetku, povećanje planiranih fiskalnih rashoda u Europi na kraju promatranog razdoblja dovelo je do porasta dugoročnih nerizičnih kamatnih stopa od oko 25 baznih bodova. U Sjedinjenim Američkim Državama dugoročne nerizične kamatne stope najprije su porasle za oko 45 baznih bodova i dosegly najvišu razinu sredinom siječnja, a potom su se smanjivale od sredine veljače nadalje. To smanjivanje, koje je u posljednje vrijeme pojačano naznakama mogućeg usporavanja američkoga gospodarskog rasta, spustilo je američke stope na oko 4,3 %, što je malo niže od razina na početku promatranog razdoblja. Stoga se razlika između desetogodišnjih nerizičnih kamatnih stopa u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama smanjila za 49 baznih bodova. Prinos na desetogodišnje britanske državne obveznice porastao je za 31 bazni bod i iznosio oko 4,7 % 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

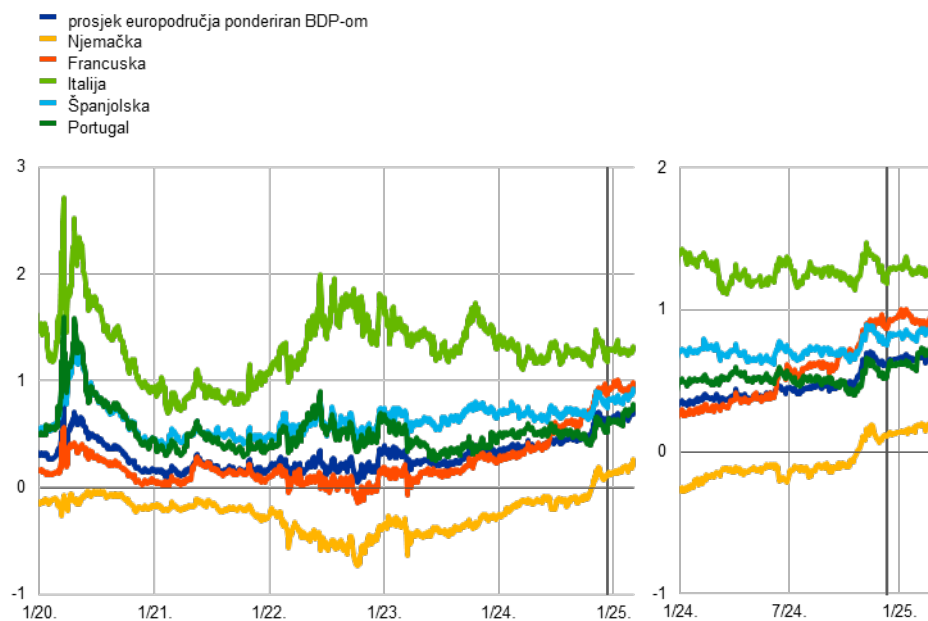
Napomene: Vertikalne sive linije označuju početak promatranog razdoblja 12. prosinca 2024. Posljednji podatci odnose se na 5. ožujka 2025.

Prinosi na dugoročne državne obveznice europskog područja ponajprije su slijedili kretanja nerizičnih kamatnih stopa, pri čemu su se neke razlike prinosa povećale (Grafikon 16.). Prinos na desetogodišnje državne obveznice europskog područja ponderiran BDP-om iznosio je oko 3,2 % na kraju promatranog razdoblja, što je približno 55 baznih bodova više nego na početku razdoblja. To povećanje dovelo je do porasta razlike prinosa u odnosu na kamatnu stopu na OIS zasnovanu na €STR-u od oko 10 baznih bodova. Prinosi na francuske državne obveznice ponašali su se slično prinosu na državne obveznice europskog područja ponderiranom BDP-om unatoč nedavnom percipiranom poboljšanju političke situacije u državi nakon što je francuski parlament odobrio proračun za 2025. Razlika prinosa na njemačke državne obveznice porasla je za 16 postotnih bodova, pa je ostala stabilno pozitivna. Razlike prinosa na državne obveznice porasle su i u drugim državama europskog područja, pri čemu su se razlike prinosa na španjolske i portugalske državne obveznice povećale za 16 baznih bodova odnosno 24 bazna boda.

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: Vertikalne sive linije označuju početak promatranog razdoblja 12. prosinca 2024. Posljednji podatci odnose se na 5. ožujka 2025.

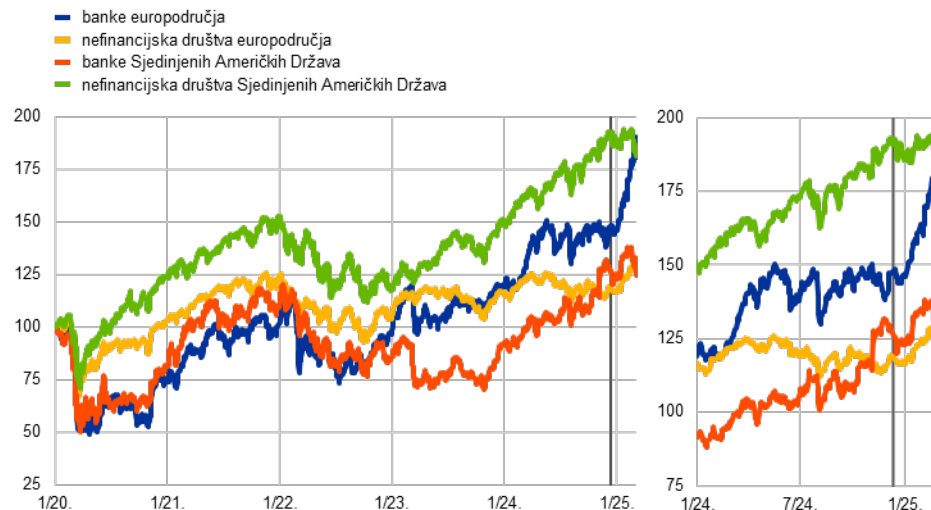
Cijene dionica u europskom području ojačale su pod povoljnim utjecajem razdoblja dobrih zarada, unatoč slabim makroekonomskim izgledima i povećanoj trgovinskoj neizvjesnosti (Grafikon 17.).

U promatranom razdoblju cijene dionica u europskom području porasle su ukupno za 10,1 %. Cijene dionica banaka porasle su za 28,8 %, odnosno ostvarile su bolje rezultate od dionica nefinancijskih društava, koje su porasle za 7,5 %. Cijenama dionica u europskom području pridonijeli su nastavak razdoblja dobrih zarada i nedavno objavljeni planovi za povećanje fiskalnog proračuna u Europi. Poduzeća u financijskom i industrijskom sektoru iskazala su posebno snažne zarade u odnosu na očekivanja, pa su u skladu s tim povećanja cijena njihovih dionica bila među najvećima. U Sjedinjenim Američkim Državama široki indeks cijena dionica pao je za 3,8 % u uvjetima nedavnih zabrinutosti glede američkih gospodarskih izgleda i smanjenja vrednovanja dionica iz sektora informacijske tehnologije zbog percipiranoga znatnog napretka u umjetnoj inteligenciji u Kini. Cijene dionica nefinancijskih društava u SAD-u smanjile su se za 4,4 %, a cijene vlasničkih vrijednosnih papira banaka pale su za 1,2 %.

Grafikon 17.

Indeksi cijena dionica u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama

(indeks: 1. siječnja 2020. = 100)



Izvori: LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalne sive linije označuju početak promatranog razdoblja 12. prosinca 2024. Posljednji podatci odnose se na 5. ožujka 2025.

Razlike prinosa na korporativne obveznice smanjile su se kod poduzeća s visokim prinosom odnosno poduzeća s investicijskim rejtingom, prateći kretanja na tržištima dionica. Razdoblje dobrih zarada odražavalo se i u razlikama prinosa na korporativne obveznice, koje su se u donekle kolebljivim uvjetima smanjile i u segmentu investicijskog rejtinga i u segmentu visokog prinosa. Razlike prinosa na korporativne obveznice s investicijskim rejtingom smanjile su se za oko 15 baznih bodova, pri čemu su se razlike prinosa na obveznice financijskih društava smanjile manje nego razlike prinosa na obveznice nefinancijskih društava. U segmentu visokog prinosa zabilježeno je izrazitije smanjenje od oko 30 baznih bodova, što je bilo posljedica smanjenja razlika prinosa na obveznice nefinancijskih i financijskih društava za oko 35 odnosno 20 baznih bodova.

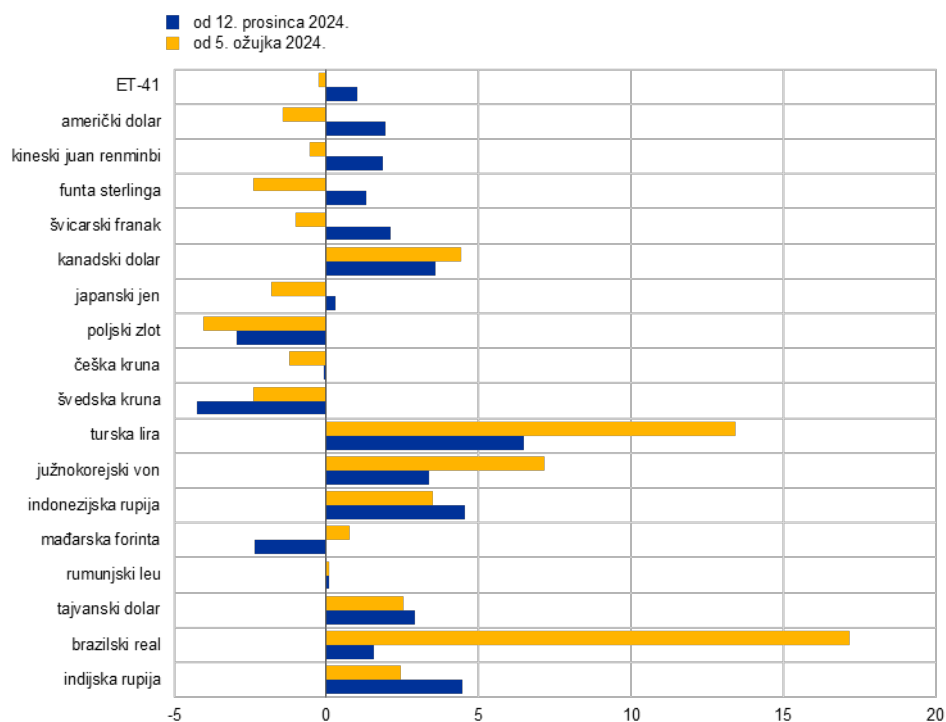
Na deviznim tržištima tečaj eura ponderiran obujmom trgovine ojačao je, pri čemu je aprecijacija u odnosu na američki dolar bila izrazitija (Grafikon 18.).

Nominalni efektivni tečaj eura mjereno u odnosu na valute 41 najvažnijega trgovinskog partnera europodručja ojačao je za 1 % u promatranom razdoblju. Euro je znatno ojačao u odnosu na američki dolar, za 1,9 %, nakon najnovijih informacija povezanih s europskom fiskalnom politikom krajem promatranog razdoblja. Euro je također bio poduprt, iako umjerenije, ukupnim porastom globalne sklonosti preuzimanju rizika unatoč najavama glede carinskih tarifa i nekih zabrinutosti povezanih s makroekonomskim izgledima SAD-a, što se odražavalo na pad razlike između kamatnih stopa u Sjedinjenim Američkim Državama i europodručju. Aprecijacija eura u odnosu na druge valute bila je vrlo sveobuhvatna, bez obzira na znatne fluktuacije. Kada je riječ o najvećim trgovinskim partnerima europodručja, euro je ojačao u odnosu na funtu sterlinga, indijsku rupiju i tursku liru (za 1,3 %, 4,5 % odnosno 6,5 %). Oslabio je u odnosu na poljski zlot (2,9 %), što je bilo posljedica očekivanja tržišnih sudionika povezanih s relativno pooštrenijom

monetarnom politikom u Poljskoj, i u odnosu na švedsku krunu (za 4,2 %), djelomično zbog smanjenja očekivanih razlika između kamatnih stopa. Euro je bio uglavnom stabilan u odnosu na japanski jen (+0,3 %) jer je učinak pooštrene monetarne politike japanske središnje banke tijekom promatranog razdoblja neutraliziran porastom prinosa na obveznice u europodručju.

Grafikon 18.
Promjene tečaja eura u odnosu na odabrane valute

(promjene u postocima)



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 12. prosinca 2024.

5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja

Zbog smanjivanja ESB-ovih kamatnih stopa postupno pojeftinjuje zaduživanje za poduzeća i kućanstva i povećava se rast kredita. Istodobno je ublažavanje uvjeta financiranja otežano zbog prošlih povećanja kamatnih stopa koja se nastavljaju prenositi na postojeće kredite, a kreditiranje je općenito i nadalje slabo. Troškovi financiranja banaka u siječnju 2025. ostali su uglavnom nepromijenjeni na visokim razinama, dok su se kamatne stope banaka na kredite nastavile postupno smanjivati od najviših razina. Prosječne kamatne stope na nove kredite poduzećima u siječnju su se smanjile na 4,2 %, a prosječne stope na nove hipotekarne kredite na 3,3 %. Rast kredita poduzećima i kućanstvima povećao se u siječnju, ali je ostao slab i znatno ispod povijesnog prosjeka, kao odraz slabe potražnje i strogih standarda odobravanja kredita. U razdoblju od 12. prosinca 2024. do 5. ožujka 2025 i trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima i trošak tržišnoga dužničkog financiranja za poduzeća povećali su se zbog veće dugoročne nerizične kamatne stope. Godišnja stopa rasta najširega monetarnog agregata (M3) blago je ojačala na 3,6 % u siječnju.

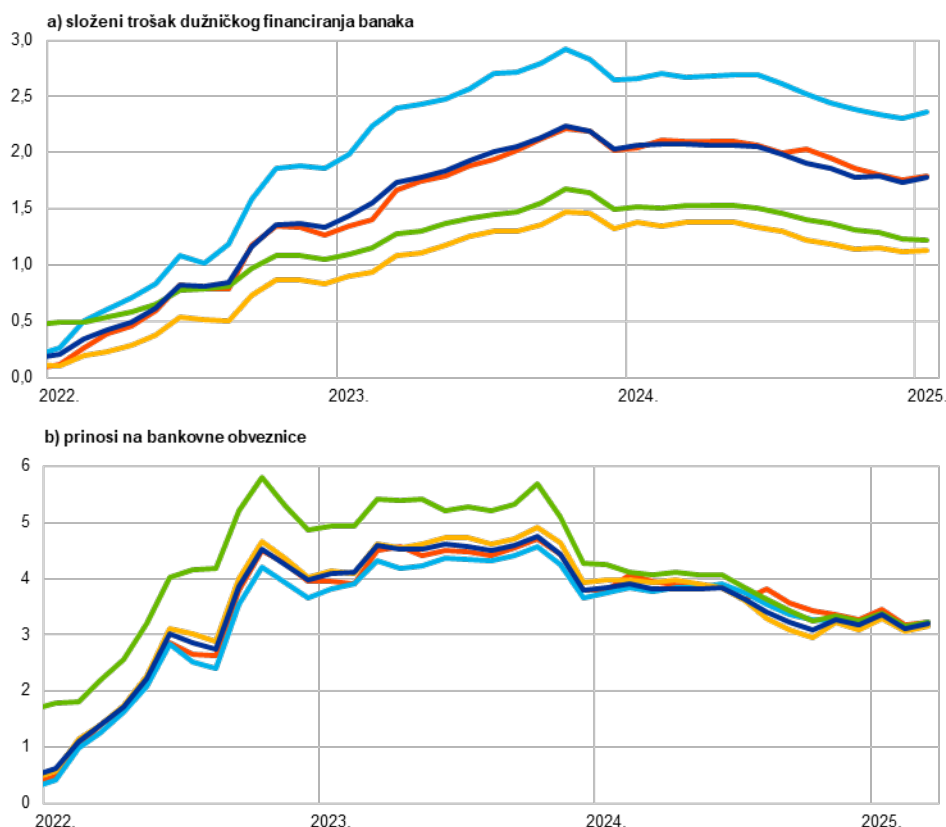
Troškovi financiranja banaka u europodručju ostali su uglavnom nepromijenjeni u siječnju 2025., unatoč prethodnim smanjenjima kamatnih stopa monetarne politike. Složeni trošak dužničkog financiranja za banke europodručja u siječnju se relativno malo promijenio (Grafikon 19., panel a)). Pritisak na rast troškova financiranja banaka ponajprije je bio rezultat viših prinosa na bankovne obveznice (Grafikon 19., panel b)), potaknut promjenama dugoročne nerizične kamatne stope, kako je navedeno u podacima dostupnima do 5. ožujka. Prosječne kamatne stope na depozite ostale su prilično stabilne, pri čemu je složena kamatna stopa na depozite u siječnju iznosila 1,2 %. Dok su kamatne stope na oročene depozite za poduzeća i kućanstva nastavile padati, kamatne stope na prekonoćne depozite i depozite s otkaznim rokom bile su općenito nepromijenjene.

Grafikon 19.

Složeni troškovi financiranja banaka u odabranim državama europodručja

(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 dospijea 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 siječanj 2025. za složeni trošak dužničkog financiranja banaka (panel a)) i na 5. ožujka 2025. za prinose na bankovne obveznice (panel b)).

Kamatne stope banaka na kredite poduzećima i kućanstvima nastavile su se smanjivati. Kamatne stope na kredite poduzećima i kućanstvima smanjile su se od ljeta 2024. zbog nižih stopa monetarne politike (Grafikon 20.). Kamatne stope na nove kredite nefinancijskim društvima smanjile su se za 12 baznih bodova u siječnju 2025. i iznosile su 4,24 %, približno za 1 postotni bod niže od najviše razine u listopadu 2023. (Grafikon 20., panel a)). Smanjenje je zabilježeno u svim najvećim državama europodručja i bilo je koncentrirano u kreditima s dospijecima do pet godina. Nasuprot tome, kamatne stope na kredite s dospijecima duljima od pet godina povećale su se za 11 baznih bodova zbog rasta dugoročnih nerizičnih kamatnih stopa. Trošak tržišnoga dužničkog financiranja za poduzeća porastao je na 3,7 % u siječnju, što je povećanje za 0,2 postotna boda u odnosu na prosinac. Razlika između kamatnih stopa na male i velike kredite poduzećima smanjila se u siječnju na 0,31 postotni bod, blizu najniže razine dosad, pri čemu su postojale razlike među državama. Kamatne stope na nove kredite kućanstvima za kupnju kuće

blago su se smanjile za 14 baznih bodova i iznosile su 3,25 % u studenome, što je oko 80 baznih bodova manje od najviše razine u studenome 2023. (Grafikon 20., panel b)), uz razlike među državama. Padu su isključivo pridonijele niže kamratne stope na ponovno ugovorene kredite, dok su kamratne stope na nove kredite bez ponovno ugovorenih bile uglavnom nepromijenjene.

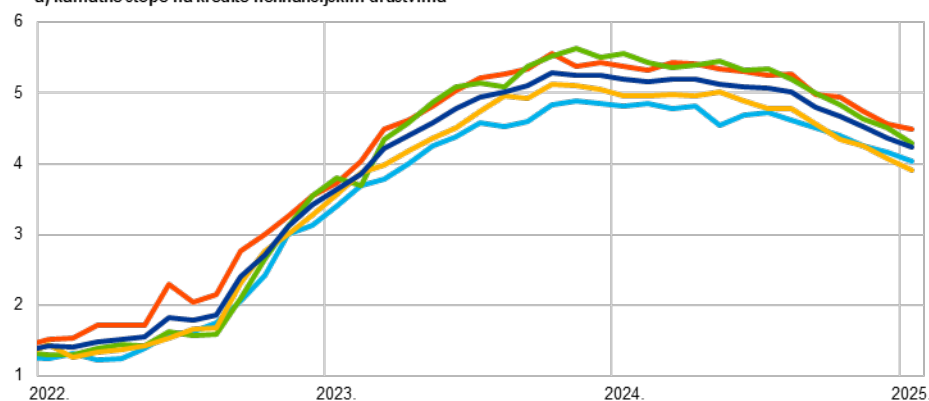
Grafikon 20.

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

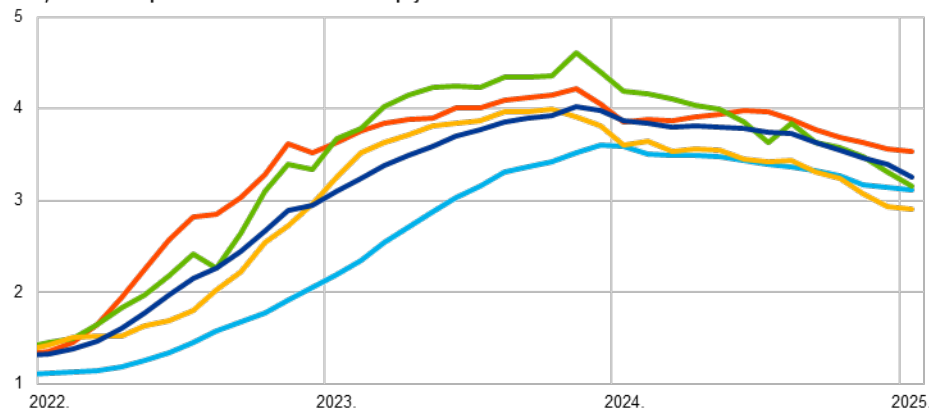
(postotci na godišnjoj razini)

- europodručje
- Njemačka
- Francuska
- Italija
- Španjolska

a) kamratne stope na kredite nefinancijskim društvima



b) kamratne stope na kredite kućanstvima za kupnju kuće



Izvori: ESB i izračun ESB-a

Napomene: Složene kamratne stope banaka na kredite izračunavaju se agregiranjem kratkoročnih i dugoročnih kamratnih stopa uporabom 24-mjesečnoga pomičnog prosjeka iznosa novih poslova. Posljednji podatci odnose se na siječanj 2025.

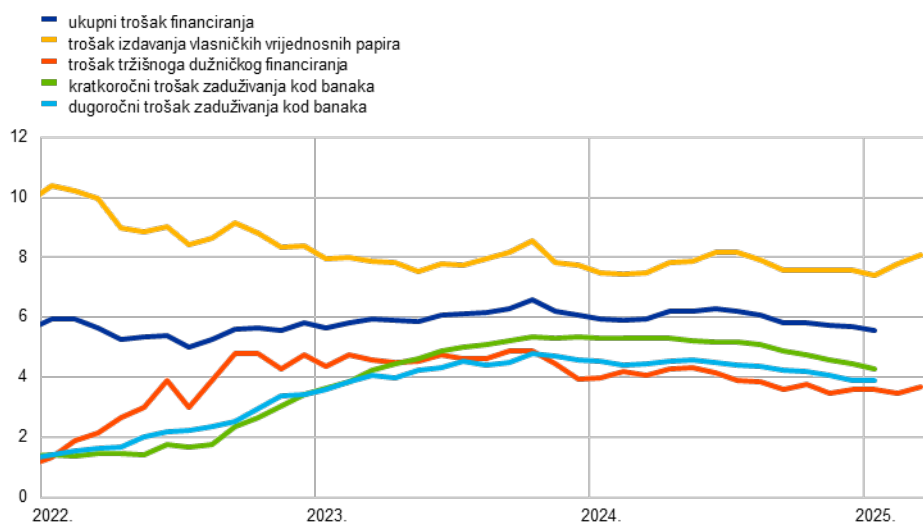
U razdoblju od 12. prosinca 2024. do 5. ožujka 2025. i trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima i trošak tržišnoga dužničkog financiranja za poduzeća povećali su se. Na osnovi mjesečnih podataka dostupnih do siječnja 2025., ukupni trošak financiranja za nefinancijska društva, odnosno složeni trošak zaduživanja kod banaka, trošak tržišnoga duga i trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira, smanjio se u siječnju u odnosu na prethodni mjesec i iznosio je 5,6 %, manje od višegodišnje visoke razine koju je dosegnuo u listopadu 2023.

(Grafikon 21.).¹³ Dnevni podatci koji obuhvaćaju razdoblje od 12. prosinca 2024. do 5. ožujka 2025. pokazuju da se trošak tržišnoga dužničkog financiranja povećao zbog toga što je porasla krivulja prekonoćnih kamatnih ugovora o razmjeni (OIS) na srednjoročna i dugoročna dospijeca, što je samo djelomično neutralizirano razlikama prinosa na korporativne obveznice povezanim s razdobljem dobrih zarada (vidi odjeljak 4.) koje je bilo znatnije u segmentu visokog prinosa. Trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima povećao se zbog jačanja premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira i, što je još važnije, veće 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 zasniava se na mjesečnim podatcima i izračunava se kao ponderirani prosjek dugoročnoga i kratkoročnog troška zaduživanja kod banaka (mjesečni prosječni podatci), tržišnoga duga i izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (podatci na kraju mjeseca) na osnovi njihovih odgovarajućih nepodmirenih iznosa. Posljednji podatci odnose se na 5. ožujka 2025. za trošak tržišnoga dužničkog financiranja i za trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (dnevni podatci) i siječanj 2025. za ukupni trošak financiranja i trošak zaduživanja kod banaka (mjesečni podatci).

Rast kredita poduzećima i kućanstvima povećao se u siječnju, ali je ostao slab i znatno ispod povijesnog prosjeka, kao odraz slabe potražnje i strogih standarda odobravanja kredita. Godišnja stopa rasta bankovnoga kreditiranja poduzeća povećala se s 1,7 % u prosincu 2024. na 2,0 % u siječnju 2025., u uvjetima kolebljivih mjesečnih tokova, ali znatno ispod povijesnog prosjeka od 4,8 % (Grafikon 22., panel a)). Do povećanja je došlo unatoč relativno slabome mjesečnom toku u siječnju i ponajprije zbog baznih učinaka, s obzirom na to da negativan tok iz siječnja 2024. više nije bio uključen u godišnje podatke. Rast izdavanja dužničkih vrijednosnih papira poduzeća povećao se na 3,4 % na godišnjoj razini. Nastavljen je kontinuirani oporavak godišnje stope rasta kredita kućanstvima. Stopa je blago porasla s 1,1 % u prosincu na 1,3 % u siječnju, premda je ostala znatno ispod povijesnog prosjeka od 4,1 % (Grafikon 22., panel b)). Hipotekarni krediti i nadalje su

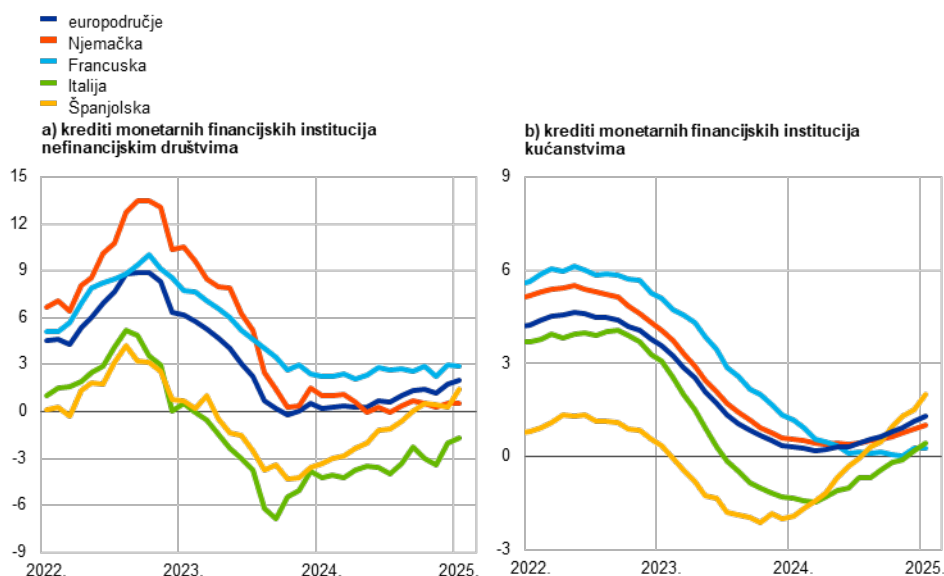
¹³ S obzirom na dostupnost podataka o troškovima zaduživanja kod banaka s odmakom podatci o ukupnom trošku financiranja za nefinancijska društva dostupni su samo za razdoblje do siječnja 2025.

bili glavni pokretač tog rasta, iako su potrošački krediti nastavili jačati s godišnjim rastom povećanim na 4,0 % u siječnju. Nasuprot tome, ostali krediti kućanstvima, uključujući kredite trgovcima pojedincima, ponovo su bili slabi. ESB-ova [anketa o očekivanjima potrošača](#) iz siječnja pokazala je da postotak kućanstava koja su smatrala da je dostupnost kredita otežana i nadalje nadmašuje postotak onih koja smatraju da je dostupnost kredita olakšana.

Grafikon 22.

Kreditni monetarnih financijskih institucija u odabranim državama europodručja

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: ESB i izračun ESB-a

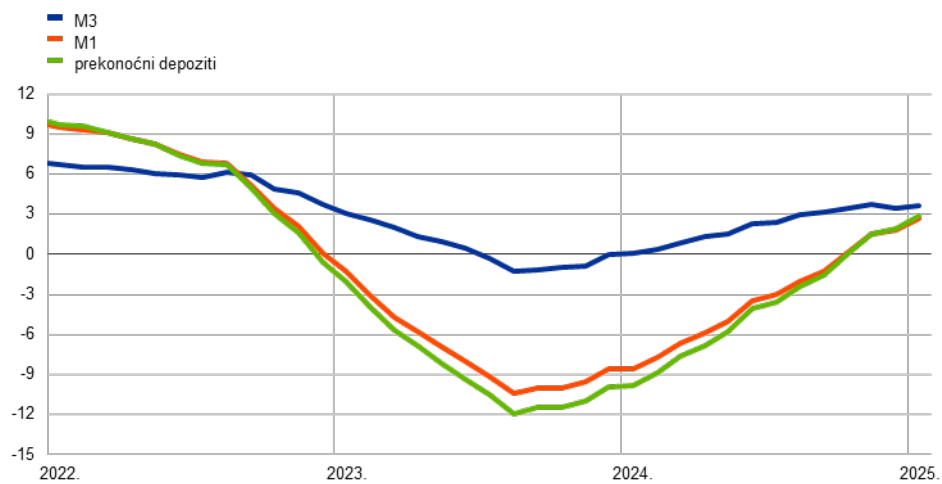
Napomene: Krediti monetarnih financijskih institucija prilagođeni su za prodaje kredita i sekuritizaciju, a u slučaju nefinancijskih društava krediti su prilagođeni i za obračunsko objedinjavanje sredstava. Posljednji podatci odnose se na siječanj 2025.

Rast najširega monetarnog agregata (M3) ostao je relativno stabilan u siječnju, potpomognut kupnjom državnih vrijednosnih papira od strane banaka, dok su neto inozemni priljevi nastavili slabjeti. Godišnji rast M3 iznosio je 3,6 % u siječnju 2025., što je povećanje u odnosu na 3,4 % u prosincu 2024., ali smanjenje u odnosu na 3,8 % u studenome (Grafikon 23.). Godišnji rast najužega monetarnog agregata (M1), koji uključuje najlikvidniju imovinu M3, povećao se na 2,7 % u siječnju, u odnosu na 1,8 % u prosincu. Povećanje je potaknuto naglim povećanjem godišnje stope rasta prekonoćnih depozita, koja je porasla s 1,8 % u prosincu na 2,9 % u siječnju, odražavajući povećanu sklonost likvidnosti među ulagačima. Sastav kreiranja novca nastavio se mijenjati. Dok je doprinos neto inozemnih tokova dodatno oslabio, neto kupnja državnih vrijednosnih papira od strane banaka ubrzala se u siječnju, a doprinos kreditiranja poduzeća i kućanstava dobio je na težini, premda je kreditiranje ostalo prigušeno. Istodobno, nastavak smanjivanja bilance Eurosustava i povećanje izdavanja dugoročnih bankovnih obveznica (koje nisu uključene u M3) nastavili su davati negativan doprinos rastu M3.

Grafikon 23.

M3, M1 i prekonoćni depoziti

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



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na siječanj 2025.

6. Fiskalna kretanja

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz ožujka 2025. procjenjuje se da se manjak opće države u europodručju u 2024. smanjio na 3,2 % BDP-a i da će ostati uglavnom nepromijenjen do kraja razdoblja na koje se prognoza odnosi u 2027. Procjenjuje se da je karakter fiskalne politike europodručja znatno pooštren u 2024. i očekuje se njegovo manje pooštavanje i u 2025., uglavnom zbog povećanja poreza. Iako se predviđa da će karakter fiskalne politike u 2026. biti neutralan, njegovo jače pooštavanje očekuje se u 2027. kada završava program Next Generation EU, NGEU. Očekuje se da će omjer duga i BDP-a europodručja polako porasti s već povišene razine i u 2027. iznositi gotovo 90 %. Vlade bi trebale osigurati održive javne financije u skladu s okvirom gospodarskog upravljanja EU-a i dati prednost ključnim strukturnim reformama kojima se potiče rast i strateškom ulaganju. Europska komisija najavila je 4. ožujka 2025. plan za naoružavanje Europe pod nazivom „ReArm Europe” koji sadržava skup prijedloga za primjenu dostupnih financijskih poluga kako bi se pružila pomoć državama članicama EU-a da brzo i znatno povećaju izdatke za obrambene sposobnosti.¹⁴ Plan uključuje i primjenu fleksibilnosti u sklopu revidiranog okvira gospodarskog upravljanja, čime se državama članicama omogućuje brzo djelovanje, ovisno o potrebi u danoj situaciji.¹⁵

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz ožujka 2025. manjak proračuna opće države u europodručju trebao bi ostati nepromijenjen na 3,2 % BDP-a u 2025. i nakon toga ostati uglavnom jednak do 2027.

(Grafikon 24.)¹⁶ Procjenjuje se da se proračunski manjak u europodručju smanjio s 3,6 % u 2023. na 3,2 % BDP-a u 2024., što je posljedica kombinacije znatnih nediskrecijskih činitelja i ukidanja većine mjera potpore povezanih s energijom i inflacijom. Manjak bi u 2025. trebao biti nepromijenjen na razini od 3,2 % i ostati uglavnom jednak u iduće dvije godine, na razini od 3,3 % i u 2026. i u 2027. Relativno stabilni izgledi odražavaju polagano poboljšanje ciklički prilagođenoga primarnog salda, što je uglavnom neutralizirano postupnim povećanjem kamatnih rashoda. To povećanje odražava prijenos prijašnjih povećanja kamatnih stopa, iako se on sporo odvija zbog dugoga rezidualnog dospelja državnog duga. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2024., proračunski saldo neznatno je revidiran naniže za 2025. i znatnije do kraja projekcijskog razdoblja (u 2027. za 0,4 postotna boda). Te revizije ponajprije odražavaju pogoršanje makroekonomskih izgleda, ali i određeno fiskalno ublažavanje diskrecijskih fiskalnih mjera.

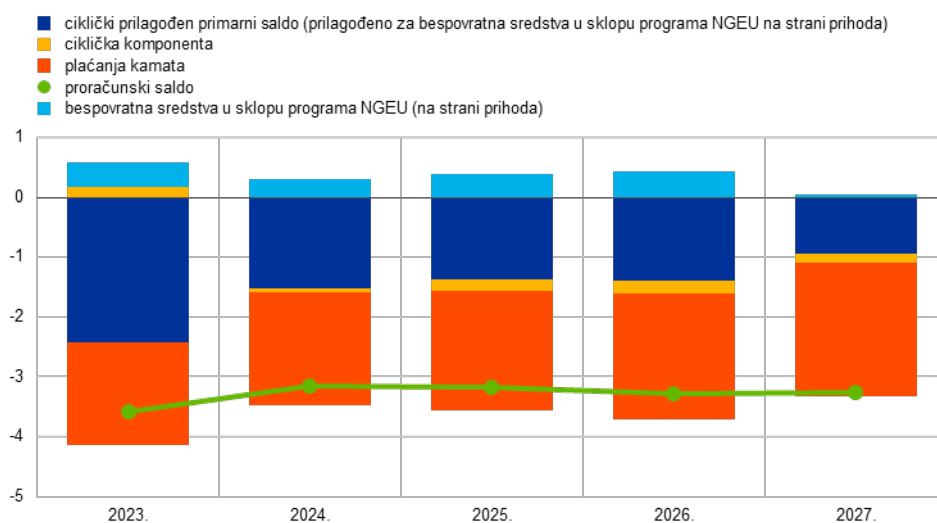
¹⁴ Vidi „[Press statement by President von der Leyen on the defence package](#)”, Europska komisija, Bruxelles, 4. ožujka 2025.

¹⁵ Nakon sastanka Upravnog vijeća 6. ožujka 2025., njemački zakonodavci donijeli su 18. ožujka 2025. promjene u vezi s ustavnim kočnicom duga, posebice kako bi se omogućila veća potrošnja za obranu. Odobrili su osnivanje posebnog fonda za dodatna ulaganja u iznosu do 500 mlrd. EUR u za infrastrukturu i projekte povezane s klimom.

¹⁶ Vidi „[Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, ožujak 2025.](#)”, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 6. ožujka 2025.

Grafikon 24. Proračunski saldo i njegove komponente

(postotci BDP-a)



Izvori: Izračun ESB-a i Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, ožujak 2025.

Napomena: Podatci se odnose na ukupan sektor opće države svih 20 država europodručja.

Karakter fiskalne politike europodručja u 2024. znatno je pooštren, a njegovo manje pooštavanje očekuje se u 2025. a zatim opet znatno pooštavanje u 2027.¹⁷ Procijenjena 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. (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. U 2025. očekuje se pooštavanje od 0,2 postotna boda, uglavnom zbog viših poreza, što se djelomično neutralizira negativnim doprinosom nediskrecijskih činitelja. Iako se očekuje da će karakter fiskalne politike u 2026. uglavnom ostati neutralan, on bi se u 2027. kada završava program NGEU trebao znatno pooštriti, za 0,5 postotnih bodova BDP-a. Stoga kumulativno pooštavanje fiskalne politike u projekcijskom razdoblju od 2024. do 2027. iznosi 1,6 postotnih bodova BDP-a.

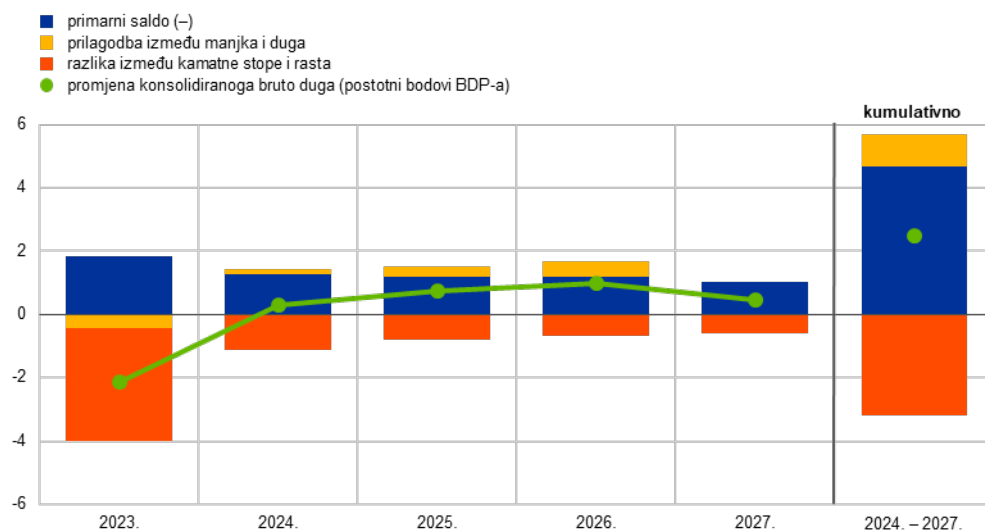
Očekuje se da će omjer duga i BDP-a europodručja polako porasti tijekom projekcijskog razdoblja s već povišene razine (Grafikon 25.). Udio duga znatno se povećao u pandemiji i dosegnuo oko 97 % u 2020., a potom se od 2021. počeo postupno smanjivati. Međutim, prema projekcijama iz ožujka 2025. došlo je do preokreta u tom poboljšanju i očekuje se da će udio duga postupno rasti s oko 87 % BDP-a u 2023. na oko 90 % BDP-a u 2027. Povećanje tijekom projekcijskog razdoblja potaknuto je nastavkom primarnog manjka i očekivanim pozitivnim

¹⁷ 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.

usklađivanjima manjka i duga koja će samo djelomično neutralizirati povoljna (negativna) razlika između kamatnih stopa i stopa rasta.

Grafikon 25. Pokretači promjene državnog duga u europodručju

(postotci BDP-a, ako nije navedeno drugačije)



Izvori: Izračun ESB-a i Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, ožujak 2025.
Napomena: Podatci se odnose na ukupan sektor opće države svih 20 država europodručja.

Vijeće za ekonomske i financijske poslove EU-a (Vijeće ECOFIN) prihvatilo je 21. siječnja 2025. preporuke o prvoj skupini nacionalnih srednjoročnih fiskalnih strukturnih planova. Četiri države europodručja (Belgija, Njemačka, Litva i Austrija) još nisu dostavile svoje planove. Što se tiče postupka u slučaju prekomjernog manjka, Vijeće ECOFIN donijelo je preporuke u skladu s člankom 126. stavkom (7.) Ugovora o funkcioniranju Europske unije (UFEU) kojima se određuju načini i rokovi za ispravljanje prekomjernog manjka.¹⁸ Od Italije i Mađarske zatraženo je da smanje svoj proračunski manjak na ispod 3 %BDP-a do 2026., a Belgija, Malta i Slovačka trebaju to učiniti do 2027., Poljska do 2028., Francuska do 2029. i Rumunjska do 2030. Preporukama je utvrđen rok od 30. travnja 2025. do kojeg svaka od tih zemalja treba poduzeti učinkovite radnje i predstaviti mjere koje su potrebne za okončanje situacija prekomjernog manjka.

Europska komisija najavila je 4. ožujka plan za naoružavanje Europe pod nazivom „ReArm Europe” koji sadržava skup od pet prijedloga o načinu primjene dostupnih financijskih poluga kako bi se pomoglo državama članicama da brzo i znatno povećaju izdatke za obrambene sposobnosti. Prvi prijedlog podrazumijeva oslobađanje javnog financiranja za obranu na nacionalnoj razini aktivacijom nacionalne klauzule o odstupanju Pakta o stabilnosti i rastu, pod uvjetom da je očuvana fiskalna održivost. Time bi se državama članicama omogućilo da povećaju svoje izdatke za obranu za, na primjer, 1,5 % BDP-a, a da se time ne pokreće postupak u slučaju prekomjernog manjka i da brzo djeluju, ovisno o potrebi u danoj situaciji. Prema procjeni Komisije to bi značilo dodatnu potrošnju u iznosu do 650 mlrd. EUR u razdoblju od 2025. do 2028. Drugi prijedlog odnosi se na

¹⁸ Ugovor o funkcioniranju Europske unije (SL C, 202, 7.6.2016., str. 13.)

uspostavu novog instrumenta kojim bi se osigurali krediti državama članicama u iznosu od 150 mlrd. EUR za ulaganje u obranu radi jačanja paneuropskih obrambenih sposobnosti. Treći prijedlog zasniva se na korištenju proračuna EU-a za usmjeravanje sredstava prema ulaganjima povezanim s obranom. Naposljetku, preostala dva područja aktivnosti imaju kao cilj mobilizirati privatni kapital ubrzavanjem aktivnosti povezanih s radom Unije za štednju i ulaganja i pomoću Europske investicijske banke.

Okviri

1. Poslovna ulaganja: zašto europodručje zaostaje za Sjedinjenim Američkim Državama?

Priredili: Malin Andersson, Valerie Jarvis i Michel Soudan

Poslovna ulaganja u europodručju rastu manje intenzivno i njihovi izgledi i nadalje su manje povoljni nego u Sjedinjenim Američkim Državama.¹ U razdoblju poslije pandemije između četvrtoga tromjesečja 2021. i četvrtoga tromjesečja 2024. poslovna ulaganja porasla su za 15,4 % u Sjedinjenim Američkim Državama, što je više nego dvostruko brže od kumulativnog povećanja u europodručju od 6,8 % u tom razdoblju (Grafikon A).² Promatrano po komponentama, nematerijalna ulaganja, odnosno ulaganja u proizvode intelektualnog vlasništva, najviše su pridonijela toj razlici, pri čemu je porast ulaganja u nematerijalnu imovinu u europodručju (isključujući kolebljive proizvode intelektualnog vlasništva u Irskoj) dosegno samo polovinu porasta u Sjedinjenim Američkim Državama. Kada je riječ o ostalim glavnim kategorijama imovine, doprinos prijevoznih sredstava bio je samo neznatno manji u europodručju nego u Sjedinjenim Američkim Državama. Istodobno su se ulaganja u strojeve i opremu smanjila u europodručju, a u Sjedinjenim Američkim Državama bila su blago pozitivna.

¹ Prethodnu analizu vidi u okviru pod naslovom „Oporavak nakon pandemije – zašto je rast u europodručju sporiji nego u Sjedinjenim Američkim Državama”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2024.

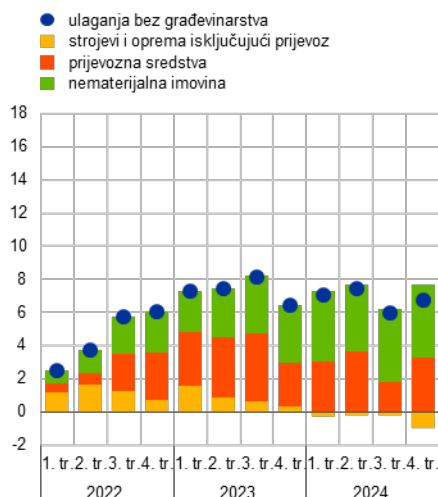
² Detaljni podatci iz nacionalnih računa postali su dostupni netom prije krajnjeg datuma za podatke uključene u ovaj broj *Ekonomskog biltena*. Poslovna ulaganja u europodručju aproksimirana su ulaganjima cijeloga gospodarstva izvan građevinarstva (isključujući kolebljive proizvode intelektualnog vlasništva u Irskoj), a u Sjedinjenim Američkim Državama privatnim ulaganjima u dugotrajnu imovinu koja se ne odnose na stambene i strukturne objekte. Za europodručje vidi „*Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity*”, *Occasional Paper Series*, br. 350, ESB, 2024.

Grafikon A

Poslovna ulaganja i raščlamba po kategorijama imovine

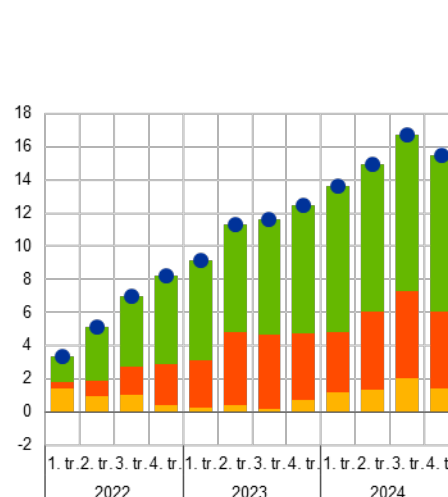
a) europodručje

(kumulativne promjene u postotcima i doprinosi u postotnim bodovima)



b) Sjedinjene Američke Države

(kumulativne promjene u postotcima i doprinosi u postotnim bodovima)



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

Napomene: Ulaganja izvan građevinarstva i nematerijalna imovina u europodručju isključuju proizvode intelektualnog vlasništva u Irskoj. Ulaganja izvan građevinarstva u Sjedinjenim Američkim Državama obuhvaćaju privatna ulaganja u dugotrajnu imovinu koja se ne odnose na stambene objekte i strukturne objekte. Nematerijalna imovina odnosi se na proizvode intelektualnog vlasništva. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2024.

Slabija materijalna ulaganja u europodručju djelomično se mogu objasniti smanjenom potražnjom.

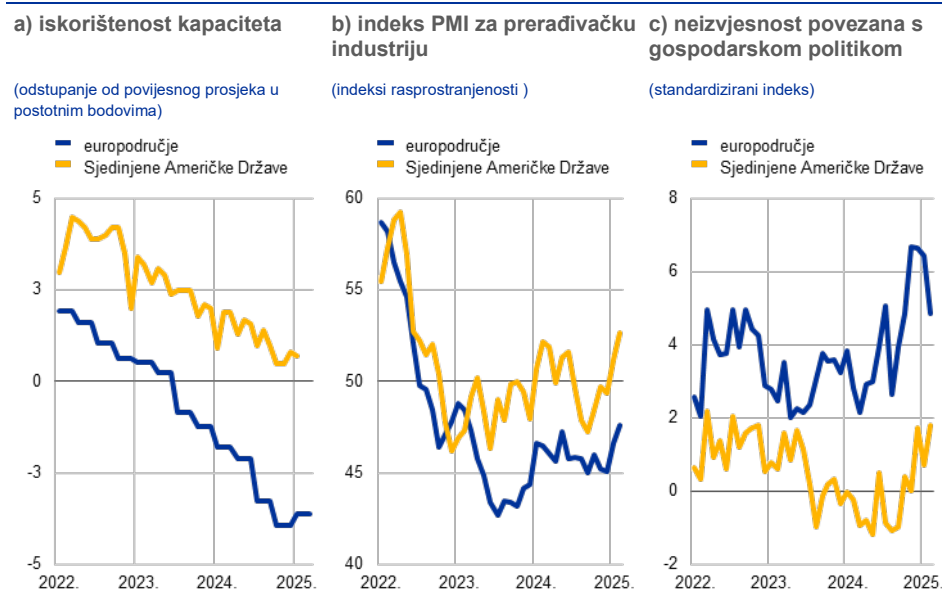
Od početka 2022. domaća potražnja za robom, koja je ključni pokretač materijalnih ulaganja u strojeve i opremu, uključujući prijevoz, bila je znatno prigušenija u europodručju. Zbog toga je od sredine 2023. iskorištenost kapaciteta pala na razinu znatno nižu od povijesnog prosjeka (Grafikon B, panel a)). Snažnija agregatna potražnja u Sjedinjenim Američkim Državama, poduprta brзом provedbom mjera politike usmjerenima na poticanje ulaganja, održavala je iskorištenost kapaciteta u prerađivačkoj industriji znatno iznad pretpandemijskog prosjeka. Usto, snažnija povećanja cijena energije u europodručju i povišena geopolitička neizvjesnost nakon ruske invazije na Ukrajinu vjerojatno su nepovoljnije utjecale na potražnju europodručja za ulaganjima nego u Sjedinjenim Američkim Državama s obzirom na snažnije oslanjanje EU-a na ruski plin kao izvor energije i blizinu ratne zone. Njihov učinak bio je izravan, zbog viših troškova proizvodnje i slabijeg povjerenja, i neizravan, zbog gubitaka konkurentnosti na izvoznim tržištima.³ Povjerenje u europodručju zabilježilo je iznimno snažno i dugotrajno smanjenje od 2022. (Grafikon B, panel b)). Činjenica da je u tom razdoblju neizvjesnost povezana s gospodarskom politikom bila veća u europodručju nego u Sjedinjenim Američkim Državama također je imala jači nepovoljan učinak na potražnju za

³ Vidi članak pod naslovom „Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area”, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB, 2024.

ulaganjima u europodručju u odnosu na Sjedinjene Američke Države (Grafikon B, panel c)).⁴

Grafikon B

Iskorištenost kapaciteta, indeks PMI za prerađivačku industriju i neizvjesnost povezana s gospodarskom politikom



Izvori: Glavna uprava za ekonomska i financijska pitanja Europske komisije, S&P Global Market Intelligence, Baker *et al.* „Measuring Economic Policy Uncertainty”, *The Quarterly Journal of Economics*, sv. 131, br. 4, studeni 2016., str. 1593. – 1636. i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Iskorištenost kapaciteta prikazana je kao odstupanje od srednje vrijednosti u razdoblju od 1999. do 2019., a neizvjesnost povezana s gospodarskom politikom u europodručju jest prosjek ponderiran BDP-om za četiri najveća gospodarstva europodručja (standardiziran za razdoblje od 1999. do 2019.). Posljednji podatci odnose se na siječanj 2025. za iskorištenost kapaciteta u Sjedinjenim Američkim Državama, na veljaču 2025. za indeks PMI i neizvjesnost povezanu s gospodarskom politikom i na prvo tromjesečje 2025. za iskorištenost kapaciteta u europodručju.

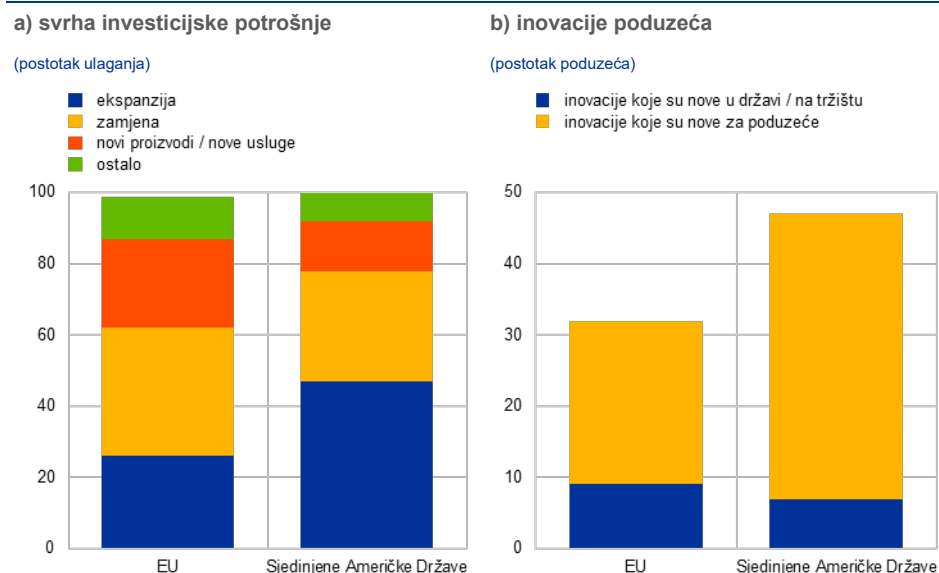
Postoji i znatna razlika kod nematerijalnih ulaganja, koja je povezana s potrošnjom na inovacije i istraživanje i razvoj, što pridonosi produblivanju jaza u produktivnosti između EU-a i Sjedinjenih Američkih Država. Prema anketi o ulaganjima u 2024. Europske investicijske banke, u kojoj se navode usporedni podatci iz velike ankete poduzeća u Sjedinjenim Američkim Državama i EU-u, povećanje kapaciteta bilo je snažniji pokretač ulaganja u Sjedinjenim Američkim Državama nego u europodručju. Nasuprot tome, primarna svrha ulaganja u EU-u jest zamjena (Grafikon C, panel a)).⁵ Ulaganja američkih poduzeća također su više usmjerena na inovacije nego ulaganja poduzeća u EU-u (Grafikon C, panel b)). **Prikaz rezultata ulaganja u istraživanje i razvoj u industriji EU-a u 2024.** (engl. *EU Industrial R&D Scoreboard*) pokazuje da su ulaganja europodručja u istraživanje i razvoj usmjerena na razvijene industrije kao što su automobili i oprema, dok su u Sjedinjenim Američkim Državama sve više koncentrirana na aktivnosti zasnovane na IKT-u, uključujući podatkovne centre i postrojenja povezana s umjetnom

⁴ Za procjenu nepovoljnog utjecaja političke neizvjesnosti na ulaganja vidi, primjerice, okvir pod naslovom „Kakve gospodarske signale dobivamo od mjera neizvjesnosti?”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB, 2024. i Chen *et al.*, „Economic policy uncertainty and firm investment: evidence from the U.S. market” *Applied Economics*, sv. 51, br. 31, 2019., str. 3423. – 3435.

⁵ Raščlamba podataka za europodručje još nije dostupna.

inteligencijom. Nematerijalna ulaganja ključna su za dugoročiji rast i vjerojatno pridonose povećanju jaza u produktivnosti između ovih dvaju gospodarstava.⁶

Grafikon C Ulaganja i inovacije



Izvor: anketa o ulaganjima u 2024. Europske investicijske banke
Napomene: U panelu a) zbroj nije jednak 100 zbog zaokruživanja. U panelu b) podatci se zasnivaju na odgovorima na dva pitanja o udjelu ukupnih ulaganja usmjerenih na razvijanje ili uvođenje novih proizvoda, procesa ili usluga, s raščlambom na inovacije koje su nove za poduzeće, državu ili globalno tržište. Posljednji podatci odnose se na 2024.

Poduzeća navode da su prepreke ulaganjima veće u EU-u nego u Sjedinjenim Američkim Državama. Prema anketi Europske investicijske banke o ulaganjima u 2024. glavna prepreka koju navode poduzeća u EU-u jesu manjak kvalificirane radne snage, visoki troškovi energije, povećana neizvjesnost i zahtjevni propisi (Grafikon D). Čini se da su troškovi energije i neizvjesnost znatniji u EU-u nego u Sjedinjenim Američkim Državama, što je djelomično posljedica veće izloženosti poduzeća iz EU-a utjecaju rata koji Rusija vodi u Ukrajini. Iako se neizvjesnost može smatrati privremenim činiteljem, velike i dugotrajne razlike u troškovima energije, propisima za tržišta proizvoda i rada te aspektima povezanim s razlikama u proizvodnji vjerojatno su trajnije naravi.⁷ Stroži propisi također pridonose manje dinamičnom korporativnom okružju u europodručju, s manjim brojem ulazaka i izlazaka poduzeća s tržišta i općenito slabijim rastom poduzeća. To vjerojatno koči ulaganja, posebice u nematerijalnu imovinu.⁸

⁶ Vidi McKinsey & Company, „Getting tangible about intangibles: The future of growth and productivity?“, 2021., okvir pod naslovom „Rast produktivnosti rada u europodručju i u Sjedinjenim Američkim Državama: kratkoročna i dugoročna kretanja“, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB, 2024. i Herzog, Stein i Horn, „The Productivity Puzzle: It’s the Lack of Investment, Stupid!“, *Intereconomics*, br. 2, 2018.

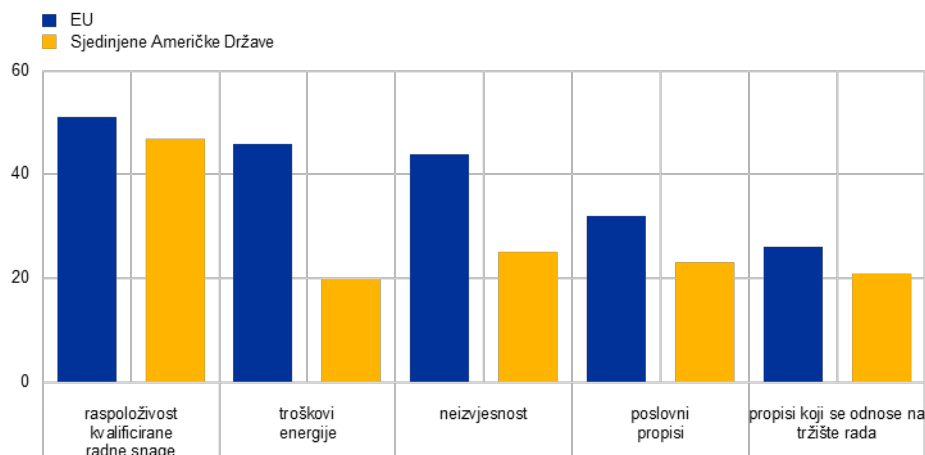
⁷ Vidi članak pod naslovom „European competitiveness: the role of institutions and the case for structural reforms“, *Ekonomski bilten*, broj 1, ESB, 2025.

⁸ Vidi Thum-Thysen *et al.*, „Investment dynamics in Europe: Distinct drivers and barriers for investing in intangible versus tangible assets?“, sv. 51, prosinac 2019., str. 77. – 88.

Grafikon D

Percipirane glavne prepreke ulaganjima

(doprinosi u postotnim bodovima)



Izvor: anketa o ulaganjima u 2024. Europske investicijske banke
Napomena: Posljednji podatci odnose se na 2024.

Brža provedba politika za poticanje ulaganja također je pripomogla oblikovanju bržega i snažnijeg oporavka američkih ulaganja.

Iako se očekivalo da će sredstva iz programa Next Generation EU (NGEU), u iznosu od 750 mlrd. EUR, potaknuti poslovna ulaganja EU-a u digitalizaciju i zelenu tranziciju, njihova primjena bila je vrlo postupna i zakašnjela. Veličina povezanih fiskalnih multiplikatora također je nepoznata.⁹ U Sjedinjenim Američkim Državama zakonom o smanjenju inflacije i zakonom o čipovima i znanosti osigurano je oko 835 mlrd. USD za rashode na čistu energiju i proizvodnju čipova. To je malo više od apsolutnog iznosa programa NGEU u EU-u, ali čini manji udio u BDP-u. Ti su programi već dali velik poticaj američkim privatnim ulaganjima u strukturne objekte koja se ne odnose na stambene objekte, koja nisu uključena u Grafikon A. Utjecaj je posebice vidljiv kod ulaganja u prerađivačku industriju – posebice ulaganja u tvornice, koja su porasla više nego u EU-u.¹⁰ Brže iskorištavanje sredstava osiguranih zakonom o smanjenju inflacije u odnosu na NGEU možda djelomično odražava veću zrelost jedinstvenog tržišta u Sjedinjenim Američkim Državama. Usto, zakon o smanjenju inflacije usmjeren je na izravne savezne porezne olakšice poduzećima i kućanstvima, dok su u EU-u porezne olakšice ostale na nacionalnoj razini.¹¹

⁹ U vezi s gospodarskim učinkom vidi članak pod naslovom „Four years into the Next Generation EU programme: an updated preliminary evaluation of its economic impact”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB, 2024., a u vezi s fiskalnim multiplikatorima vidi „The real effects of Next Generation EU”, *Recovery Watch*, 2024.

¹⁰ Zakon o smanjenju inflacije potaknuo je ulaganja u tvornice i ostala proizvodna postrojenja, posebice u izgradnju podatkovnih centara, što je bilo znatno manje izraženo u EU-u, uz izuzetak Irske. Dugoročne koristi od zakona o smanjenju inflacije dovedene su u pitanje s obzirom na to da je predsjednik Trump 20. siječnja 2025. zaustavio isplate povezane s tim zakonom. Ulaganja u proizvođačke strukture koja se ne odnose na stambene objekte porasla su za 112 % u Sjedinjenim Američkim Državama u razdoblju od kraja 2021. do trećeg tromjesečja 2024., premda su iznosila samo 0,5 % BDP-a i manje od 4 % privatnih ulaganja u dugotrajnu imovinu koja se ne odnose na stambene objekte.

¹¹ Vidi Cahen *et al.*, „Is Next Generation EU a game changer? A Comparison with IRA and ways to respond”, *Eurofi Regulatory Update*, veljača 2024.

Novije inicijative politike EU-a za poboljšanje investicijskog okružja u europodručju također bi trebale pridonijeti zatvaranju jaza u odnosu na Sjedinjene Američke Države. Nedavno najavljen Kompas konkurentnosti Europske komisije dobrodošao je korak naprijed. Kompas je usmjeren na poticanje konkurentnosti i inovacija putem sljedećih mjera: pojednostavnjivanja i smanjivanja regulatornog opterećenja, uklanjanja prepreka potpunom iskorištavanju pogodnosti jedinstvenog tržišta, boljega koordiniranja politika na razini EU-a i nacionalnoj razini i poboljšanja pristupa financiranju i njegove priuštivosti. Stoga je nužno unaprijediti plan unije tržišta kapitala, posebice s obzirom na to da bi sofisticiranija tržišta poduzetničkoga kapitala olakšala inovativnim poduzećima EU-a pristup rizičnom kapitalu i rast. Brža provedba ovih mjera iznimno je važna.

2. Je li izvoz europodručja propustio tehnološki zamah?

Priredili: Mattia Banin, Virginia Di Nino, Laura Lebastard, Noémie Lecourt i Stefan Schaefer

Udjeli europodručja na izvoznom tržištu smanjili su se nakon izbijanja pandemije. Udio poduzeća u europodručju u globalnom izvozu smanjio se za oko 2 postotna boda od 2019.¹ Slab rast izvoza europodručja upućuje na slabiji rast produktivnosti europskih poduzeća u usporedbi s drugim velikim gospodarstvima. Iako postoje brojni činitelji koji utječu na konkurentnost europodručja, u Draghijevu izvješću navodi se da je nedostatak konkurentnosti Europe u sektorima visoke tehnologije jedan od ključnih činitelja koji je utjecao na slabe gospodarske rezultate europodručja.² U ovom se okviru procjenjuje sektorski sastav nedavnih ostvarenja europodručja na globalnim tržištima tako da se izvoz kategorizira prema intenzitetu njegova tehnološkog sadržaja, koji se odražava u razini rashoda za istraživanje i razvoj u odnosu na dodanu vrijednost. To pomaže u utvrđivanju sektorskih pokretača smanjenja tržišnog udjela. Preciznije rečeno, u okviru se razmatra je li do smanjenja udjela europodručja na izvoznom tržištu na agregatnoj razini došlo zbog ograničene zastupljenosti u brzorastućim sektorima visoke tehnologije ili zbog slabijih rezultata u tradicionalnim sektorima.

Razumijevanje uloge sektorskog sastava dinamike izvoza važno je u analizi učinka instrumenata politike koji se posljednjih godina upotrebljavaju za jačanje proizvodnje u određenim sektorima. Od 2019. i Sjedinjene Američke Države i Kina uvele su nove politike, među ostalim kako bi ojačale dinamiku svojih izvoznih tržišta u određenim sektorima. U Sjedinjenim Američkim Državama zakon o smanjenju inflacije i zakon o čipovima i znanosti imaju za cilj intenziviranje ulaganja u sektore visoke tehnologije i ponovno vraćanje proizvodnje u Sjedinjene Američke Države. U sklopu vladinih politika u Kini usmjerenih na razvoj nacionalnih predvodnika primjenjuje se dugoročna strategija poticanja tehnološkog napretka koja uključuje isplatu izdašnih subvencija namijenjenih sektorima visoke tehnologije.³ Te su subvencije rezultirale viškom kapaciteta, što je kineskim proizvođačima omogućilo primjenu agresivnih strategija za određivanje cijena na inozemnim tržištima. To je u skladu s kineskim konceptom „novih proizvodnih snaga”, kojim se prednost daje inovacijama i tehnološkom razvoju kao glavnim pokretačima gospodarskog rasta, pri čemu je naglasak na sektorima kao što su električna vozila, tehnologija mikročipova, umjetna inteligencija i novi materijali.⁴ S obzirom na to da se nadležna tijela u drugim velikim gospodarstvima služe takvim instrumentima kako bi potaknula ulaganja i proizvodnju u određenim sektorima, važno je razumjeti kako sektorska dinamika utječe na ukupna izvozna ostvarenja europodručja.

¹ Vidi članak pod naslovom „[Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB, 2024.

² Vidi Draghi, M., „[The future of European competitiveness](#)”, Europska komisija, rujan 2024.

³ Više informacija vidi u Institute for Security & Development Policy, „[Made in China 2025](#)”, *Backgrounder*, lipanj 2018.

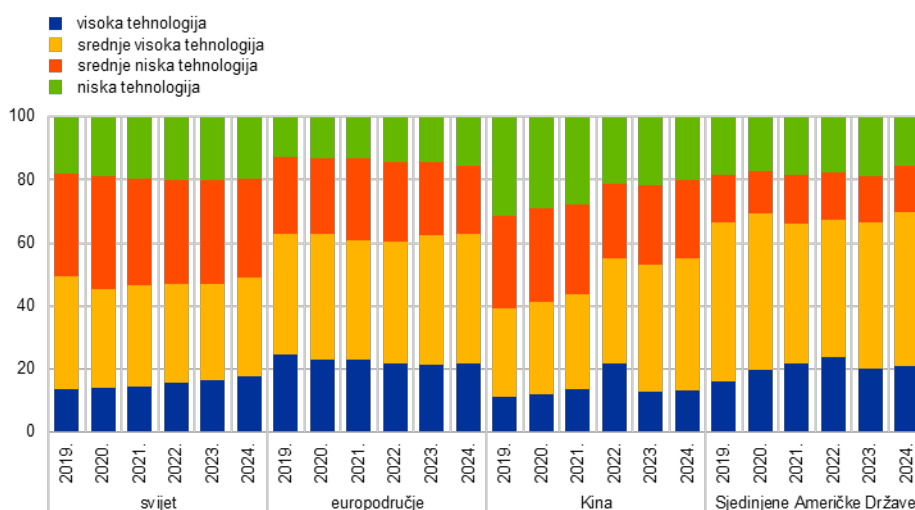
⁴ Vidi članak pod naslovom „[The evolution of China's growth model: challenges and long-term growth prospects](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 5, ESB, 2024.

Prema Eurostatu, sektori prerađivačke industrije podijeljeni su u četiri kategorije prema tehnološkom sadržaju proizvoda. Sektori visoke tehnologije uključuju farmaceutske proizvode, telekomunikacijsku opremu te proizvodnju zrakoplova i svemirskih letjelica, a sektori srednje visoke tehnologije uključuju motorna vozila, kemikalije i električnu opremu.⁵ Sektor srednje visoke tehnologije čini najveći dio globalnoga izvoznog tržišta (32 % u 2024.), što je znatno više od sektora visoke tehnologije (18 % u 2024.) (Grafikon A). Međutim, od 2019. nadalje bilježi se kontrakcija sektora srednje visoke tehnologije i rast sektora visoke tehnologije za 6 postotnih bodova.

Grafikon A

Izvoz u području prerađivačke industrije prema tehnološkom intenzitetu

(postotci)



Izvori: Trade Data Monitor (TDM), Eurostat i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Izvoz je izražen u nominalnim vrijednostima. Podatci za 2024. nepotpuni su. Posljednji podatci odnose se na studeni 2024.

Posljednjih godina došlo je do konvergencije tehnološkog sastava izvoza europodručja, Kine i Sjedinjenih Američkih Država. Sektorski sastav izvoza europodručja relativno je stabilan od 2019., pri čemu su u 2024. sektori srednje visoke tehnologije činili 41 % ukupnog izvoza u području prerađivačke industrije (Grafikon A). U istom se razdoblju izvoz proizvoda srednje visoke tehnologije u Kini znatno povećao, s 28 % na 42 %. Ta promjena pokazuje da se kineski izvoz pomakao naviše u lancu vrijednosti, pri čemu je izvozna struktura Kine sve sličnija izvoznj strukturi europodručja.⁶ Istodobno je u Sjedinjenim Američkim Državama zabilježen najveći rast izvoza proizvoda visoke tehnologije.

Analiza udjela pomaka naglašava da je europodručje izgubilo na važnosti u svim sektorima izvoza u području prerađivačke industrije, iako je do osobito velikog smanjenja tržišnog udjela došlo u sektorima srednje visoke tehnologije. Na Grafikonu B prikazana je raščlamba kretanja udjela na izvoznom

⁵ Iscrpniji opis sektora u kategorijama „visoke tehnologije”, „srednje visoke tehnologije”, „srednje niske tehnologije” i „niske tehnologije” vidi u članku „[High-tech classification of manufacturing industries](#)” na mrežnim stranicama Eurostata.

⁶ Vidi Al-Haschimi, A., Emter, L., Gunnella, V., Ordoñez Martínez, I., Schuler, T. i Spital, T., „[Why competition with China is getting tougher than ever](#)”, *ESB-ov blog*, ESB, 3. rujna 2024.

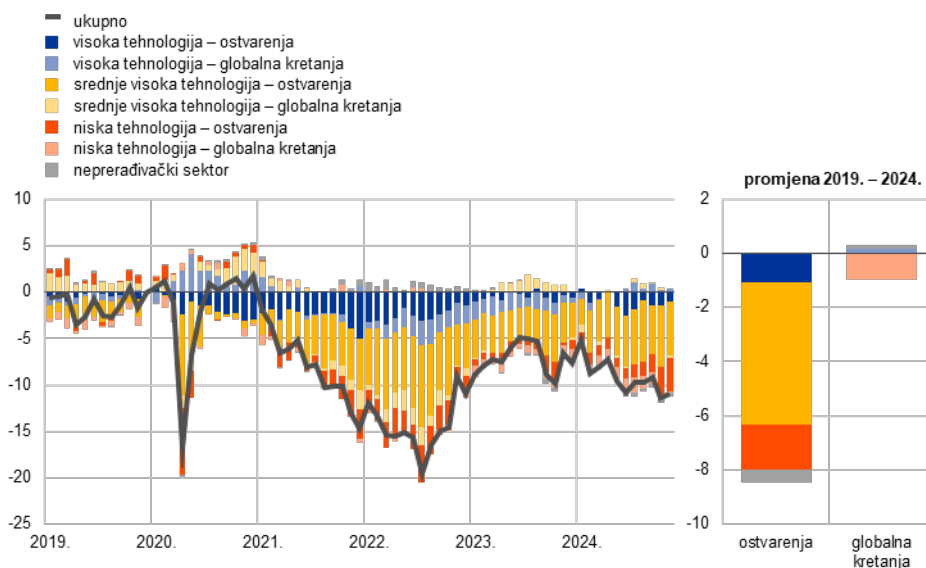
tržištu na agregatnoj razini po sektorima. Za svako gospodarstvo prikazuju se dva aspekta doprinosa sektora: (1) element „ostvarenja” koji mjeri promjene tržišnog udjela gospodarstva za svaki sektor (udio rasta izvoza određenoga gospodarstva u rastu globalnog uvoza u svakom sektoru) i (2) element „globalnoga kretanja” koji mjeri globalni rast svakog sektora (mjereno kao udio globalnog uvoza u sektoru u ukupnome globalnom uvozu). Drugim riječima, u analizi se razmatra jesu li promjene u agregatnom udjelu određenoga gospodarstva na globalnom izvoznom tržištu pod utjecajem povećanja tržišnog udjela u određenim sektorima ili ukupnoga globalnog rasta tih sektora. Iako je europodručje zabilježilo smanjenje udjela na izvoznom tržištu u svim segmentima, sektori srednje visoke tehnologije glavni su pokretači toga kretanja i njima se može pripisati kumulativno smanjenje od 55 % od 2019. (Grafikon B, panel a)). U sektorima visoke tehnologije također su zabilježena relativno loša ostvarenja. Iako je snažna globalna potražnja u sektorima visoke tehnologije povoljno utjecala na europodručje, ono ipak zaostaje za drugim velikim gospodarstvima.

Grafikon B

Doprinosi sektora kretanjima udjela na izvoznom tržištu

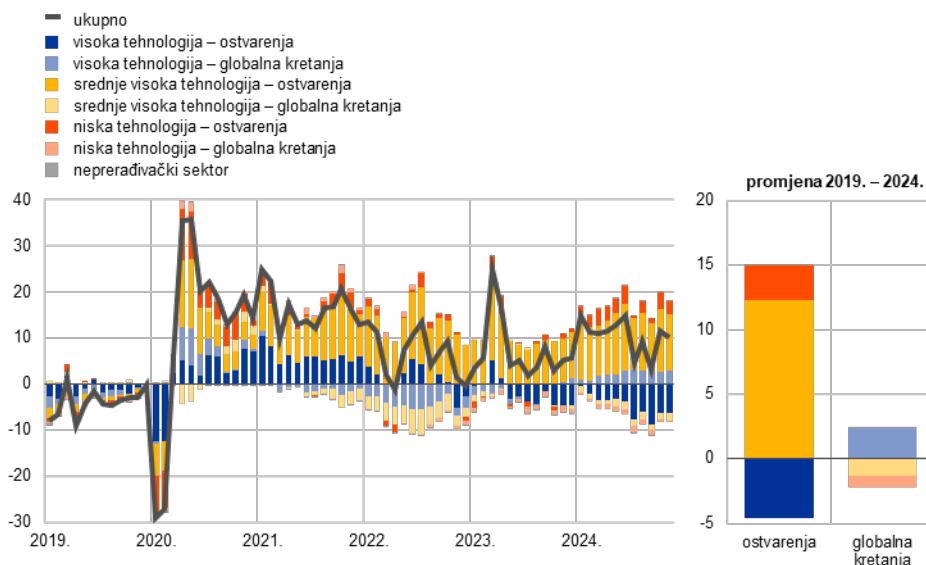
a) europodručje

(indeks: prosinac 2019. = 0)



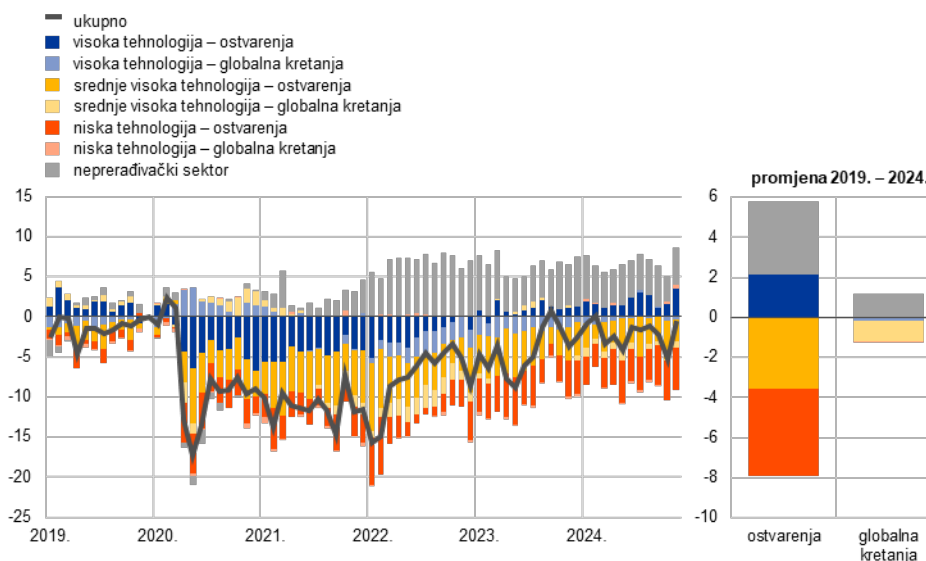
b) Kina

(indeks: prosinac 2019. = 0)



c) Sjedinjene Američke Države

(indeks: prosinac 2019. = 0)



Izvori: TDM, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Eurostat i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Sezonski prilagođeni podaci. Udjeli na izvoznom tržištu izraženi su kao vrijednosti i odnose se samo na robu. U izračunu tržišnih udjela na agregatnoj razini upotrijebljeni su podaci CPB-a. U izračunu sektorskih pondera upotrijebljeni su podaci TDM-a. Posljednji podatci odnose se na studeni 2024.

Kina je zabilježila znatan rast udjela na izvoznom tržištu u sektorima srednje visoke tehnologije, a u Sjedinjenim Američkim Državama došlo je do povećanja udjela u sektorima visoke tehnologije. Čini se da su izvozna

ostvarenja Kine gotovo suprotna ostvarenjima europodručja, pri čemu je snažno povećanje tržišnog udjela zabilježeno ponajprije u sektorima srednje visoke tehnologije (Grafikon B, panel b)). Istodobno je u Sjedinjenim Američkim Državama u 2024. došlo do gotovo potpunog oporavka udjela na izvoznom tržištu u odnosu na ostvarenja u 2019., čime su Sjedinjene Američke Države postale uspješnije od

drugih gospodarstava u sektorima visoke tehnologije i neprerađivačkim sektorima, a osobito kada je riječ o vađenju nafte i plina (Grafikon B, panel c)).

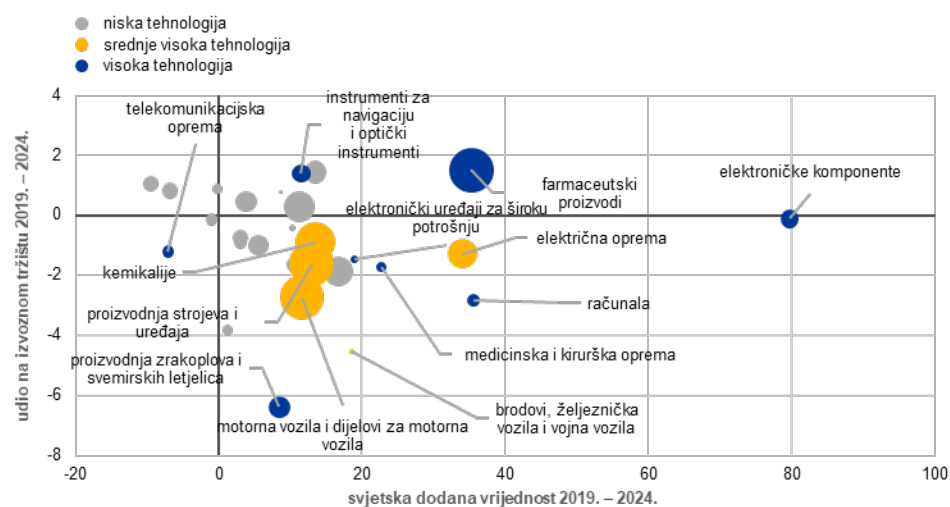
Izvozna ostvarenja europodručja u sektorima visoke tehnologije nisu ujednačena, pri čemu je osobito snažna farmaceutska industrija, uz znatne slabosti u sektoru elektroničke opreme i računala. Na agregatnoj razini, sektori visoke tehnologije zabilježili su najsnažniji rast globalne dodane vrijednosti od 2019. (Grafikon C). Europodručje je globalni predvodnik u farmaceutskom sektoru, koji čini 36 % globalnog izvoza i čiji tržišni udjeli i nadalje rastu.⁷ „Instrumenti za navigaciju i optički instrumenti” još je jedan sektor visoke tehnologije u kojemu europodručje bilježi dobre rezultate. Međutim, izvoz u drugim sektorima visoke tehnologije bio je slab, uz kontinuirani pad tržišnih udjela. Kada je riječ o sektorima koji najbrže rastu, europodručje zaostaje za drugim velikim gospodarstvima, npr. za Kinom kada je riječ o elektroničkoj opremi i za Sjedinjenim Američkim Državama kada je riječ o računalima.

Grafikon C

Rast tržišnog udjela i rast dodane vrijednosti na svjetskoj razini po sektorima

a) europodručje

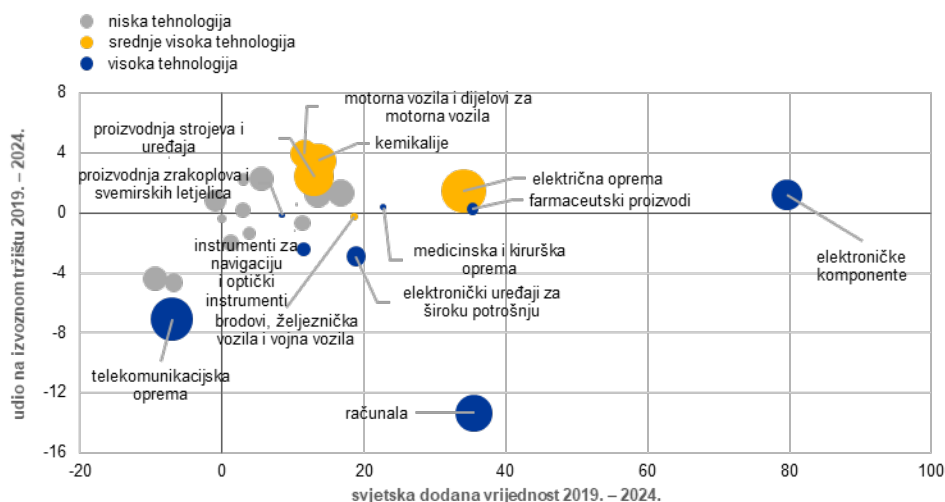
(os x: promjene u postotcima; os y: promjene u postotnim bodovima)



⁷ Poduzeća iz SAD-a čine 42 % dodane vrijednosti irskog izvoza farmaceutskih proizvoda (koji je u 2024. činio 17 % izvoza farmaceutskih proizvoda u europodručju). Polovina te dodane vrijednosti izvozi se natrag u Sjedinjene Američke Države.

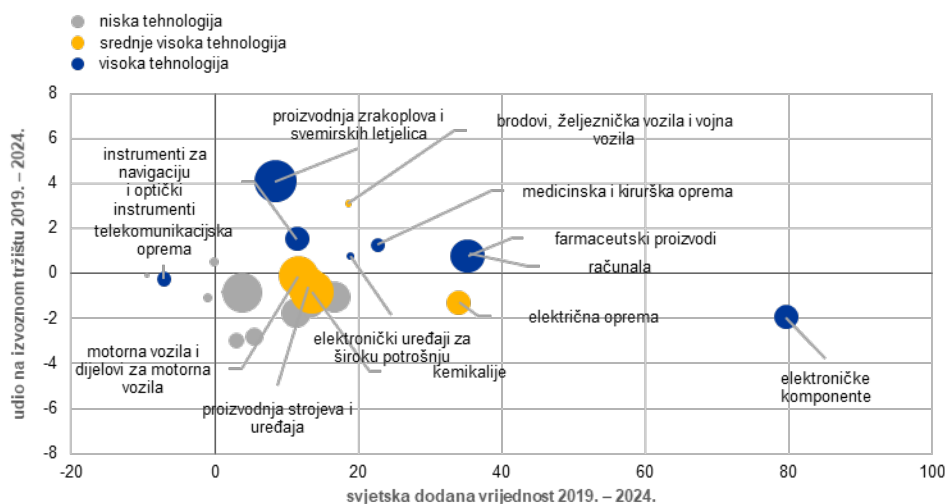
b) Kina

(os x: promjene u postotcima; os y: promjene u postotnim bodovima)



c) Sjedinjene Američke Države

(os x: promjene u postotcima; os y: promjene u postotnim bodovima)



Izvori: TDM, Oxford Economics, Eurostat i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Klasifikacija sektora u skladu je s klasifikacijom NACE Rev. 2. Uključeni su sljedeći sektori visoke tehnologije i srednje visoke tehnologije (odjeljci/skupine iz klasifikacije NACE Rev. 2 navedeni su u zagradama): kemikalije (20), farmaceutski proizvodi (21), elektroničke komponente (26.1), računala (26.2), telekomunikacijska oprema (26.3), elektronički uređaji za široku potrošnju (26.4), medicinska i kirurška oprema (26.6), instrumenti za navigaciju i optički instrumenti (26.5, 26.7, 26.8), električna oprema (27), proizvodnja strojeva i uređaja (28), motorna vozila i dijelovi za motorna vozila (29), proizvodnja zrakoplova i svemirskih letjelica (30.3), brodovi, željeznička vozila i vojna vozila (30, isključujući 30.3). Tehnološki intenzitet sektora u skladu je s Eurostatovom klasifikacijom „High-tech classification of manufacturing industries“. Veličine mjehurića odražavaju udio u ukupnom nominalnom izvozu gospodarstva u 2024. Rast svjetske dodane vrijednosti za četvrto tromjesečje 2024. projiciran je. Podatci za 2024. nepotpuni su kada je riječ o izvozu i udjelima na izvoznom tržištu. Posljednji podatci odnose se na studeni 2024.

Kina je uglavnom premašila ostvarenja europodručja kada je riječ o sektorima srednje visoke tehnologije.

Kada je riječ o europodručju, izvoz proizvoda srednje visoke tehnologije čini velik dio ukupnog izvoza i mnogo je veći od izvoza u sektorima visoke tehnologije. Sjedinjene Američke Države također su zabilježile smanjenje tržišnih udjela u tom segmentu, iako u manjoj mjeri. U Kini je došlo do povećanja tržišnih udjela te je ona premašila tržišne predvodnike kao što je europodručje, osobito u sektoru električnih vozila koji je pod snažnim povoljnim utjecajem industrijskih politika u Kini.

3. Sve veća potražnja umjetne inteligencije za energijom i njezin učinak na cijene sirovina

Priredili: Vlad Burian i Arthur Stalla-Bourdillon

Diljem svijeta došlo je do povećane primjene modela umjetne inteligencije (UI), što zahtijeva znatnu računalnu snagu. Potrošnja energije povezana s umjetnom inteligencijom u podatkovnim centrima trenutačno je ograničena i procjenjuje se na oko 20 teravatsati (TWh) ili 0,02 % globalne potrošnje energije.¹ Međutim, modeli umjetne inteligencije sve se više upotrebljavaju za razvoj inteligentnih aplikacija, od UI pomoćnika do vozila bez vozača. Modeli generativne umjetne inteligencije, osobito oni koji se upotrebljavaju za izradu teksta i sadržaja koji se zasniva na slikama, zahtijevaju velike količine energije za osposobljavanje i rad. Na primjer, za jedan upit u sustavu ChatGPT3 upotrebljava se otprilike deset puta više energije nego u tipičnom pretraživanju na Googleu.² S razvojem novijih i računalno intenzivnijih velikih jezičnih modela očekuje se daljnji povezan rast potražnje za energijom.³

Već postoji jasna veza između povećane upotrebe umjetne inteligencije i potrošnje energije. Potrošnja energije među „sedam veličanstvenih” – sedam najvećih tehnoloških poduzeća u SAD-u, uključujući Alphabet i Microsoft – i poduzeća koja su podatkovni centri rasla je mnogo brže od potrošnje poduzeća obuhvaćenih indeksom S&P 500, što je razvoj koji bi mogao biti povezan sa sve većom upotrebom umjetne inteligencije. Promjene u godišnjoj potrošnji energije u 2023. pokazuju da je medijan potrošnje energije poduzeća obuhvaćenih indeksom S&P 500 ostao nepromijenjen te da je znatno porastao za „sedam veličanstvenih” i poduzeća koja su podatkovni centri, za 19 % odnosno 7 %.

Što se tiče nadolazećeg razdoblja, očekuje se da će se nastaviti snažan rast potražnje za energijom povezan s umjetnom inteligencijom, s nejednakom distribucijom među državama. Iako postoji velika nesigurnost u smislu buduće primjene umjetne inteligencije, Međunarodna agencija za energiju (IEA) predviđa da bi podatkovni centri, bez obzira na to zasnivaju li se oni na umjetnoj inteligenciji ili ne, mogli upotrijebiti 80 % više energije u 2026. nego u 2022., čak i ako se u obzir uzme povećanje učinkovitost (Grafikon A).⁴ Preciznije rečeno, očekuje se da će se potrošnja električne energije u podatkovnim centrima koji se zasnivaju na umjetnoj inteligenciji povećati za 90 TWh, što će pridonijeti ukupnom rastu potrošnje energije podatkovnih centara za 20 postotnih bodova. To čini oko 4 % trenutačne potrošnje električne energije u EU-u. Prema IEA-i, predviđa se da će potrošnja energije

¹ Vidi „[World Energy Outlook 2023](#)”, Međunarodna agencija za energiju, listopad 2023.

² De Vries, A., „[The growing energy footprint of artificial intelligence](#)”, *Joule*, sv. 7, br. 10, listopad 2023., str. 2191. – 2194.

³ Očekuje se da će se potražnja za energijom povezana s umjetnom inteligencijom povećati iako se naknade za licencije za neke velike jezične modele naplaćuju po upitu, što bi moglo dovesti do manje upotrebe u odnosu na besplatne modele.

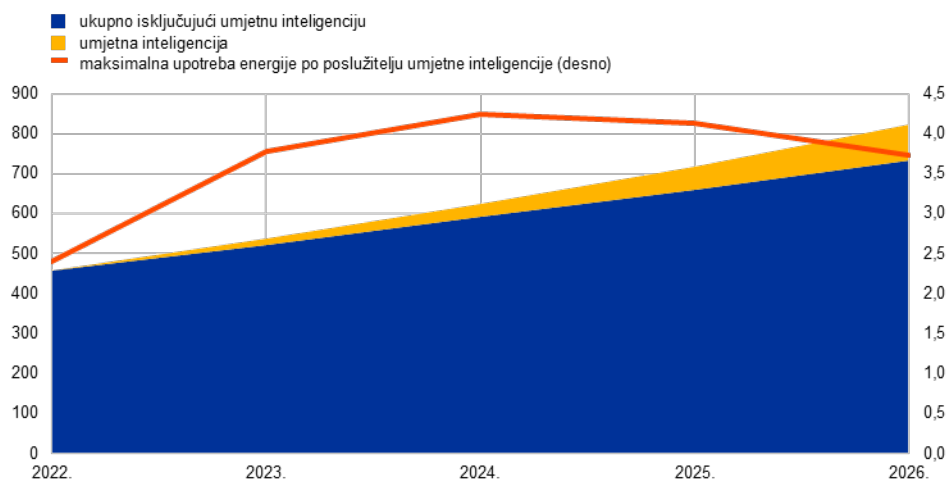
⁴ Vidi „[Electricity 2024](#)”, Međunarodna agencija za energiju, siječanj 2024. Međunarodna agencija za energiju očekuje da će ne samo umjetna inteligencija, već i računalstvo u oblaku i kriptovalute biti glavni pokretači potrošnje električne energije podatkovnih centara.

podatkovnih centara, koja obuhvaća aplikacije umjetne inteligencije i aplikacije koje nisu povezane s umjetnom inteligencijom, najbrže rasti u Kini i Sjedinjenim Američkim Državama i povećati se za 70 TWh odnosno 60 TWh.

Grafikon A

Očekivani rast potražnje za električnom energijom podatkovnih centara

(lijevo: teravatsati, desno: kilovati)



Izvori: IEA, Goldman Sachs i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Potražnja umjetne inteligencije za električnom energijom od 2022. do 2026. linearno je interpolirana, a vrijednosti za 2026. preuzete su iz prognoza IEA-e. Narančasta linija prikazuje predviđenu maksimalnu upotrebu energije poslužitelja umjetne inteligencije, čime se naglašava očekivano povećanje učinkovitosti.

Očekuje se da će povećanje potražnje za energijom povezano s umjetnom inteligencijom zadovoljiti elektrane na prirodni plin ili obnovljivi izvori energije.

Regulatorni naponi za smanjenje ugljičnog otiska potiču poduzeća da prednost daju ugljično neutralnim energetske opcijama, posebice obnovljivim izvorima energije. Tehnološki divovi također istražuju alternative kao što su nove nuklearne elektrane, ali nije vjerojatno da će rješenja koja uključuju partnerstva s novim velikim postrojenjima ni rješenja koja uključuju nabavu namjenskih malih modularnih reaktora biti u funkciji prije 2026. U slučaju manjka električne energije očekuje se da će prirodni plin dopuniti obnovljive izvore energije jer manje onečišćuju od ugljena. Stoga bi se mogla razmotriti dva oprečna i ekstremna scenarija: jedan u kojemu se sva potražnja za energijom zadovoljava prirodnim plinom i drugi u kojemu je ona u potpunosti pokrivena obnovljivim izvorima energije.

Čak i u prvom scenariju koji pretpostavlja da je potražnja za električnom energijom podatkovnih centara koji se zasnivaju na umjetnoj inteligenciji u potpunosti zadovoljena prirodnim plinom, učinak na cijene plina ograničen je.

Skaliranjem procijenjenih podataka IEA-e o potražnji podatkovnih centara za energijom na veličinu tržišta plina u SAD-u i veličinu azijskoga i europskog tržišta plina te primjenom elastičnosti iz literature utvrđeno je da bi cijene plina mogle porasti za oko 9 % u Aziji i Europi te za 7 % u Sjedinjenim Američkim Državama (Grafikon B).⁵ Nadalje, podatkovni centri koji se zasnivaju na umjetnoj inteligenciji

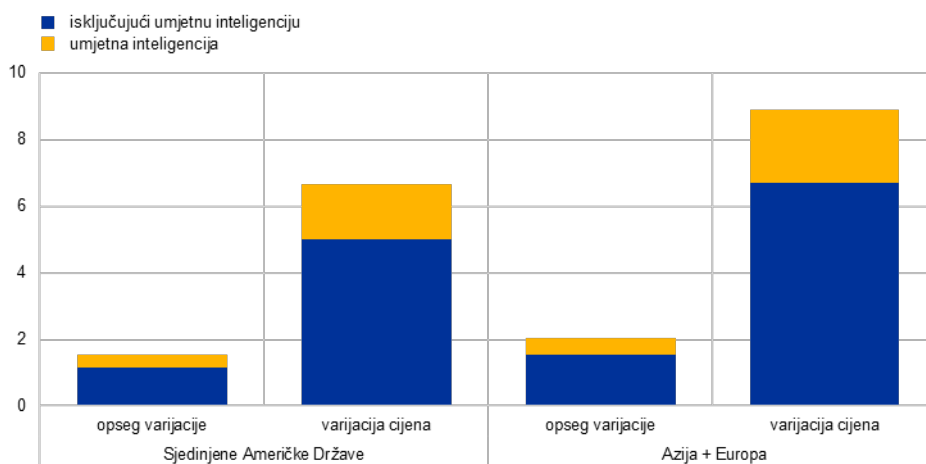
⁵ Upotrijebljene su elastičnosti preuzete iz rada autora Albrizio, S. et al., „Sectoral Shocks and the Role of Market Integration: The Case of Natural Gas”, *AEA Papers and Proceedings*, sv. 113, svibanj 2023., str. 43. – 46.

činili bi oko 2 postotna boda povećanja na azijsko-europskom tržištu i američkom tržištu. Stoga se očekuje da će primjena umjetne inteligencije vršiti samo ograničen pritisak na rast cijena plina. To je zato što je šok potražnje za energijom povezan s umjetnom inteligencijom, čak i u tom ekstremnom scenariju, minimalan u odnosu na ukupnu veličinu američkoga i azijsko-europskog tržišta plina, premda je on velik u apsolutnom iznosu.

Grafikon B

Procijenjena potražnja za plinom i varijacija cijena plina kada se do 2026. sva potražnja za energijom podatkovnih centara zadovolji prirodnim plinom

(postotci)



Izvori: IEA i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Podatci se zasnivaju na projekcijama IEA-e o budućoj potražnji za energijom podatkovnih centara i pretpostavci da će elektrane na prirodni plin zadovoljiti sve dodatne potrebe za energijom u razdoblju od 2022. do 2026. Potražnja za energijom podatkovnih centara pretvorena je u potražnju za plinom primjenom stope konverzije od 45 % (vidi „More than 60% of energy used for electricity generation is lost in conversion”, *Today in Energy*, U.S. Energy Information Administration, 21. srpnja 2020.). Potražnja za energijom povezana s umjetnom inteligencijom za svaku regiju procjenjuje se pod pretpostavkom da je udio potrošnje električne energije povezane s umjetnom inteligencijom konstantan u ukupnoj potrošnji električne energije podatkovnih centara u obje regije.

U drugom scenariju, u kojemu je dodatna potražnja za energijom pokrivena obnovljivim izvorima energije, povećava se potražnja za ključnim mineralima, ali nije vjerojatno da će to znatno utjecati na njihove cijene. Ključni materijali, poput litija i nikla, neophodni su za vjetroelektrane i solarne panele. Zbog energetske tranzicije potražnja za njima već je velika, a njihova je eksploatacija izrazito koncentrirana u određenim državama, što ih čini posebno osjetljivima na poremećaje u opskrbnim lancima i geopolitičke napetosti.⁶ Međutim, kao i prirodni plin, za razliku od električne energije, ti su minerali relativno jednostavni za prijevoz među regijama. Stoga se očekuje da će rast potražnje povezan s umjetnom inteligencijom biti skroman u odnosu na ukupnu veličinu tržišta, pe će se obuzdati pritisci na rast cijena koji se izravno mogu pripisati umjetnoj inteligenciji.

Međutim, veliki porast potražnje za električnom energijom povezan s umjetnom inteligencijom mogao bi stvoriti cjenovne pritiske na nacionalnim tržištima električne energije. Zbog ograničenih interkonekcijskih kapaciteta i gubitka energije tijekom prijenosa tržišta električne energije sastoje se od više podržništva koja su relativno izolirana. Stoga bi državama poput Irske, koje su veliki

⁶ Adolfsen, J. F., Kedan, D. i Lappe, M-S., „The geopolitics of green minerals”, *ESB-ov blog*, ESB, 10. srpnja 2024.

čimbenici u sektoru podatkovnih centara, moglo biti osobito teško zadovoljiti sve veću potražnju povezanu s umjetnom inteligencijom na lokalnoj razini. Međutim, teže je procijeniti ukupan potencijalni učinak na nacionalna tržišta električne energije jer će on ovisiti o koncentraciji podatkovnih centara koji se zasnivaju na umjetnoj inteligenciji u svakoj državi, posebnim obilježjima njihovih tržišta i regulatornim zahtjevima za doprinos podatkovnih centara opskrbi energijom.

4. Upotreba poziva o zaradi poduzeća za prognoziranje potražnje za radnom snagom u europodručju

Priredili: Claudia Foroni i Christofer Schroeder

Dokazi temeljeni na pozivima o zaradi poduzeća u europodručju upućuju na to da se potražnja za radnom snagom nastavlja smanjivati. Poziv o zaradi jest konferencijski poziv koji se održava između uprave uvrštenog poduzeća i njegovih ulagača, financijskih analitičara i medija. Pozivi o zaradi nude bogat i pravodoban izvor gospodarskih podataka koji su dostupni na visokofrekventnoj osnovi.¹

U ovom okviru primjenjujemo tekstualnu analizu na velikoj bazi podataka prijepisa poziva o zaradi poduzeća radi izrade pokazatelja potražnje za radnom snagom u europodručju. Naš pokazatelj zatim rabimo kako bismo proizveli brze procjene i prognoze stope slobodnih radnih mjesta u europodručju, tradicionalnu mjeru potražnje za radnom snagom i ključnu mjeru tržišta rada.² Baza podataka poziva o zaradi kojoj pristupamo sadržava informacije o točnom datumu i vremenu svakog poziva o zaradi i posuvremenjuje se svaka dva tjedna. To nam omogućuje dohvaćanje podataka iz poziva o zaradi znatno prije objava službenih podataka, uključujući one o stopi slobodnih radnih mjesta, koji su dostupni samo sa znatnim odmakom.³

Naša mjera potražnje za radnom snagom iz poziva o zaradi usko prati stopu slobodnih radnih mjesta (Grafikon A). Da bismo dobili naš pokazatelj, prvo ograničavamo uzorak poziva o zaradi na one prema poduzećima sa sjedištima u europodručju u vrijeme kada je poziv o zaradi održan. Time smo dobili uzorak od otprilike 600 poziva po tromjesečju. Zatim zbrajamo broj rečenica iz poziva o zaradi koje sadržavaju najmanje jednu riječ s popisa ključnih riječi koje se odnose na pritiske s kojima se poduzeća suočavaju zbog neispunjene potražnje za radnom snagom prema Dueholmu, Kalyaniju i Ozkanu.⁴ Premda je nešto kolebljiviji, naš pokazatelj usko prati stopu slobodnih radnih mjesta u europodručju s koeficijentom korelacije od oko 0,9. Posebno odražava stalno povećanje stope slobodnih radnih mjesta od 2016. do 2020. i njezin nagli rast 2021. Oba naša pokazatelja, i pokazatelj potražnje za radnom snagom i stopa slobodnih radnih mjesta, dosegula su najvišu razinu u prvoj polovini 2022. i od tada padaju, što upućuje na normalizaciju tržišta rada.

¹ Za dodatnu upotrebu poziva o zaradi na kojima će se temeljiti makroekonomski pokazatelji vidi okvir pod naslovom „Pozivi o zaradi: novi dokazi o dobiti poduzeća, ulaganjima i uvjetima financiranja”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2023.

² Stopa slobodnih radnih mjesta definirana je kao broj slobodnih radnih mjesta podijeljen sa zbrojem broja popunjenih radnih mjesta i broja slobodnih radnih mjesta.

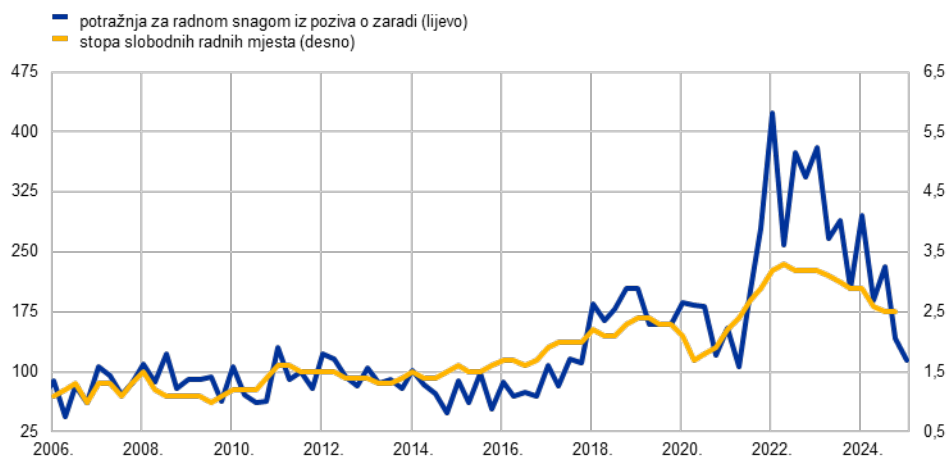
³ Brza procjena stope slobodnih radnih mjesta u europodručju obično se objavljuje u roku od mjesec i pol nakon kraja tromjesečja na koje se odnosi, dok se prva objava objavljuje oko tri mjeseca nakon kraja tromjesečja.

⁴ Vidi Dueholm, M., Kalyani, A. i Ozkan, S., „Can Earnings Calls Be Used to Gauge Labor Market Tightness?”, *On the Economy Blog*, Banka federalnih rezerva St. Louisa, 18. lipnja 2024.

Grafikon A

Pokazatelj potražnje za radnom snagom iz poziva o zaradi i stopa slobodnih radnih mjesta u europodručju

(lijevo: broj rečenica, desno: postotci)



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

Napomene: Plava linija prikazuje pokazatelj potražnje za radnom snagom dobiven iz poziva o zaradi kako je opisano u tekstu. Žuta linija prikazuje stopu slobodnih radnih mjesta za europodručje. Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2025. za pokazatelj potražnje za radnom snagom iz poziva o zaradi i četvrto tromjesečje 2024. za stopu slobodnih radnih mjesta.

Podatci dobiveni iz najnovijih poziva o zaradi upućuju na to da će stopa slobodnih radnih mjesta nastaviti umjereno padati (Grafikon B).

Da bi se dobila prijevremena mjera stope slobodnih radnih mjesta prije objava službenih podataka, primjenjujemo regresijski pristup temeljen na uzorkovanju mješovitih podataka (MIDAS) radi izrade brzih procjena kao i prognoze do dva tromjesečja unaprijed.⁵ MIDAS regresije nude ključnu prednost time što nam omogućuju da predvidimo varijablu niske frekvencije (stopa slobodnih radnih mjesta) s pomoću visokofrekventnih podataka (naš pokazatelj potražnje za radnom snagom dobiven iz poziva o zaradi). Da bi se smanjila mogućnost pogrešne specifikacije modela, seriju MIDAS regresija procjenjujemo preko nekoliko specifikacija, uključujući različite strukture polinoma vremenskog pomaka i ograničenja parametara modela.⁶ Zatim razmatramo raspon i srednju prognozu iz raznih specifikacija, koji upućuju na postojanu normalizaciju potražnje za radnom snagom za tekuće tromjesečje i nadolazeća tromjesečja. Predviđa se kretanje stope slobodnih radnih mjesta oko 2,5 % u prvom tromjesečju 2025. i da će ostati ista u drugom tromjesečju, 0,8 postotnih bodova niža od svoje najviše razine u drugom tromjesečju 2022., ali još uvijek iznad prosjeka prije pandemije od 1,9 %. Za treće tromjesečje 2025. naše prognoze upućuju na neznatno smanjenje prema 2,4 % s uglavnom uravnoteženim

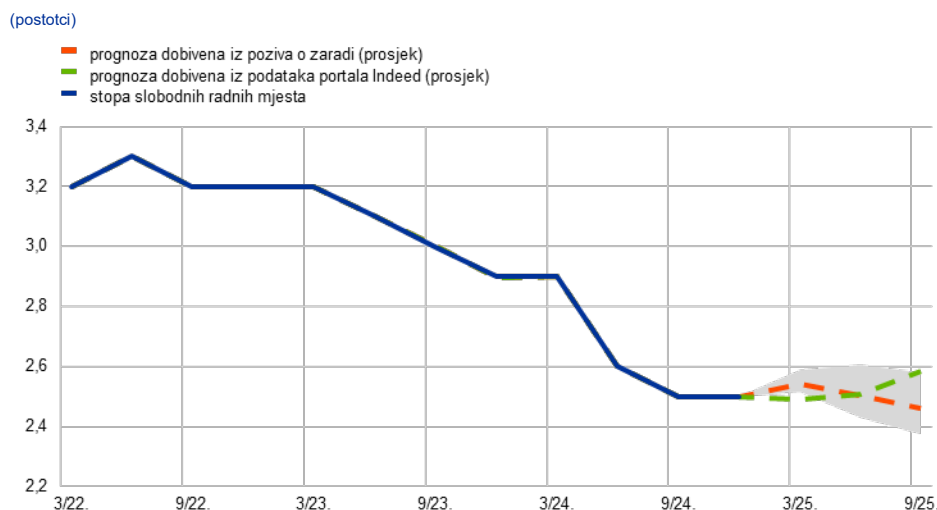
⁵ MIDAS regresije često se rabe za izradu kratkoročnih prognoza jer koristi od informacija izvedenih iz pravodobnih, visokofrekventnih podataka bljude kako se horizont projekcije proteže dalje u budućnost (vidi Foroni, F. i Marcellino, M., „A survey of econometric methods for mixed-frequency data”, *Working Papers*, Norges Bank Research, br. 6, 2013.).

⁶ Posebno procjenjujemo dvije različite specifikacije polinoma. Prvo, uključujemo eksponencijalni Almonov polinom vremenskog pomaka (vidi Ghysels, E., Sinko, A. i Valkanov, R., „MIDAS Regressions: Further Results and New Directions”, *Econometric Review*, sv. 26, br. 1, 2007., str. 53. – 90.). Drugo, procjenjujemo neograničen MIDAS, kako je navedeno u Foroni, C., Marcellino, M. i Schumacher, C., „Unrestricted mixed data sampling (MIDAS): MIDAS regressions with unrestricted lag polynomials”, *Journal of the Royal Statistical Society Serija A*, sv. 178, br. 1, str. 57. – 82., siječanj 2015. Nadalje, za svaku specifikaciju modela razmatramo razne vremenske okvire za ujednačavanje pokazatelja potražnje za radnom snagom iz poziva o zaradi s pomoću pomičnog prosjeka.

rizicima jer raspon predviđenih rezultata relativno je ravnomjerno raspoređen oko sredine. Profil naših prognoza uglavnom je u skladu s projekcijama gospodarske aktivnosti iz makroekonomskih projekcija stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2025., što upućuje na manji zamah rasta u prvoj polovini 2025.

Grafikon B

Prognoziranje stope slobodnih radnih mjesta u europodručju



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

Napomene: Puna plava linija prikazuje stopu slobodnih radnih mjesta u europodručju do četvrtog tromjesečja 2024. Sivo područje označuje najmanji do najvećeg raspona prognoza dobivenih s nekoliko MIDAS specifikacija i neograničenih MIDAS specifikacija i razne varijante pokazatelja potražnje za radnom snagom iz poziva o zaradi. Crvena isprekidana linija prikazuje prosječnu prognozu. Zelena isprekidana linija prikazuje prosječnu prognozu stope slobodnih radnih mjesta s pomoću podataka o oglasima za radna mjesta objavljenih na portalu Indeed u našem okviru prognoziranja MIDAS regresije. Posljednji podatci odnose se na siječanj 2025. za pokazatelje potražnje za radnom snagom dobivene iz poziva o zaradi i oglasa za radna mjesta objavljenih na portalu Indeed. Prognoze obuhvaćaju razdoblje do trećeg tromjesečja 2025.

Kratkoročne prognoze stope slobodnih radnih mjesta s pomoću poziva o zaradi uglavnom su u skladu s onima dobivenim iz alternativnih pokazatelja potražnje za radnom snagom. Podatci o slobodnim radnim mjestima s internetskog portala za zapošljavanje Indeed još su jedan novi i koristan izvor informacija o tržištu rada u europodručju. I broj otvorenih slobodnih radnih mjesta navedenih na mrežnom mjestu i broj objavljenih novih slobodnih radnih mjesta mogu pomoći u mjerenju potražnje za radnom snagom. Kao i s našim pokazateljem potražnje za radnom snagom dobivenim iz poziva o zaradi, podatci s portala Indeed pravodobni su i visokofrekventno dostupni, premda tijekom znatno kraćeg razdoblja.⁷ Stanje slobodnih radnih mjesta navedenih na portalu Indeed postojano se smanjuje od kraja 2023. Do kraja 2024. bilo je oko 10 % manje nego na početku godine. Istodobno, tijek novih slobodnih radnih mjesta, koji se smatra prilagodljivijom mjerom potražnje za radnom snagom, također se smanjio, što isto tako upućuje na smanjenje potražnje za radnom snagom. Uključivanjem tih podataka u naš pristup MIDAS regresije dobiju se prognoze stope slobodnih radnih mjesta u europodručju koje su uglavnom usklađene s onima dobivenim s pomoću informacija iz poziva o zaradi, posebno u kratkom roku (Grafikon B). Prognoze upućuju na relativno stabilnu

⁷ Baza podataka o pozivima o zaradi kojoj pristupamo seže unatrag sve do početka 2002., a vremenske serije podataka o oglasima za slobodna radna mjesta s portala Indeed počinju tek početkom 2018.

stopu slobodnih radnih mjesta od oko 2,5 % do sredine 2025., uz neznatno povećanje prema kraju prognoziranog razdoblja.⁸

Ukratko, prijepisi poziva o zaradi poduzeća pružaju pravodobne i korisne informacije o tržištu rada u europodručju. Naši nalazi upućuju na to da će se potražnja za radnom snagom vrlo postupno usporavati u europodručju tijekom idućih tromjesečja kako se tržište radne snage općenito nastavlja normalizirati.

⁸ Prognoza koja se temelji na portalu Indeed upućuje na blago povećanje u trećem tromjesečju 2025., ali i dalje unutar raspona prognoza na temelju poziva o zaradi sredinom 2025. To može biti potaknuto većom sezonskom prirodom serija podataka portala Indeed ili dostupnim kraćim uzorkom, što pomaže u poticanju prognoze prema nedavnim povijesno visokim razinama.

5. Kretanja najamnina u europodručju: saznanja iz CES-a

Priredili: Colm Bates, Christian Höynck, Omiros Kouvavas, Desislava Rusinova i Larissa Zimmermann

U ovom okviru analiziraju se najnovija kretanja na tržištu najma nekretnina u europodručju na temelju podataka iz ESB-ove ankete o očekivanjima potrošača (CES). Najmnine su velika sastavnica potrošnje kućanstava, ali njihova je analiza donekle otežana jer usklađeni podatci o rashodima kućanstava za najam nisu raspoloživi u cijelom europodručju. CES može pridonijeti popunjavanju tog nedostatka podataka jer prikuplja pravodobne informacije o potrošnji kućanstava.¹ Također, omogućuje analizu različitosti među državama obuhvaćenima CES-om, ali i među pojedinim kućanstvima.²

Udio kućanstava koji su najmoprimci i razina nominalnih najamnina znatno se razlikuju među državama. U europodručju prosječan je udio najmoprimaca iznosio oko 28 %, a rashodi za nominalnu najmninu oko trećinu mjesečnog dohotka kućanstava. Međutim, udio najmoprimaca znatno se razlikuje među državama i trenutno se kreće od 15 % u Italiji do gotovo 50 % u Njemačkoj i Austriji (Grafikon A, panel a), lijevo).³ Udio najmoprimaca najveći je u skupini s najnižim dohotkom (Grafikon A, panel a), desno). Ako se pobliže promotri razina nominalnih najamnina, otkriva se i velika disperzija među državama i unutar država (Grafikon A, panel b)).⁴ Disperzija najamnina vrlo je visoka u Irskoj, gdje postoje velike razlike ovisno o lokaciji (tj. između urbanih i ruralnih područja, na što upućuje i snažna razlika između srednje vrijednosti i medijana), dok je znatno niža u Grčkoj i Nizozemskoj. Općenito, najveće nominalne najmnine zabilježene su u Irskoj, Austriji i Belgiji. Ako se promatraju rashodi za najmnine u odnosu na dohodak kućanstava (Grafikon A, panel c)), poredak država mijenja se: Irska i nadalje ima najveći prosječan omjer najmnine i dohotka, a slijede ju Grčka i Finska, dok Njemačka ima najniži omjer. Države u kojima najmoprimci čine veći udio u stanovništvu također obično imaju više kućanstava s visokim dohotkom kao najmoprimce, što smanjuje prosječni omjer najmnine i dohotka.

¹ Podatci o rashodima povezanim sa stambenim nekretninama, uključujući najmninu, održavanje i osiguranje (isključujući hipotekarna plaćanja), prikupljaju se tromjesečno kao dio šireg pitanja o potrošnji kućanstava u 12 kategorija rashoda.

² Od 2022. države obuhvaćene CES-om jesu Belgija, Njemačka, Irska, Grčka, Španjolska, Francuska, Italija, Nizozemska, Austrija, Portugal i Finska.

³ To je uglavnom u skladu sa statističkim nalazima EU-a o dohotku i životnim uvjetima i nalazima Ankete o financijama i potrošnji kućanstava Eurosustava glede poretka država i postotaka.

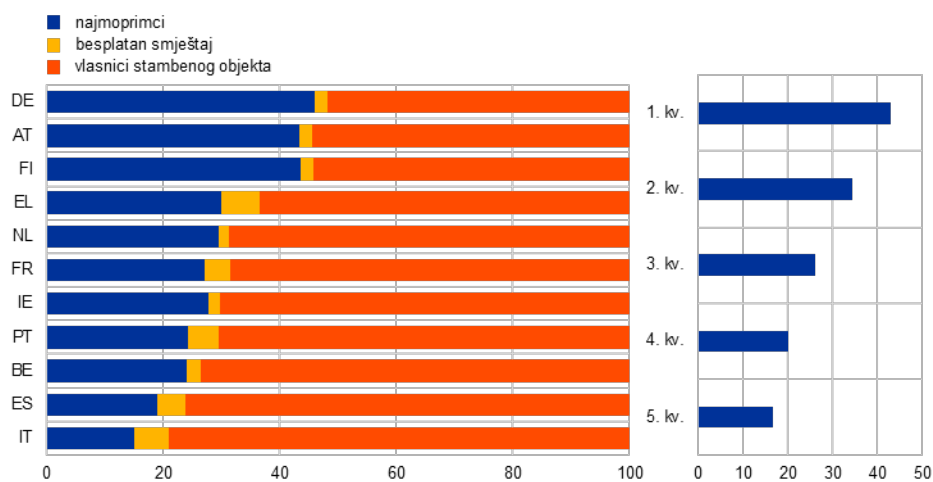
⁴ Glavni pokazatelj rasta najmnina prikazan u ovom okviru ne uzima u obzir sustavne razlike u kvaliteti i starosti među državama. Međutim, one su uzete u obzir u seriji kućanstava koja se nisu preselila. Tom su serijom obuhvaćena samo kućanstava koja se nisu preselila prikazana u Grafikonu C, panelu a), u kojem se izračunavaju stope rasta za najam istih pojedinaca u istom stambenom objektu u razmaku od 12 mjeseci.

Grafikon A

Udio najmoprimaca i razina najmnina po državama

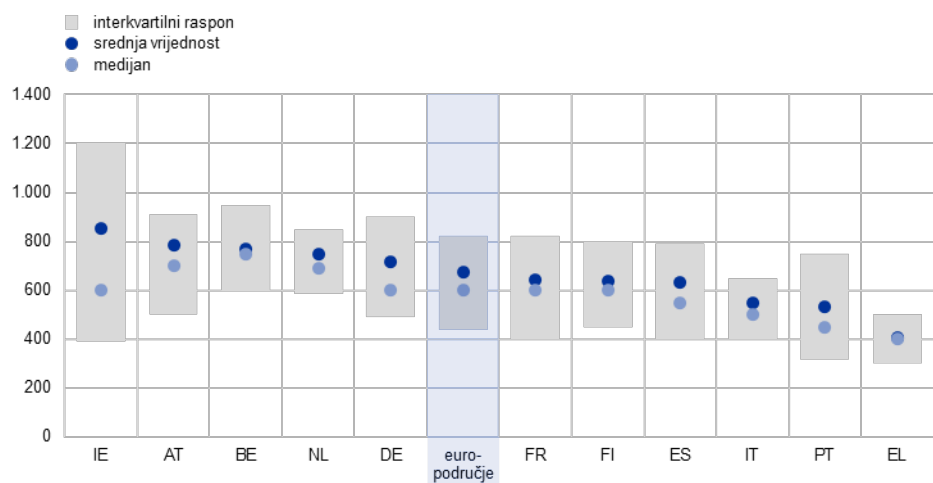
a) udio najmoprimaca po državama i kvintil dohotka

(postotak ispitanika)



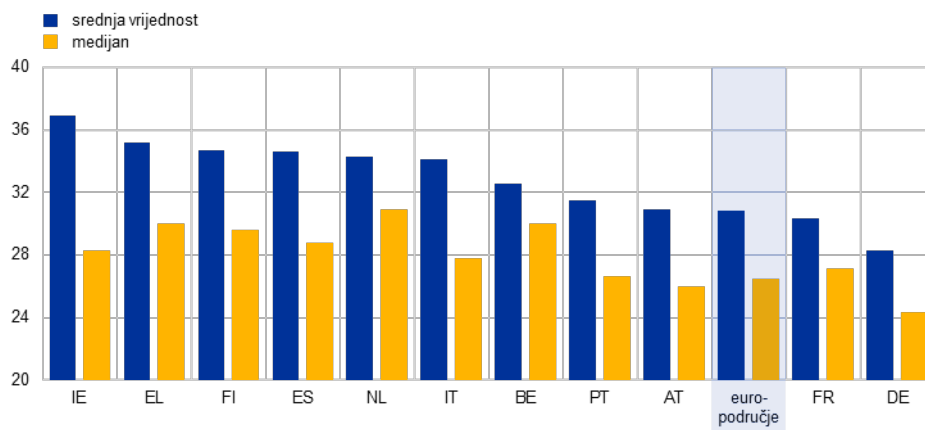
b) razina najmnina i disperzija

(mjesečno EUR)



c) razina najamnina u odnosu na mjesečni dohodak kućanstava

(postotak dohotka)



Izvori: ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača (CES) i izračun ESB-a

Napomene: Izračuni se temelje na ponderiranim procjenama. Panel a) obuhvaća cjelokupni uzorak ispitanika za 2024. i siječanj 2025. Postotci vrsta stambenih nekretnina prikazani su po državi i kvintilu dohotka (Q). Kvintili dohotka izračunavaju se za cjelokupni uzorak ispitanika za sve krugove u 2024. i siječnju 2025. Panel b) obuhvaća cjelokupni uzorak najmoćnijih kućanstava za siječanj 2025. i panel c) obuhvaća cjelokupni uzorak najmoćnijih kućanstava od siječnja 2024. do siječnja 2025. Analiza najamnina ne uzima u obzir veličinu stambenog objekta. Kod vrijednosti je primijenjeno ograničavanje netipičnih vrijednosti varijabla na razini država (na drugom i 98. percentilu).

Pokazatelj rasta rashoda za najmnine koji se temelji na CES-u upućuje na to da se rast najamnina usporio nakon što je dosegnuo najvišu razinu u trećem tromjesečju 2023. i da je u trećem tromjesečju 2024. ostao iznad 3 %. Pokazatelj

je konstruiran kao ponderirani prosjek stopa rasta pojedinih kućanstava, nakon pročišćavanja podataka kako bi se osiguralo da na njih ne utječu snažne netipične vrijednosti ili kompozicijski učinci ispitanika koji ulaze u panel ili izlaze iz njega.⁵ Prosječna godišnja stopa rasta najamnina u europodručju povećala se od početka 2022. i dosegla razinu višu od 5 % u 2023. (Grafikon B, panel a)) te se potom postupno smanjivala i tijekom većeg dijela 2024. ostala blizu 3 %. U pokazatelju najmnina koji se temelji na CES-u primjenjuje se usklađeniji pristup od harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena (HIPC), koji prati promjene najmnina tijekom vremena za ista kućanstva, bez obzira na to ostaju li u istom stambenom objektu ili su se preselila. Dobiveni pokazatelj bolje reagira na inflaciju i poslovni ciklus od najmnina iz HIPC-a, posebno za određene države (npr. Njemačku). To može biti povezano s različitim praksama jer uredbom o HIPC-u državama je omogućeno da odaberu koju će metodologiju primjenjivati, kako je navedeno u metodološkom priručniku za izračun HIPC-a.⁶

Zabilježene su znatne razlike među državama u prijavljenom rastu najmnina.

Prosječni godišnji rast najmnina zabilježen u CES-u tijekom posljednjih 12 mjeseci bio je viši od 7 % u Irskoj i Portugalu, ali niži od 3 % u Nizozemskoj, Njemačkoj i Italiji

⁵ Srednja vrijednost pojedinačnih stopa rasta znatno je modificirana kako bi se izbjegli učinci netipičnih vrijednosti koje proizlaze iz pogrešaka u izvješćivanju. Kako bi se to postiglo, nerealno su velike godišnje promjene (negativan rast manji od 50 % ili pozitivan rast veći od 200 % u godini dana) isključene (uklonjene iz uzorka). Također, pri povećanju i smanjenju najmnina za više od 50 % primijenjeno je ograničavanje netipičnih vrijednosti varijabla (vrijednosti koje prelaze limite zamjenjuju se limitom). Kako bi se ograničio utjecaj kompozicijskih promjena, koji može dovesti do mehaničkih učinaka koji nisu povezani sa stvarnim rastom najmnine, najmnina kućanstva ulazi u pokazatelj rasta samo ako je kućanstvo najmoćnijem na početku i na kraju 12-mjesečnog razdoblja.

⁶ U HIPC-u najmnine se mogu izračunati praćenjem kućanstava, stambenih objekata ili najmodavaca. Ta bi fleksibilnost mogla dovesti do različitih praksi u nacionalnim statističkim uredbama koje bi pak mogle imati različiti učinak na zabilježene ishode. Više pojedinosti vidi u odjeljku 12.4.4. [metodološkog priručnika za izračun HIPC-a](#).

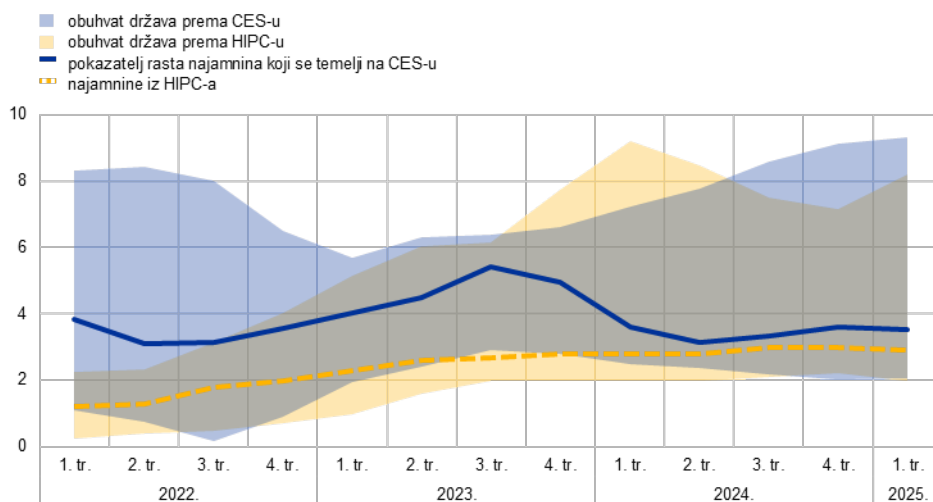
(Grafikon B, panel b)). U trećem tromjesečju 2024. (najnovije vrijednosti) kućanstva u Portugalu zabilježila su najveći rast najamnina (to je također bilo znatno više od prošlih prosjeka), dok su vrijednosti za Italiju i Finsku bile niže od njihovih prošlih prosjeka. Rast najamnina u Irskoj i Austriji i nadalje je dosljedno visok.

Grafikon B

Rast najamnina u europodručju i po državama

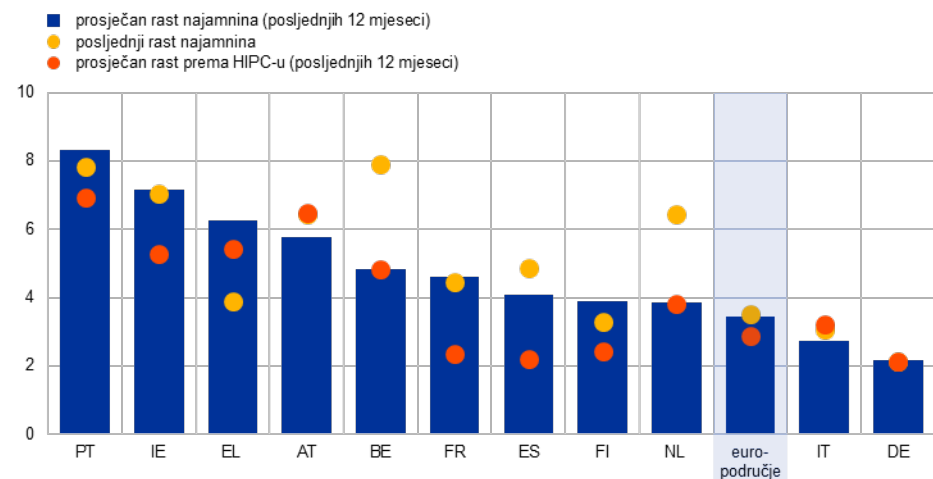
A) rast najamnina u europodručju

(godišnje promjene u postotcima)



B) rast najamnina po državama

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača (CES) i izračun ESB-a

Napomene: Panelom b) obuhvaćen je cjelokupni uzorak najmoprimaca. Izračuni se temelje na ponderiranim procjenama. Posljednji pomični prosjek dvaju tromjesečja za godišnju stopu rasta (žute točke) odnosi se na siječanj 2025. Plavi stupci prikazuju prosječan rast najamnina tijekom razdoblja uzorka (od siječnja 2024. do siječnja 2025.). Crvene točke odnose se na prosječan rast najamnina prema HIPC-u tijekom posljednjih 12 mjeseci.

Posljednji rast najamnina po kvadratnom metru koji se temelji na CES-u više je nego razmjerno potaknut novim ugovorima o najmu. Prosječna stopa rasta najamnina po kvadratnom metru za kućanstva koja su se preselila u prethodnoj godini dosljedno je viša od rasta najamnina za kućanstva koja se nisu preselila i u posljednje se tri godine postojano povećava (Grafikon C, panel a), lijevo). Opća

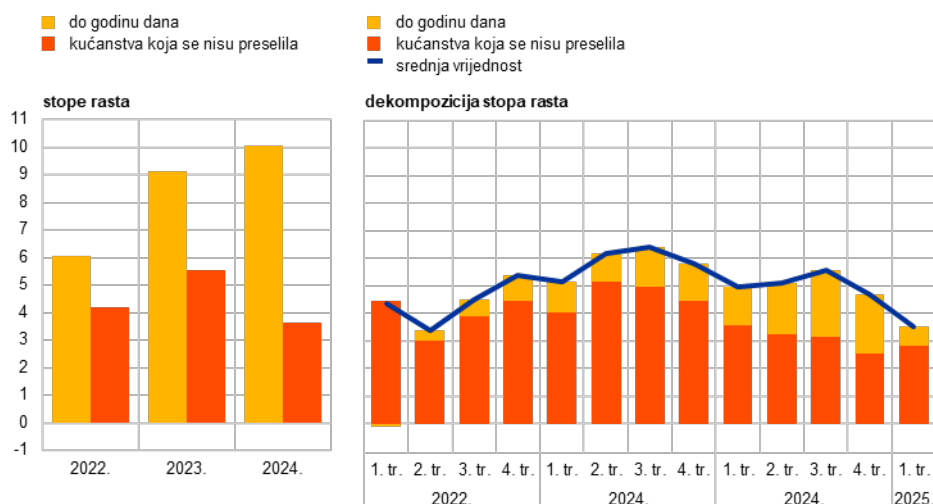
povećanja najamnina u gospodarstvu obično započinju s većim najmninama za nove ugovore o najmu jer zaštita najmpirimaca na temelju postojećih ugovora potiče najmodavce da povećaju najmninu u slučaju promjene najmpirimca. S vremenom se postupno povećavaju i najmnine za postojeće ugovore. Veći rast najmnina za nove ugovore možda je djelomično potaknut i preseljenjem kućanstava u kvalitetniji smještaj ili u bolja područja. Doista, prevladavajući razlog koji su navela kućanstva za promjenu smještaja bila je želja da poboljšaju svoje životne uvjete. Dekompozicija ukupne stope rasta najmnina na doprinose kućanstava koja su se nedavno preselila (tj. najmpirimce koji su se preselili do godinu dana ranije) i kućanstava koja se nisu preselila pokazuje da potonja imaju veću ulogu u ukupnoj stopi rasta jer imaju veći udio. Ipak, s obzirom na veći rast najmnina u tom segmentu, kućanstva koja su se preselila i koja čine oko 15 % najmpirimaca, daju i više nego razmjern doprinos i čine oko trećinu ukupne stope rasta (Grafikon C, panel a), desno).

Grafikon C

Raščlamba rasta najmnina

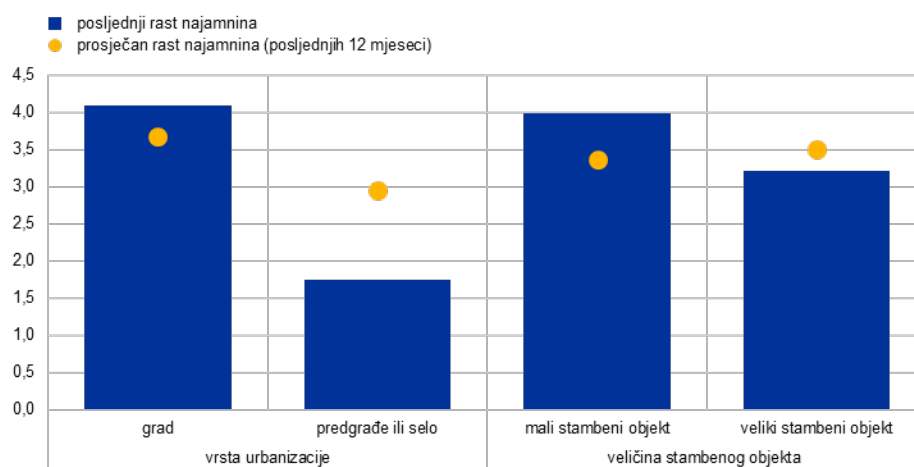
a) rast najmnina po kvadratnom metru – doprinosi po trajanju boravišta

(godišnje promjene u postocima, doprinosi u postotnim bodovima)



b) rast najmnina prema vrsti urbanizacije i veličini stambenog objekta

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača (CES) i izračun ESB-a

Napomene: Izračuni se temelje na ponderiranim procjenama. Panelom a) obuhvaćen je podzork najmninaca s poznatim trajanjem boravišta. Plava linija prikazuje kombinirani pomični prosjek dvaju tromjesečja za godišnju stopu rasta najmnina podijeljen s kvadratnim metrima. „Do godinu dana“ odnosi se na doprinos ispitanika koji su živjeli u svojem trenutnom boravištu godinu dana ili kraće. Panelom b) obuhvaćen je cjelokupni uzorak najmninaca. Posljednji pomični prosjek dvaju tromjesečja za godišnju stopu rasta odnosi se na siječanj 2025. „Prosječan rast najmnina“ prosjek je godišnjih stopa rasta tijekom razdoblja uzorka (od siječnja 2024. do siječnja 2025.).

Posljednji rast najmnina zabilježen u CES-u bio je veći u gradovima i kod manjih stambenih objekata. Grafikon C, panel b) pokazuje da je rast najmnina u gradovima i nadalje veći od rasta najmnina u predgrađima i ruralnim područjima te da se čini da se ta razlika u nedavnoj prošlosti povećala. Podatci CES-a također upućuju na nešto veći rast najmnina za manje stambene objekte u usporedbi s većima, dok su stope rasta u prošlosti bile uglavnom jednake.

Praćenje nekretnina koje se temelji na CES-u omogućuje pravodobno i temeljito praćenje tržišta najma nekretnina. Ti pojedinačni podatci CES-a mogu proširiti mogućnosti praćenja kretanja najmnina i s obzirom na različitosti među kućanstvima. Budućim aktivnostima nastojat će se dodatno potvrditi taj pokazatelj, uključujući unakrsnu validaciju podataka CES-a s vanjskim izvorima. Nadalje, uloga prilagodba kvalitete u rastu najmnina mogla bi se temeljitije istražiti razmatranjem činitelja kao što su starost stambenog objekta, lokacija i obnova, kako bi se procijenilo u kojoj mjeri stopa rasta odražava promjene u kvaliteti stambenih nekretnina.

6. Razumijevanje relativnog kretanja inflacije cijena dobara i inflacije cijena usluga

Priredili: Catalina Martínez Hernández, Mario Porqueddu, Blanca Prat I Bayarri i Lourdes Maria Zulli Gandur

Razlika između inflacije cijena usluga i inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije (IPE) mijenja se tijekom vremena, ali je ostala pozitivna tijekom dužeg razdoblja do naglog porasta inflacije u razdoblju 2021. – 2022. (Grafikon A).¹

Povijesno gledano cijene usluga rasle su brže od cijena industrijskih proizvoda bez energije, što upućuje na postojanu pozitivnu razliku između tih dviju stopa inflacije. Razlika između godišnjih stopa inflacije kretala se od prosječno 1,5 postotnih bodova u razdoblju od 1999. do 2008. do prosječno 1,0 postotnog boda između 2008. i 2019. To je smanjenje uglavnom posljedica smanjenja inflacije cijena usluga, vjerojatno zbog slabe potražnje i niskog rasta plaća nakon financijske krize i krize državnog duga.² Tijekom pandemije bolesti COVID-19 ograničenja kao što su ograničavanje fizičkih kontakata i raširene mjere zatvaranja utjecali su na relativnu potrošnju dobara i usluga te s njom povezane cjenovne pritiske. Do 2022. brz i snažan porast inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije, koji je nadmašio rast inflacije cijena usluga, doveo je do negativne razlike više od 1 postotnog boda, koja se vratila u pozitivno područje tek kada se inflacija cijena dobara normalizirala u 2023. i 2024. na način koji je bio gotovo simetričan u odnosu na prethodni nagli rast. Međutim, inflacija cijena industrijskih proizvoda bez energije smanjila se, a inflacija cijena usluga ostala je povišena i od tada se kretala na razini od oko 4 %. Pozitivna se razlika stoga povećala na prosječno 2,5 postotnih bodova u posljednjim tromjesečjima.

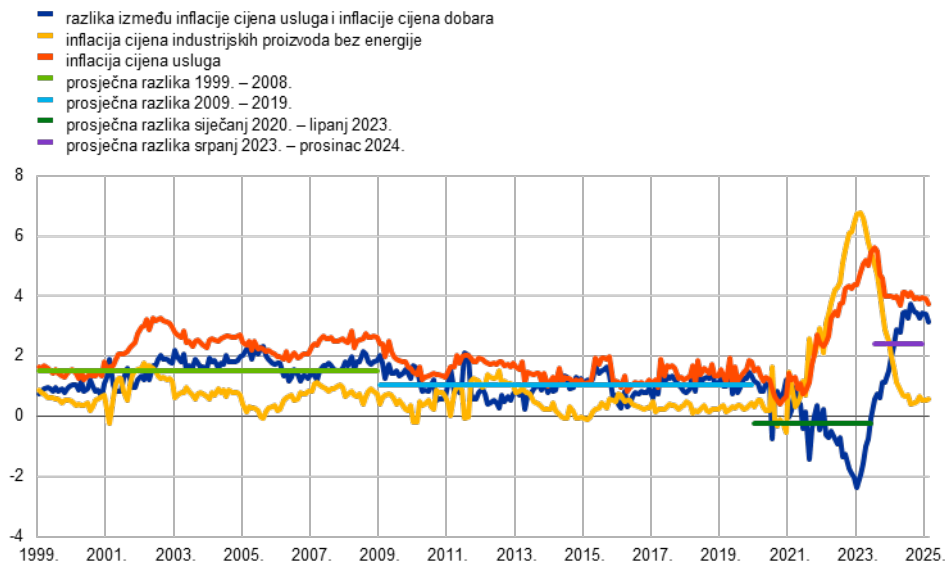
¹ Za raspravu o relativnim kretanjima cijena i teoretska uporišta u Baumolovoj hipotezi o bolesti troškova i Balassa-Samuelsonovoj hipotezi, vidi Lane, P., „[Inflation Diagnostics](#)”, *ESB-ov blog*, 25. studenoga 2022.

² Vidi okvir pod naslovom „[What is behind the change in the gap between services price inflation and goods price inflation?](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 5, ESB, 2019.

Grafikon A

Inflacija cijena usluga i inflacija cijena dobara te razlika među njima

(godišnje promjene u postotcima i postotni bodovi)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Razlika između inflacije cijena usluga i inflacije cijena dobara jest razlika između godišnjih stopa promjene komponenta HIPC-a za usluge i industrijske proizvode bez energije. Posljednji podatci odnose se na veljaču 2025.

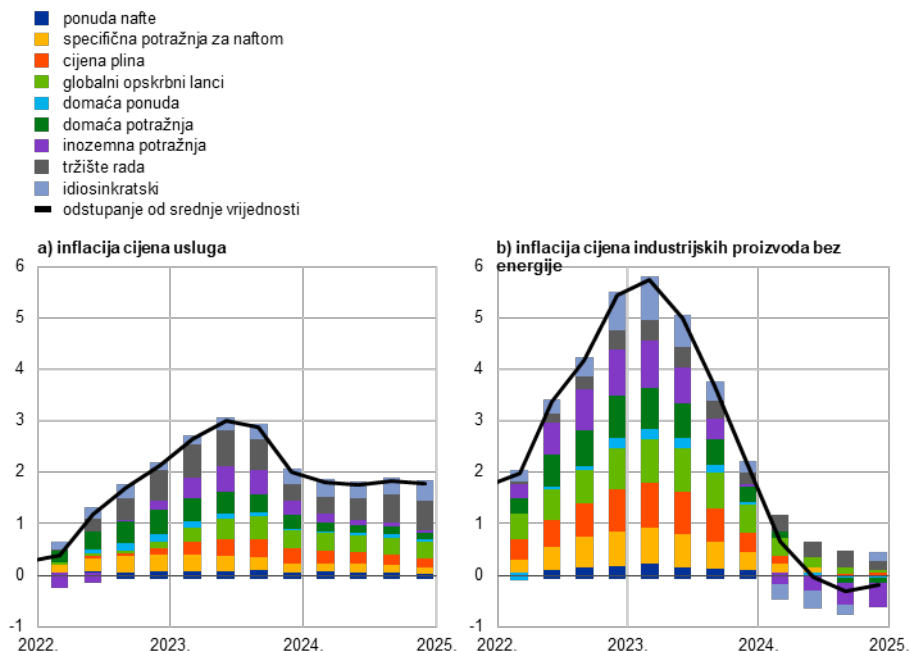
Znatna kretanja razlike između inflacija posljednjih godina uglavnom su posljedica snažnijeg utjecaja troškova energije i globalnih lanaca opskrbe na inflaciju cijena dobara te dinamike plaća i troškova rada. Dokazi iz bajesovskog modela strukturne vektorske autoregresije (BVAR) upućuju na to da su šokovi na strani ponude, posebice oni povezani s energijom i globalnim opskrbnim lancima, imali veći i brži, ali manje postojan učinak na inflaciju cijena industrijskih proizvoda bez energije nego na inflaciju cijena usluga (Grafikon B).³ Najnoviji podatci upućuju na to da su učinci tih šokova uglavnom iščezli iz inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije, koja je trenutačno obuzdana uglavnom zbog slabe inozemne potražnje. Nasuprot tome, kod inflacije cijena usluga učinak šokova na strani ponude bio je postojaniji i nastavlja se pritisak na rast koji proizlazi iz šokova na tržištu rada povezanih s još uvijek snažnim pritiscima na plaće. U nadolazećem bi razdoblju umjereniji rast cijena energije, postupno smanjivanje šokova na strani ponude i niži rast plaća trebali pridonijeti usporavanju inflacije cijena usluga.

³ Tromjesečnu verziju strukturnog BVAR modela procjenjujemo u Bańbura, M., Bobeica, E. i Martínez Hernández, C., „What drives core inflation? The role of supply shocks”, *Working Paper Series*, br. 2875, ESB, 2023. Modelom su obuhvaćeni HIPC, HIPCX, inflacija cijena usluga mjerena HIPC-om, realni BDP, svjetski BDP, proizvodnja mjerena indeksom PMI, rokovi isporuke dobavljača mjereni indeksom PMI i indeks GSCPI (engl. *Global Supply Chain Pressure Index*) iz Benigno, G., di Giovanni, J., Groen, J. J. J. i Noble, A. I., „The GSCPI: A New Barometer of Global Supply Chain Pressures”, *Staff Reports*, br. 1017, Banka federalnih rezerva New Yorka, svibanj 2022. te cijene nafte, proizvodnja nafte, cijene plina, cijene na poljoprivrednom gospodarstvu, ukupne proizvođačke cijene, proizvođačke cijene u sektorima energije i intermedijarnih proizvoda, tečaj EUR/USD i naknade po zaposlenom. Povijesna dekompozicija inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije konstruirana je s pomoću dekompozicije inflacije mjerene HIPCX-om i inflacije cijena usluga te odgovarajućih pondera HIPC-a.

Grafikon B

Povijesna dekompozicija inflacije cijena usluga i inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije

(postotni bodovi i doprinosi u postotnim bodovima u odstupanjima od srednje vrijednosti impliciranim modelom i početnim uvjetima)



Izvori: Eurostat, Haver i izračun ESB-a

Napomene: Paneli po točkama prikazuju doprinos srednje vrijednosti strukturnih šokova inflaciji cijena usluga i inflaciji cijena industrijskih proizvoda bez energije u odstupanju od učinka početnih uvjeta i srednje vrijednosti. Model se zasniva na tromjesečnoj verziji strukturnog BVAR modela u Bańbura, M., Bobeica, E. i Martínez Hernández, C., „What drives core inflation? The role of supply shocks”, *Working Paper Series*, br. 2875, ESB, 2023. Uzorak je procjene od četvrtog tromjesečja 1996. do četvrtog tromjesečja 2024.

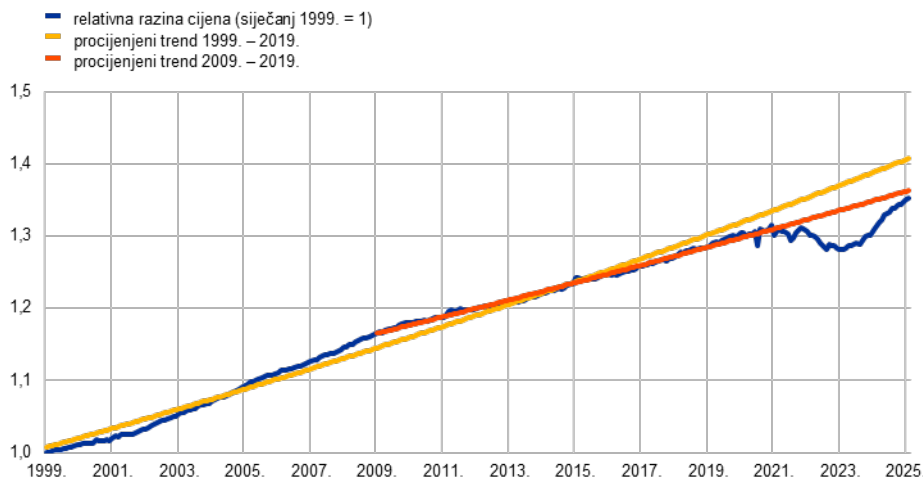
Posljednja velika pozitivna razlika između inflacija upućuje na to da se relativna razina cijena usluga u odnosu na cijene dobara približava trendu zabilježenom prije pandemije (Grafikon C). Između 2021. i sredine 2023. relativna razina cijena usluga u odnosu na cijene industrijskih proizvoda bez energije kretala se znatno ispod dugoročnih trendova. Do veljače 2025. to je odstupanje poraslo na oko 3,9 % ispod trenda procijenjenog u razdoblju 1999. – 2019. Relativne cijene u odnosu na trend daju dodatni uvid u procjenu stopa inflacije u odnosu na dugoročnije prosjeke inflacije jer oni možda nisu pouzdana referentna vrijednost za buduća kretanja. Na primjer, razdoblje „niske inflacije” ispod ciljane razine dovelo je do toga da je dugoročniji prosjek temeljne inflacije prije pandemije iznosio samo 1,6 %, dok trenutno dostupne projekcije za temeljenu inflaciju u idućim godinama upućuju na njezinu stabilizaciju na razini od oko 2,0 %. Prednost je promatranja konvergencije razine relativnih cijena prema trendu u tome što ono, u načelu, ne ovisi o specifičnoj pretpostavci o stopi temeljne inflacije. Osim ako šokovi iz proteklih godina nisu doveli do trajne promjene u preferencijama i produktivnosti, može se očekivati da će se relativna razina cijena, barem u srednjoročnom razdoblju, približiti trendu

zabilježenom prije pandemije. Nedavno kretanje razlike upućuje na gotovo simetrično smanjivanje rasta do sredine 2023.⁴

Grafikon C

Relativne cijene usluga u odnosu na cijene industrijskih proizvoda bez energije

(omjer indeksa razine cijena: siječanj 1999. = 1)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje kretanja cijena usluga u odnosu na kretanja cijena industrijskih proizvoda bez energije. Podatci su sezonski prilagođeni. Posljednji podatci odnose se na veljaču 2025. Trendovi su procijenjeni regresijom logaritma relativne razine cijena u odnosu na konstantni i linearni trend.

Buduća kretanja relativnih cijena uvelike su neizvjesna jer ovise o strukturnim činiteljima povezanim s globalnim trendovima, digitalizacijom, demografijom i klimatskim promjenama. Primjerice, deglobalizacija zbog geopolitičke i trgovinske fragmentacije mogla bi potaknuti rast cijena razmjenjivih dobara.⁵ Digitalizacija i razvoj umjetne inteligencije mogli bi različito utjecati na cijene usluga i dobara.⁶ Veličina ukupnog učinka i nadalje je neizvjesna i ovisi o brzini usvajanja tih tehnologija u proizvodnom procesu. Demografski trendovi, kao što je starenje, mogli bi dovesti do veće potražnje za uslugama i povećati cijene jer bi mogli utjecati na troškove plaća u relativno radno intenzivnom sektoru usluga. Klimatske promjene i s njima povezane mjere ublažavanja mogle bi u različitoj mjeri utjecati na cijene dobara i usluga zbog sektorskih izloženosti posljedicama klimatskih promjena i zbog izloženosti sektorskim politikama ublažavanja, kao što su veći porezi na emisiju CO₂ u okviru energetske tranzicije.⁷

⁴ Amatyakul, P., Igan, D. i Lombardi, M. J., „Sectoral price dynamics in the last mile of post-Covid-19 disinflation”, *BIS Quarterly Review*, Banka za međunarodne namire, ožujak 2024., daju ekonometrijske procjene takve „korekcije pogreške” za razvijena gospodarstva (europodručje, Sjedinjene Američke Države i Ujedinjena Kraljevina), što upućuje na konvergenciju prema trendu u razdoblju od oko dvije godine.

⁵ Za pregled vidi Attinasi, M. G. et al., „Navigating a fragmenting global trading system: insights for central banks”, *Occasional Paper Series*, br. 365, ESB, 2024.

⁶ Za Sjedinjene Američke Države Gazzani, A. G. i Natoli, F., „The Macroeconomic Effects of AI-based Innovation”, SSRN, prosinac 2024., iznose nalaze o negativnom učinku inovacija zasnovanih na umjetnoj inteligenciji na cijene dobara i o pozitivnom, ali neznatnom učinku na cijene usluga. Učinak snižavanja cijena dobara potaknut je padom cijena trajnih i visokotehnoloških proizvoda.

⁷ Za analizu fizičkih rizika za stope inflacije u europodručju vidi Ciccarelli, M., Kuik, F. i Martínez Hernández, C., „The asymmetric effects of temperature shocks on inflation in the largest euro area countries”, *European Economic Review*, sv. 168, rujan 2024.

7. Saznanja banaka i poduzeća o kreditnim uvjetima u europodručju: usporedba zasnovana na anketama ESB-a

Priredili: Maria Dimou, Annalisa Ferrando, Petra Köhler-Ulbrich i Judit Rariga

Ovaj okvir sadržava sveobuhvatnu procjenu anketnih podataka o bankovnom kreditiranju poduzeća u europodručju iz perspektive banaka i poduzeća.

Anketa o kreditnoj aktivnosti banaka u europodručju (BLS) i anketa o pristupu financiranju poduzeća u europodručju (SAFE) dugogodišnje su ankete koje pružaju kvalitativne informacije o ponudi i potražnji za kreditima te njihovoj interakciji.¹ Obje ankete pružaju važne rane naznake budućih trendova u obujmu kredita i pružaju informacije o činiteljima koji utječu na ponudu i potražnju za kreditima. BLS naglasak stavlja na uvjete kreditiranja banaka, uključujući njihovu interakciju s alternativnim izvorima financiranja, prema procjeni banaka. SAFE pruža detaljnije uvide, zasnovane na odgovorima poduzeća, u širu strukturu kapitala poduzeća. Kombiniranjem nalaza iz BLS-a i SAFE-a ankete nadopunjavaju kvantitativne podatke o obujmu kreditiranja i kamatnim stopama te omogućavaju bolju interpretaciju financijskih i gospodarskih uvjeta u europodručju.²

Standardi odobravanja kredita prema BLS-u i dostupnost bankovnih kredita prema SAFE-u konceptualno su blisko povezani i razvijaju se na sličan način (Grafikon A). Procjena banaka o njihovim standardima odobravanja kredita (tj. njihovim kriterijima za odobravanje kredita) u BLS-u uglavnom je pratila percepciju poduzeća o dostupnosti bankovnih kredita prema SAFE-u tijekom provedbe obiju anketa. Ipak, u razdoblju 2015. – 2022. poduzeća su izvijestila o neto poboljšanju dostupnosti bankovnih kredita, dok su procjene banaka pokazale ograničenije neto ublažavanje standarda odobravanja kredita, s neto postotcima koji su fluktuirali oko nule. Takve razlike u neto postotcima između standarda odobravanja kredita prema BLS-u i dostupnosti bankovnih kredita prema SAFE-u upućuju na razlike između procjena rizika banaka i poduzeća te na veću usredotočenost banaka na kreditni rizik. Razlike također mogu proizaći iz promjena u sastavu izloženosti banaka prema poduzećima s posebnim profilima rizika. U novije vrijeme, tijekom ciklusa

¹ Za BLS vidi članak pod naslovom „Happy anniversary, BLS – 20 years of the euro area bank lending survey”, *Ekonomski bilten*, broj 7, ESB, 2023. Za SAFE vidi članak pod naslovom „The Survey on the Access to Finance of Enterprises: monetary policy, economic and financing conditions and inflation expectations”, *Ekonomski bilten*, broj 7, ESB, 2024. BLS prikazuje bankovno kreditiranje poduzeća i kućanstava u europodručju, a SAFE prikazuje ukupnu populaciju poduzeća u europodručju. BLS se provodi tromjesečno od njegova uvođenja 2003. SAFE, koji je pokrenut 2009. s polugodišnjim rasporedom, prešao je na tromjesečnu osnovu u prvom tromjesečju 2024. Time je omogućena učinkovita usporedba s BLS-om. Obje su ankete kvalitativne i postavljaju pitanja bankama/poduzećima o promjenama u ponudi i potražnji za kreditima. Analiza je usredotočena na „neto postotke”, definirane kao razlika između udjela banaka ili poduzeća koji su prijavili pooštavanje/povećanje i udjela onih koji su prijavili ublažavanje/smanjenje. Stoga se neto postotci ne bi trebali tumačiti kao ekvivalenti stopama rasta, već kao pokazatelji smjera promjena.

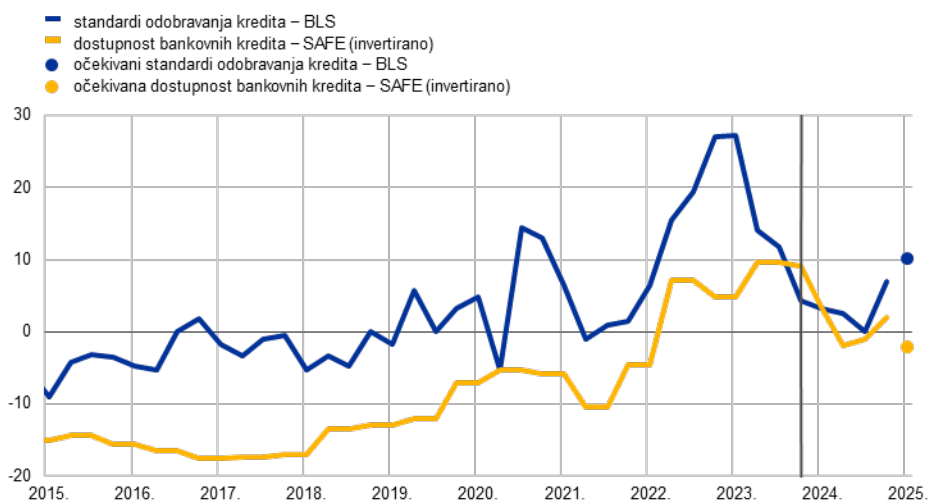
² Za BLS vidi okvir pod naslovom „What information does the euro area bank lending survey provide on future loan developments?”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB, 2022. i Altavilla, C., Darracq Paries, M. i Nicoletti, G., „Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis”, *Journal of Banking & Finance*, sv. 109, 2019. Za SAFE vidi okvir pod naslovom „Firms' access to finance and the business cycle: evidence from the SAFE”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB, 2022. i okvir „Corporate vulnerabilities as reported by firms in the SAFE”, *Ekonomski bilten*, broj 1, ESB, 2024.

pooštavanja monetarne politike u razdoblju 2022. – 2023., obje su ankete pokazale znatno pooštavanje ponude kredita, nakon čega je uslijedilo umjerenije pooštavanje tijekom prva tri tromjesečja 2024. U četvrtom tromjesečju 2024. banke europodručja navele su u BLS-u da su njihovi standardi odobravanja kredita za poduzeća ponovno pooštreni, što su potvrdila poduzeća koja su u SAFE-u izvijestila o ponovnom pogoršanju dostupnosti bankovnih kredita.

Grafikon A

Promjene standarda odobravanja kredita i dostupnosti bankovnih kredita poduzećima

(neto postotci banaka koje su izvijestile o pooštavanju i neto postotci poduzeća koja su izvijestila o pogoršanju)



Izvori: ESB (BLS), ESB i Europska komisija (SAFE) i izračun ESB-a

Napomene: Za BLS pozitivna se vrijednost odnosi na neto pooštavanje standarda odobravanja kredita, dok se za SAFE pozitivna vrijednost odnosi na neto smanjenje dostupnosti bankovnih kredita. Podatci SAFE-a invertirani su. Točke se odnose na očekivanja tijekom sljedeća tri mjeseca (BLS i SAFE). Vertikalna linija označuje četvrto tromjesečje 2023., odnosno razdoblje od kojeg se rezultati dvaju anketa izravno uspoređuju na tromjesečnoj osnovi.

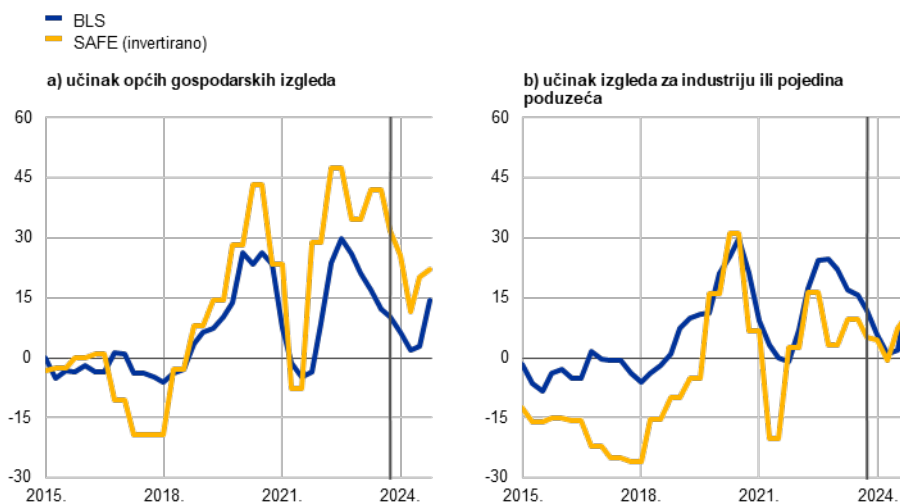
U obje su ankete opći gospodarski izgledi i izgledi za pojedina poduzeće ključni pokretači standarda odobravanja kredita i dostupnosti bankovnih kredita (Grafikon B).

Banke i poduzeća procjenjuju učinak općih gospodarskih izgleda na ponudu kredita na vrlo sličan način, odnosno u uskoj vezi s cikličkim promjenama u gospodarstvu europodručja (Grafikon B, panel a)). Sličnom dinamikom prati se i procjena banaka i poduzeća o učinku izgleda za industriju ili pojedina poduzeća na ponudu kredita, pri čemu poduzeća izvještavaju o vlastitoj situaciji jer obično imaju pozitivniji učinak na dostupnost bankovnih kredita u odnosu na banke (Grafikon B, panel b)). Do toga može doći zbog toga što bi se poduzeća mogla više usredotočiti na svoju dugoročnu kreditnu sposobnost, dok bi se banke mogle više usredotočiti na prospektivnu procjenu kreditnih rizika za bilance industrije i poduzeća. U četvrtom tromjesečju 2024. i banke i poduzeća navele su da su opći gospodarski izgledi i izgledi za pojedina poduzeća važni činitelji smanjivanja dostupnosti bankovnih kredita.

Grafikon B

Učinak odabranih činitelja na standarde odobravanja kredita i dostupnost bankovnih kredita

(neto postotci banaka koje su izvjestile o učinku pooštavanja i neto postotci poduzeća koja su izvjestila o negativnom učinku)



Izvori: ESB (BLS), ESB i Europska komisija (SAFE) i izračun ESB-a

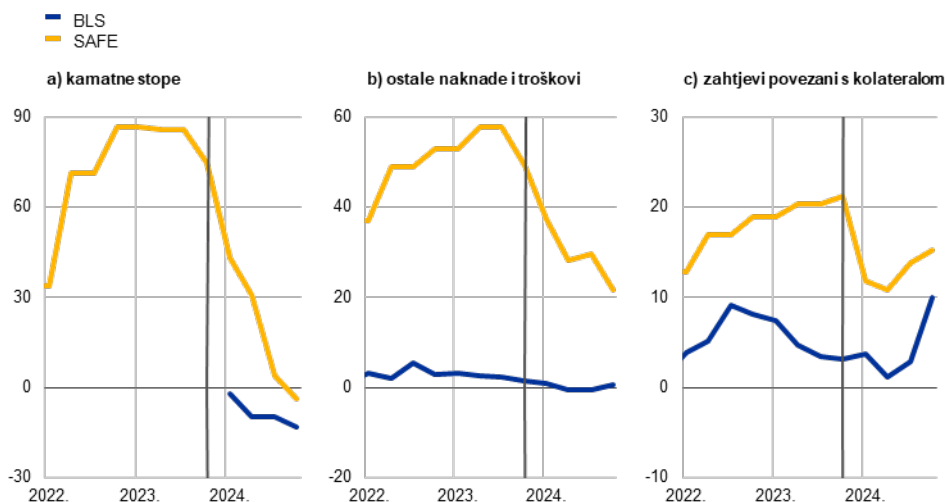
Napomene: Vidi napomene za Grafikon A. U panelu b) pokazatelj BLS-a odnosi se na izgleda za industriju i pojedina poduzeća, a pokazatelj SAFE-a odnosi se na prodaje poduzeća te profitabilnost ili poslovne planove.

Cjenovni i necjenovni uvjeti ugovora o kreditu pridonose razumijevanju kreditne dinamike koja odražava interakciju ponude i potražnje za kreditima (Grafikon C). Uvjeti se mogu promijeniti zbog promjena kamatnih stopa, promjena troškova financiranja osim kamatnih stopa, kao što su terećenja, naknade i provizije, ili zbog drugih necjenovnih uvjeta, kao što su zahtjevi povezani s kolateralom. U četvrtom tromjesečju 2024. i banke i poduzeća izvjestili su da je smanjenje kamatnih stopa bilo praćeno pooštavanjem zahtjeva povezanih s kolateralom. Nadalje, poduzeća su izvjestila da troškovi financiranja osim kamatnih stopa i nadalje imaju učinak neto pooštavanja, dok su banke procijenile da su njihove nekamatne naknade uglavnom nepromijenjene.

Grafikon C

Promjene uvjeta za kredite poduzećima

(neto postotci banaka i poduzeća koji su izvijestili o povećanju ili pooštavanju)



Izvori: ESB (BLS), ESB i Europska komisija (SAFE) i izračun ESB-a

Napomene: Pozitivna se vrijednost i za BLS i za SAFE odnosi na neto povećanje kamatnih stopa ili ostalih naknada i troškova ili na neto pooštavanje zahtjeva povezanih s kolateralom. Kamatne stope u BLS-u odnose se na kamatne stope na kredite, koje su uključene od prvog tromjesečja 2024. Ostale naknade i troškovi jesu nekamatne naknade iskazane u BIS-u i ostali financijski troškovi iskazani u SAFE-u. Vidi Grafikon A za pojedinosti o vertikalnoj liniji.

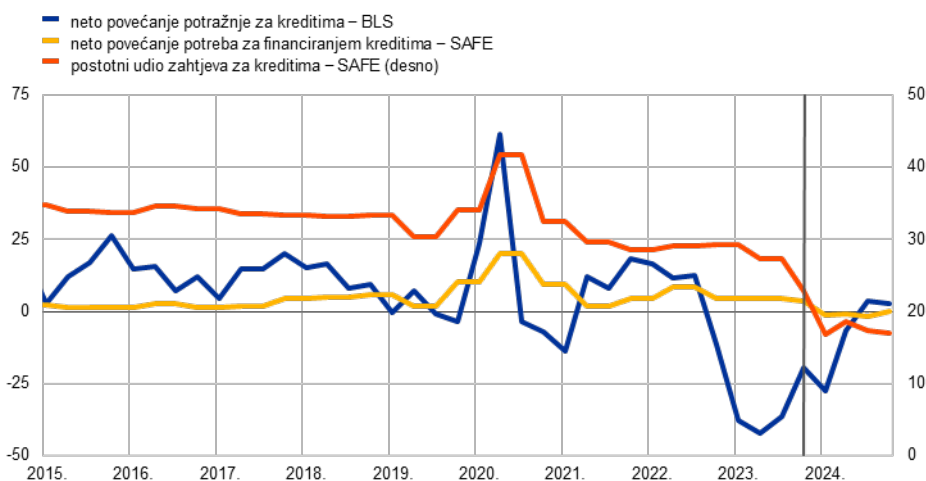
Potražnja poduzeća za bankovnim kreditima u BLS-u obuhvaća promjene u potražnji prema podacima banaka, koje su vrlo ciklične, a SAFE izvještuje o ukupnim promjenama potrebe poduzeća za bankovnim kreditima za vođenje poslovanja, koje su manje ciklične (Grafikon D). U BLS-u potražnja za bankovnim kreditima odnosi se na potrebe poduzeća za financiranjem bankovnim kreditima prema podacima banaka, bez obzira na to dovode li te potrebe naposljetku do odobravanja kredita.³ U SAFE-u potrebe poduzeća za financiranjem bankovnim kreditima odražavaju njihovu percepciju i procjenu njihovih potreba za vanjskim financiranjem, što možda neće uvijek dovesti do toga da poduzeća zatraže kredit od banke. Prema tome, pokazatelj SAFE-a obuhvaća i potrebe za financiranjem koje su uočile banke i one koje bi inače mogle ostati neprepoznate, kao što su potrebe poduzeća bez ikakvog kontakta s bankama ili potrebe obeshrabrenih dužnika. Drugi pokazatelj SAFE-a pruža informacije o udjelu poduzeća koja podnose zahtjev za bankovne kredite. Pokazatelj potražnje iz BLS-a s povijesnog je stajališta više cikličan nego mjere potražnje iz SAFE-a, što bi moglo biti posljedica razlika u načinu na koji banke i poduzeća procjenjuju potražnju. Banke bi mogle biti više usredotočene na procjenu potražnje poduzeća za kreditima u kontekstu opće gospodarske situacije i poslovnih izgleda, dok se poduzeća više usredotočuju na svoje poslovanje i poslovne prilike. Ipak, pokazatelji iz obiju anketa upućivali su na postojanu slabost potražnje za kreditima od kraja 2022. do četvrtog tromjesečja 2024., unatoč smanjenju kamatnih stopa.

³ Na temelju redovitih kontakata s postojećim korporativnim klijentima banke u BLS-u izrađuju procjenu promjena potreba poduzeća za financiranjem, čak i kada je riječ o poduzećima koja nemaju potrebu za kreditima. To se očituje i u odgovorima banaka o, primjerice, utjecaju alternativnih izvora financiranja na potražnju poduzeća za kreditima. Osim toga, banke mogu primiti dodatne signale od potencijalnih novih klijenata ako im se ta poduzeća obraćaju radi kredita.

Grafikon D

Promjene u potražnji za kreditima u BLS-u i potrebe i zahtjevi za financiranjem bankovnim kreditima u SAFE-u

(lijeva os: neto postotci, desna os: postotci)



Izvori: ESB (BLS), ESB i Europska komisija (SAFE) i izračun ESB-a

Napomene: Na lijevoj osi, za BLS pozitivna se vrijednost odnosi na neto povećanje potražnje za kreditima u banci, dok se za SAFE pozitivna vrijednost odnosi na neto povećanje potrebe poduzeća za bankovnim kreditima. Na desnoj osi, postotci pokazuju udio poduzeća koja su podnijela zahtjev za bankovni kredit u odnosu na sva poduzeća za koja su bankovni krediti važan izvor financiranja. Vidi Grafikon A za pojedinosti o vertikalnoj liniji.

Općenito gledajući, rezultati BLS-a i SAFE-a obogaćuju analizu dinamike kreditiranja jer pružaju dodatna saznanja kroz prizmu banaka i poduzeća.

Ankete stoga također poboljšavaju interpretaciju financijskih i gospodarskih uvjeta u europodručju. Što se tiče najnovijih kretanja, u četvrtom tromjesečju 2024. BLS i SAFE dosljedno su upućivali na ponovno pooštavanje ponude bankovnih kredita poduzećima u europodručju, što je, čini se, bilo potaknuto povećanim kreditnim rizicima. Osim toga, banke i poduzeća naveli su da su kretanja potražnje i nadalje bila prigušena.

8. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 23. listopada 2024. do 4. veljače 2025.

Priredili: Samuel Bieber i Vladimir Tsonchev

U ovom se okviru opisuju likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike Eurosustava tijekom sedmog i osmog razdoblja održavanja pričuva u 2024. Ta su dva razdoblja zajedno trajala od 23. listopada 2024. do 4. veljače 2025. („promatrano razdoblje”).

Prosječan višak likvidnosti u bankovnom sustavu europodručja nastavio se smanjivati tijekom promatranog razdoblja. Puštanje likvidnosti smanjilo se zbog nižeg stanja vrijednosnih papira u Eurosustavu kupljenih u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (APP) i hitnog programa kupnje zbog pandemije (PEPP), koje je rezultat obustave reinvestiranja u sklopu APP-a od početka srpnja 2023. i tek djelomičnog reinvestiranja u sklopu PEPP-a od početka srpnja 2024. Reinvestiranje u sklopu PEPP-a u potpunosti je obustavljeno na kraju prosinca 2024. Smanjenje puštanja likvidnosti bilo je i posljedica dospjeća posljednje operacije u sklopu treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO III) 18. prosinca 2024. Ono je djelomično neutralizirano kontinuiranim smanjenjem apsorpcije likvidnosti putem neto autonomnih činitelja.

Potrebe za likvidnošću

Prosječne dnevne potrebe za likvidnošću bankovnog sustava, definirane kao zbroj neto autonomnih činitelja i obveznih pričuva, smanjile su se za 39 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na 1.423 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 porast od 1 mlrd. EUR i iznosile su 164 mlrd. EUR, što je tek neznatno utjecalo na promjenu agregatnih potreba za likvidnošću.

Autonomni činitelji povlačenja likvidnosti povećali su se za 54 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, uglavnom zbog povećanja ostalih autonomnih činitelja. Neto ostali autonomni činitelji porasli su prosječno za 54 mlrd. EUR. To je uglavnom bilo posljedica povećanja salda na računima revalorizacije zbog viših cijena zlata, što je više nego neutralizirano odgovarajućim porastom neto inozemne imovine (vidi niže u tekstu odlomak o autonomnim činiteljima puštanja likvidnosti). Državni depoziti smanjili su se za 7 mlrd. EUR i iznosili su 111 mlrd. EUR. Ukupno smanjenje državnih depozita u razdoblju od 2022. rezultat je normalizacije zaštitnih slojeva gotovine koje drže nacionalne riznice i 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 mlrd. EUR, odnosno na 1.569 mlrd. EUR. Potražnja za novčanicama i nadalje je uglavnom stabilna nakon što je dosegla najvišu razinu u srpnju 2022.

Autonomni činitelji puštanja likvidnosti porasli su za 93 mlrd. EUR, ponajprije zbog povećanja neto inozemne imovine za 71 mlrd. EUR. Do povećanja neto inozemne imovine došlo je uglavnom zbog povećanja cijena zlata i porasta potraživanja od rezidenata europodručja nominiranih u stranoj valuti. Neto imovina nominirana u eurima porasla je za 22 mlrd. EUR u promatranom razdoblju.

Tablica A

Likvidnosni uvjeti u Eurosustavu

Obveze

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 23. listopada 2024. – 4. veljače 2025.						prethodno promatrano razdoblje: 24. srpnja – 22. listopada 2024.	
	sedmo i osmo razdoblje održavanja		sedmo razdoblje održavanja: 23. listopada – 17. prosinca 2024.		osmo razdoblje održavanja: 18. prosinca 2024. – 4. veljače 2025.		peto i šesto razdoblje održavanja	
autonomni činitelji povlačenja likvidnosti	2.739	(+54)	2.725	(+23)	2.756	(+31)	2.686	(+45)
novčanice u optjecaju	1.569	(+7)	1.563	(+3)	1.577	(+13)	1.563	(+8)
državni depoziti	111	(–7)	114	(–3)	107	(–7)	118	(+1)
ostali autonomni činitelji (neto) ¹⁾	1.059	(+54)	1.047	(+23)	1.072	(+25)	1.005	(+37)
tekući računi iznad minimalnih obveznih pričuva	6	(–1)	5	(–1)	7	(+2)	7	(+1)
minimalne obvezne pričuve²⁾	164	(+1)	163	(+0)	164	(+1)	162	(+1)
novčani depozit	2.917	(–115)	2.928	(–61)	2.904	(–24)	3.032	(–139)
operacije fine prilagodbe za povlačenje likvidnosti	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: 23. listopada 2024. – 4. veljače 2025.						prethodno promatrano razdoblje: 24. srpnja – 22. listopada 2024.	
	sedmo i osmo razdoblje održavanja		sedmo razdoblje održavanja: 23. listopada – 17. prosinca 2024.		osmo razdoblje održavanja: 18. prosinca 2024. – 4. veljače 2025.		peto i šesto razdoblje održavanja	
autonomni činitelji puštanja likvidnosti	1.480	(+93)	1.437	(+30)	1.528	(+91)	1.386	(+68)
neto inozemna imovina	1.170	(+71)	1.146	(+22)	1.198	(+53)	1.099	(+54)
neto imovina nominirana u eurima	309	(+22)	292	(+8)	330	(+38)	287	(+14)
instrumenti monetarne politike	4.346	(–154)	4.384	(–69)	4.303	(–81)	4.501	(–160)
operacije na otvorenom tržištu	4.346	(–154)	4.384	(–69)	4.303	(–81)	4.501	(–160)
kreditne operacije	40	(–37)	50	(–7)	28	(–22)	76	(–58)
– MRO	10	(+5)	9	(+1)	11	(+2)	5	(+1)
– tromjesečni LTRO	14	(+5)	12	(+1)	17	(+6)	10	(+2)
– TLTRO III	16	(–46)	29	(–9)	0	(–29)	62	(–61)
portfelji izravnih monetarnih transakcija ¹⁾	4.306	(–118)	4.334	(–62)	4.275	(–59)	4.424	(–102)
mogućnost posudbe na kraju dana	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Izvor: ESB

Napomene: Svi podaci u tablici zaokruženi su na najbližu 0,1 mlrd. EUR. Podaci 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: 23. listopada 2024. – 4. veljače 2025.						prethodno promatrano razdoblje: 24. srpnja – 22. listopada 2024.	
	sedmo i osmo razdoblje održavanja		sedmo razdoblje održavanja: 23. listopada – 17. prosinca 2024.		osmo razdoblje održavanja: 18. prosinca 2024. – 4. veljače 2025.		peto i šesto razdoblje održavanja	
agregatne potrebe za likvidnošću¹⁾	1.423	(–39)	1.451	(–7)	1.392	(–59)	1.462	(–22)
neto autonomni činitelji²⁾	1.260	(–40)	1.288	(–7)	1.228	(–60)	1.300	(–23)
višak likvidnosti³⁾	2.923	(–116)	2.933	(–62)	2.911	(–22)	3.039	(–138)

Izvor: ESB

Napomene: Svi podaci u tablici zaokruženi su na najbližu 0,1 mlrd. EUR. Podaci 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: 23. listopada 2024. – 4. veljače 2025.				prethodno promatrano razdoblje: 24. srpnja – 22. listopada 2024.			
	sedmo razdoblje održavanja: 23. listopada – 17. prosinca 2024.		osmo razdoblje održavanja: 18. prosinca 2024. – 4. veljače 2025.		peto razdoblje održavanja: 24. srpnja – 17. rujna 2024.		šesto razdoblje održavanja: 18. rujna – 22. listopada 2024.	
MRO	3,40	(–0,25)	3,15	(–0,25)	4,25	(+0,00)	3,65	(–0,60)
moгуćnost posudbe na kraju dana	3,65	(–0,25)	3,40	(–0,25)	4,50	(+0,00)	3,90	(–0,60)
novčani depozit	3,25	(–0,25)	3,00	(–0,25)	3,75	(+0,00)	3,50	(–0,25)
€STR	3,16	(–0,25)	2,92	(–0,25)	3,66	(+0,00)	3,41	(–0,25)
RepoFunds Rate Euro	3,23	(–0,26)	2,97	(–0,26)	3,73	(+0,01)	3,49	(–0,24)

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

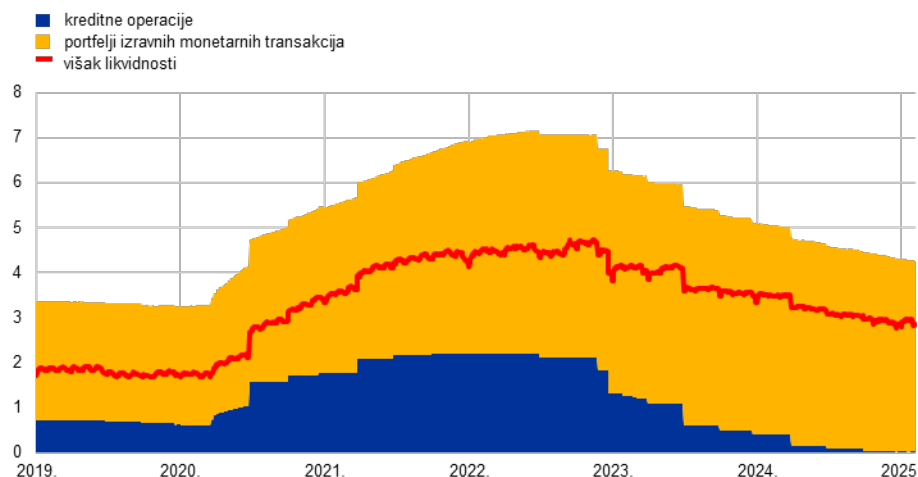
Prosječan iznos likvidnosti osigurane instrumentima monetarne politike smanjio se za 154 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 4.346 mlrd. EUR (Grafikon A).

To je smanjenje ponude likvidnosti prije svega bilo posljedica smanjenja portfelja izravnih monetarnih transakcija i, u manjoj mjeri, kreditnih operacija Eurosustava.

Grafikon A

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

(bil. EUR)



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na 4. veljače 2025.

Prosječan iznos likvidnosti osigurane portfeljima izravnih monetarnih transakcija smanjio se za 118 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja,

odnosno na 4.306 mlrd. EUR. Do tog je smanjenja došlo zbog dospjeća vrijednosnih papira u sklopu APP-a i tek djelomičnog reinvestiranja u sklopu PEPP-a između 1. srpnja i 31. prosinca 2024., nakon čega su sva reinvestiranja obustavljena.¹

Prosječan iznos likvidnosti osigurane kreditnim operacijama smanjio se za 37 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 40 mlrd. EUR.

Spomenuto smanjenje uglavnom odražava smanjenje nepodmirenih iznosa u sklopu operacija TLTRO III zbog dospjeća posljednje operacije u sklopu operacija TLTRO III 18. prosinca 2024. (29. mlrd. EUR). Prosječni nepodmireni iznosi u sklopu tromjesečnih operacija dugoročnijeg refinanciranja (LTRO) i glavnih operacija refinanciranja (MRO) povećali su se za 5 mlrd. EUR. Relativno ograničeno sudjelovanje banaka u tim redovitim operacijama, unatoč znatnim otplatama u sklopu operacija TLTRO, upućuje na njihove sveukupno dostatne likvidnosne pozicije i dostupnost alternativnih izvora financiranja po atraktivnim tržišnim stopama i dospjećima.

Višak likvidnosti

Prosječan višak likvidnosti bio je niži za 116 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja i iznosio je 2.923 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 tijekom promatranog razdoblja pao na razinu nižu od 3.000 mlrd. EUR.

Kretanja kamatnih stopa

U promatranom razdoblju Upravno vijeće dvaput je smanjilo tri ključne kamatne stope monetarne politike ESB-a za 25 baznih bodova, osobito stopu na novčani depozit kojom usmjerava stajalište monetarne politike. Kamatne stope za novčani depozit, glavne operacije financiranja i mogućnost posudbe na kraju dana iznosile su tako 2,75 %, 2,90 % i 3,15 % neposredno nakon kraja promatranog razdoblja.

Prosječna eurska kratkoročna kamatna stopa (€STR) tijekom promatranog razdoblja odraz je smanjenja kamatnih stopa monetarne politike ESB-a, pri čemu je zadržala negativnu razliku u odnosu na kamatnu stopu na novčani depozit. €STR je bio prosječno za 8,4 bazna boda niži od kamatne stope na novčani depozit tijekom promatranog razdoblja, u usporedbi s prosječno 8,7 baznih bodova u

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

petom i šestom 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 bliže kamatnoj stopi na novčani depozit nego €STR. Repo stopa bila je prosječno za 2,6 baznih bodova niža od kamatne stope na novčani depozit tijekom promatranog razdoblja, u usporedbi s prosječno 1,6 baznih bodova u petom i šestom razdoblju održavanja u 2024. Relativno mala razlika između repo stopa i kamatne stope na novčani depozit posljedica je sve veće dostupnosti kolaterala zbog većeg neto izdavanja, oslobađanja kolaterala mobiliziranog u dospjelim/otplaćenim operacijama TLTRO i smanjivanja stanja APP-a i PEPP-a u Eurosustavu. Drugi činitelj koji je izvršavao pritisak na rast repo stopa uključivao je veću potražnju ulagača s financijskom polugom za financiranje dugih pozicija u obveznicama. Prijenos promjena kamatnih stopa monetarne politike na repo stope također je bio neometan i neposredan.

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 5. ožujka 2025.

PDF ISSN 2363-3603, QB-01-25-080-HR-N