



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

Ekonomski bilten

Broj 4/2025.



Sadržaj

Gospodarska, finansijska i monetarna kretanja	2
Pregled	2
1. Vanjsko okruženje	8
2. Gospodarska aktivnost	14
3. Cijene i troškovi	21
4. Kretanja na finansijskim tržištima	28
5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja	34
6. Fiskalna kretanja	40
Okviri	44
1. Finansijski uvjeti u SAD-u i njihova veza s gospodarskom aktivnošću: uloga vrednovanja vlasničkih vrijednosnih papira	44
2. Trgovinske politike SAD-a i aktivnosti multinacionalnih poduzeća iz SAD-a u europodručju	49
3. Izgledi za poslovna ulaganja u europodručju – nalazi ESB-ove ankete velikih poduzeća	55
4. Aktualna situacija s inflacijskim pritiscima koji proizlaze iz ponovnog određivanja cijena	62
5. Kolebljivost na finansijskim tržištima i neizvjesnost povezana s gospodarskom politikom: premošćivanje praznine	68
6. Odrednice inflacijskih očekivanja poduzeća u anketi SAFE	74
7. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 5. veljače do 22. travnja 2025.	80

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja

Pregled

Na sastanku održanom 5. lipnja 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, zasnivala se na novoj ocjeni inflacijskih izgleda, dinamike temeljne inflacije i jačine transmisije monetarne politike.

Inflacija je trenutačno na razinama oko srednjoročnog cilja Upravnog vijeća od 2 %. Prema osnovnim makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2025. prosječna stopa ukupne inflacije trebala bi iznositi 2,0 % u 2025., 1,6 % u 2026. i 2,0 % u 2027. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2025. revidirana je naniže za 0,3 postotna boda za 2025. i za 2026., i to uglavnom zbog nižih pretpostavka o cijenama energije i jačeg eura. Stručnjaci Eurosustava predviđaju prosječnu stopu inflacije bez energije i hrane od 2,4 % u 2025. te 1,9 % u 2026. i 2027., što je uglavnom u skladu s projekcijama iz ožujka.

Stručnjaci predviđaju da će prosječna stopa rasta realnog BDP-a iznositi 0,9 % u 2025., 1,1 % u 2026. i 1,3 % u 2027. Projekcija rasta za 2025. nije revidirana zato što je rast u prvom tromjesečju premašio očekivanja i zato što se očekuje da će u ostatku godine podbaciti u odnosu na prethodna očekivanja. Premda se očekuje da će neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama nepovoljno utjecati na poslovno ulaganje i izvoz, posebno u kratkoročnom razdoblju, sve veće državno ulaganje u obranu i infrastrukturu u sve će većoj mjeri podupirati rast tijekom srednjoročnog razdoblja. Veći realni dohodci i snažno tržište rada omogućit će veću potrošnju kućanstava. To bi, zajedno s povoljnijim uvjetima financiranja, trebalo pridonijeti otpornosti gospodarstva na globalne šokove.

S obzirom na veliku neizvjesnost stručnjaci su procijenili i određene mehanizme kojima bi različite trgovinske politike mogle utjecati na rast i inflaciju u određenim alternativnim ilustrativnim scenarijima, koji će se objaviti na mrežnim stranicama ESB-a zajedno s projekcijama stručnjaka. Prema toj analizi scenarija, dođe li do dodatnog zaoštavanja trgovinskih napetosti tijekom sljedećih mjeseci, rast i inflacija bili bi na razinama koje su niže od osnovnih projekcija. No, dođe li do smirivanja trgovinskih napetosti i povoljnog ishoda, stope rasta i, u manjoj mjeri, inflacije bile bi više nego u osnovnim projekcijama.

Većina mjera temeljne inflacije upućuje na zaključak da će se inflacija stabilizirati, i to postojano, na razinama oko srednjoročnog cilja Upravnog vijeća od 2 %. Rast plaća još je povećan, ali i nadalje se primjetno smanjuje, pri čemu dobit djelomično neutralizira njegov utjecaj na inflaciju. Vlada manja zabrinutost da će povećana

neizvjesnost i kolebljivi odgovor tržišta na trgovinske napetosti u travnju dovesti do pooštavanja uvjeta financiranja.

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 iznimne neizvjesnosti, na svakom će sastanku primjenjivati pristup koji se zasniva na podacima. 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

Stopa gospodarskog rasta u prvom je tromjesečju 2025. iznosila 0,3 % prema brznoj procjeni Eurostata. Prema toj procjeni stopa nezaposlenosti, koja je u travnju iznosila 6,2 %, na najnižoj je razini od uvođenja eura, a stopa rasta zaposlenosti u prvom je tromjesečju ove godine iznosila 0,3 %.

Izgledi za gospodarski rast europodručja obilježeni su trgovinskim napetostima i povećanom globalnom neizvjesnošću. Predviđa se da će se njihov nepovoljni utjecaj u cijeloj 2025. djelomično neutralizirati time što je gospodarska aktivnost premašila očekivanja u prvom tromjesečju, među ostalim, vjerojatno zbog ubrzanja izvoza u očekivanju povećanja carina. U srednjoročnom razdoblju gospodarsku aktivnost trebale bi poduprijeti nedavno najavljene nove fiskalne mjere. U osnovnim projekcijama iz lipnja 2025. pretpostavlja se da će američke carine na robu iz EU-a, koje su porasle na 10 %, ostati na snazi tijekom cijeloga projekcijskog razdoblja. Više carinske stope, zajedno s povećanom neizvjesnošću povezanom s trgovinskim politikama i nedavnom aprecijacijom eura, nepovoljno će utjecati na izvoz i ulaganje europodručja te u manjoj mjeri na potrošnju. Međutim, nova državna potrošnja na infrastrukturu i obranu, prije svega u Njemačkoj, trebala bi od 2026. poticati domaću potražnju u europodručju. Općenito, i nadalje postoje preduvjeti za jačanje rasta BDP-a europodručja tijekom projekcijskog razdoblja. Postupnom oporavku osobito bi trebali pridonijeti rast realnih plaća i zaposlenosti, manje restriktivni uvjeti financiranja, koji su uglavnom posljedica nedavnih odluka o monetarnoj politici, te ponovno povećanje inozemne potražnje kasnije u projekcijskom razdoblju. U odnosu na projekcije iz ožujka 2025. izgledi za rast BDP-a u 2025. ostali su nepromijenjeni jer se predviđa da će najnovije podatke, koji su bolji od očekivanih, uvelike neutralizirati učinci trgovinskih napetosti i aprecijacija tečaja eura. Zbog trgovinskih napetosti i snažnijeg tečaja rast je revidiran naniže za 2026., a za 2027. nije revidiran.

U skladu s projekcijama iz lipnja 2025. anketni podatci općenito upućuju na slabije izgleda u kratkoročnom razdoblju. Aktivnost u sektoru prerađivačke industrije povećala se, djelomično zato što se provedba trgovinskih transakcija ubrzala u očekivanju povećanja carina, ali usporava se aktivnost u uslužnom sektoru, koji je

usmjereniji na domaće tržište. Očekuje se da će više carine i jači euro poduzećima otežati izvoz. Velika neizvjesnost trebala bi nepovoljno utjecati na ulaganje.

No, gospodarstvo je i nadalje otporno zbog nekoliko činitelja, koji bi trebali podupirati rast u srednjoročnom razdoblju. Snažno tržište rada, rast realnih dohodaka, stabilne bilance privatnog sektora i blaži uvjeti financiranja, djelomično zbog prethodnih smanjenja kamatnih stopa Upravnog vijeća, trebali bi pomoći potrošačima i poduzećima u nošenju s posljedicama kolebljivoga globalnog okružja. Rast bi trebale potaknuti i nedavno najavljene mjere povećanja ulaganja u obranu i infrastrukturu.

U trenutačnom geopolitičkom okružju još je potrebnije fiskalnim i strukturnim politikama žurno povećati produktivnost, konkurentnost i otpornost gospodarstva europodručja. Kompas konkurentnosti Europske komisije sadržava konkretan plan djelovanja i trebalo bi brzo donijeti predložene mjere, uključujući mjere namijenjene pojednostavnjivanju. Među tim je mjerama i dovršetak unije za štednju i ulaganja u skladu s jasnim i ambicioznim vremenskim rasporedom. Važno je i brzo uspostaviti zakonodavni okvir kao osnovu za moguće uvođenje digitalnog eura. Vlade bi se trebale pobrinuti za održivost javnih financija u skladu s okvirom gospodarskog upravljanja EU-a, a prioritet bi im trebale biti ključne strukturne reforme kojima se potiče rast i strateško ulaganje.

Inflacija

Prema brzoj procjeni Eurostata godišnja inflacija smanjila se s 2,2 % u travnju na 1,9 % u svibnju. Inflacija cijena energije zadržala se na razini od –3,6 %. Inflacija cijena hrane, koja je prethodnog mjeseca iznosila 3,0 %, povećala se na 3,3 %. Inflacija cijena robe ostala je nepromijenjena i iznosila je 0,6 %, a inflacija cijena usluga smanjila se s 4,0 % u travnju na 3,2 %. Inflacija cijena usluga snažno je porasla u travnju u prvom redu zato što je rast cijena putničkih usluga oko uskrasnih blagdana premašio očekivanja.

Većina pokazatelja temeljne inflacije upućuje na zaključak da će se inflacija stabilizirati, i to postojano, na razini srednjoročnog cilja Upravnog vijeća od 2 %. Rast troškova rada postupno se smanjuje, na što upućuju novi podatci o dogovorenim plaćama i dostupni podatci o naknadama po zaposlenom u pojedinim državama. ESB-ov alat za praćenje plaća upućuje na daljnje slabljenje rasta dogovorenih plaća u 2025., a u projekcijama iz lipnja 2025. predviđa se pad rasta plaća na razine niže od 3 % u 2026. i 2027. Niže cijene energije i jači euro stvaraju pritisak na smanjenje inflacije u kratkoročnom razdoblju, ali inflacija bi se 2027. trebala vratiti na ciljnu razinu.

Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača blago su porasla u travnju 2025., vjerojatno potaknuta vijestima o trgovinskim napetostima. No, većina mjera dugoročnijih inflacijskih očekivanja i nadalje je na razinama od oko 2 %, što podupire stabilizaciju inflacije na razinama oko cilja Upravnog vijeća.

Očekuje se da će se ukupna inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) u kratkoročnom razdoblju zadržati ispod 2 %, no da će se u

srednjoročnom razdoblju vratiti na ciljnu razinu. Stručnjaci Eurosustava očekuju da bi se inflacija tijekom 2025. trebala smanjivati i dosegnuti najnižu razinu od 1,4 % u prvom tromjesečju 2026., nakon čega bi se u 2027. trebala vratiti na 2,0 %. Predviđa se da će smanjenje ukupne inflacije u 2025. djelomično prouzročiti negativna stopa inflacije cijena energije nakon nedavnog pada cijena nafte i veleprodajnih cijena prirodnog plina. Očekuje se da će inflacija cijena energije ostati negativna do 2027., kada će na snagu stupiti mjere za ublažavanje klimatskih promjena povezane s novim sustavom za trgovanje emisijama (ETS2). Nakon privremenog povećanja u drugom tromjesečju 2025., inflacija cijena hrane trebala bi u 2027. pasti na stope neznatno više od 2 %. Očekuje se da će se inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane smanjiti pod utjecajem komponente usluga kako učinci odgođenog usklađivanja cijena pod nekim stavkama i pritisci plaća budu slabjeli te kako se niže cijene energije budu prenosile kroz cjenovni lanac. Rast plaća trebao bi se i nadalje smanjivati kako se pritisci radi nadoknade pada realnih plaća budu smanjivali. To bi, zajedno s oporavkom rasta produktivnosti, trebalo dovesti do znatno sporijeg rasta jediničnih troškova rada. Očekuje se da će vanjski cjenovni pritisci, vidljivi iz uvoznih cijena, i nadalje biti umjereni, pod pretpostavkom da carinske politike EU-a ostanu nepromijenjene, pri čemu iz snažnijeg eura i pada cijene energenata u proteklm mjesecima proizlaze određeni pritisci na smanjenje inflacije. U odnosu na projekcije iz ožujka 2025. izgledi za ukupnu inflaciju mjerenu HIPC-om revidirani su naniže za 0,3 postotna boda za 2025. i za 2026. zbog pretpostavka o nižim cijenama energenata i aprecijacije eura, a za 2027. nisu revidirani.

Procjena rizika

Rizici za gospodarski rast i nadalje su pretežno negativni. Daljnje zaoštavanje globalnih trgovinskih napetosti i s njima povezana neizvjesnost mogli bi smanjiti izvoz, ulaganje i potrošnju te stoga i gospodarski rast u europodručju. Pogoršanje raspoloženja na financijskim tržištima moglo bi dovesti do pooštavanja uvjeta financiranja te manje sklonosti riziku i manje spremnosti poduzeća i kućanstava na ulaganje i potrošnju. Geopolitičke napetosti, kao što su neopravdani rat koji Rusija vodi protiv Ukrajine i tragični sukob na Bliskom istoku, i nadalje su važan izvor neizvjesnosti. Međutim, brzo smirivanje trgovinskih i geopolitičkih napetosti moglo bi pridonijeti boljem raspoloženju i većoj aktivnosti. Rastu bi pridonijeli i dodatno povećanje rashoda za obranu i infrastrukturu te reforme kojima se potiče produktivnost.

Inflacijski izgledi za europodručje neizvjesniji su nego inače zbog kolebljivosti globalnih trgovinskih politika. Pad cijena energije i jači euro mogli bi stvoriti dodatni pritisak na smanjenje inflacije, koji bi mogli pojačati i manja potražnja za izvozom europodručja i preusmjeravanje izvoza država s viškom kapaciteta u europodručje zbog većih carina. Trgovinske napetosti mogle bi prouzročiti veću kolebljivost i nesklonost riziku na financijskim tržištima, što bi nepovoljno utjecalo na domaću potražnju te bi tako također pridonijelo smanjenju inflacije. Nasuprot tomu, rascjepkanost globalnih opskrbnih lanaca mogla bi pridonijeti rastu uvoznih cijena i povećati ograničenje kapaciteta domaćega gospodarstva te tako potaknuti rast inflacije. Rastu inflacije u srednjoročnom razdoblju moglo bi pridonijeti i povećanje

rashoda za obranu i infrastrukturu. Cijene hrane mogle bi biti veće od očekivanih zbog ekstremnih vremenskih uvjeta i, općenito gledano, razvoja klimatske krize.

Financijski i monetarni uvjeti

Nerizične kamatne stope uglavnom su ostale nepromijenjene od sastanka Upravnog vijeća o monetarnoj politici 17. travnja 2025. Zbog pozitivnijih vijesti o globalnim trgovinskim politikama i poboljšanja raspoloženja u vezi s globalnim rizicima porasle su cijene vlasničkih vrijednosnih papira i smanjile su se razlike prinosa na korporativne obveznice.

Zaduživanje poduzeća i nadalje je jeftinije zbog prethodnih smanjivanja kamatnih stopa Upravnog vijeća. Prosječna kamatna stopa na nove kredite poduzećima smanjila se s 3,9 % u ožujku na 3,8 % u travnju. Trošak tržišnoga dužničkog financiranja poduzeća ostao je nepromijenjen i iznosio je 3,7 %. Nastavio se postupni rast bankovnoga kreditiranja poduzeća, i to po godišnjoj stopi od 2,6 % u travnju (u ožujku je ta stopa iznosila 2,4 %), a izdavanje korporativnih obveznica bilo je prigušeno. Prosječna kamatna stopa na nove hipotekarne kredite u travnju se zadržala na razini od 3,3 %, a stopa rasta hipotekarnoga kreditiranja povećala se na 1,9 %.

U skladu sa svojom strategijom monetarne politike Upravno vijeće temeljito je procijenilo povezanost monetarne politike i financijske stabilnosti. Banke europodručja i nadalje su otporne, ali rizici za opću financijsku stabilnost i nadalje su povećani, u prvom redu zbog vrlo neizvjesnih i kolebljivih globalnih trgovinskih politika. Makrobonitetna politika i nadalje je prva linija obrane od rasta financijskih ranjivosti jer pridonosi otpornosti i očuvanju prostora makrobonitetnog djelovanja.

Odluke o monetarnoj politici

Kamatna stopa na novčani depozit smanjena je na 2,00 %, kamatna stopa za glavne operacije refinanciranja na 2,15 %, a kamatna stopa za mogućnost posudbe na kraju dana na 2,40 %. Smanjenje je stupilo na snagu 11. lipnja 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 5. lipnja 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, zasnivala 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 iznimne neizvjesnosti, na svakom će sastanku primjenjivati pristup koji se zasniva na podacima. 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

Više carine koje je nametnula američka administracija, zajedno s povećanom neizvjesnošću u vezi s trgovinskim politikama, oblikuju globalne gospodarske izgledе. Od dovršetka makroekonomskih projekcija stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2025., 6. veljače 2025., efektivna carinska stopa za uvoz robe u SAD-u znatno je porasla. Premda je američka administracija povećala carine na uvoz iz svih svojih trgovinskih partnera, povećanje carina Kini bilo je najizraženije unatoč nedavno postignutom sporazumu o privremenom smanjenju carinskih stopa. Takva kretanja pridonose napetostima u globalnoj trgovini i porastu neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama koji bi mogla imati popratne učinke na gospodarsku aktivnost i smanjiti izgledе za globalni rast. U makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2025. izgledі za globalni rast revidirani su naniže za kumulativno 0,7 postotnih bodova tijekom projekcijskog razdoblja do kraja 2027. Pogoršanje izgledа za rast vidljivo je u svim ključnim gospodarstvima, a prije svega u Sjedinjenim Američkim Državama i Kini. Na globalnoj razini očekuje se smanjenje ukupne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena tijekom projekcijskog razdoblja premdа je projicirana inflacija u Sjedinjenim Američkim Državama revidirana naviše kao posljedica utjecaja nedavno najavljenih carina.

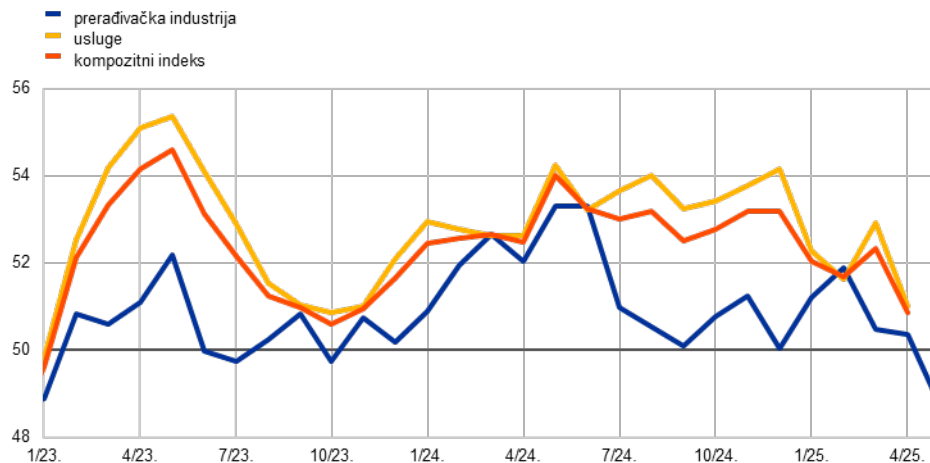
Rast globalne aktivnosti smanjio se u prvom tromjesečju 2025. i očekuje se da će se dodatno smanjiti. Rast globalnog realnog BDP-a (bez europodručja) smanjio se na procijenjenih 0,7 % tromjesečno u prvom tromjesečju 2025., s 1,1 % u četvrtom tromjesečju 2024.¹ Očekuje se da će se globalna gospodarska aktivnost dodatno smanjiti i nadalje ostati na niskim razinama u preostalom dijelu godine. Alat za praćenje globalne gospodarske aktivnosti koji su razvili zaposlenici ESB-a upućuje na smanjenje aktivnosti od travnja, kad se pod utjecajem najnovijih anketnih podataka indeks manjio ispod povijesnog prosjeka. Globalni kompozitni indeks PMI za proizvodnju u travnju 2025. se smanjio uglavnom kao posljedica sporijeg rasta proizvodnje sektora usluga (Grafikon 1.).

¹ Upućivanja na svjetske i/ili globalne agregate gospodarskih pokazatelja u ovom odjeljku ne obuhvaćaju europodručje.

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 svibanj 2025. za indeks proizvodnje u prerađivačkoj industriji i travanj 2025. za indeks proizvodnje usluga i kompozitni indeks.

Trgovinski sukobi smanjuju izgleda za globalan rast. Očekuje se da će se globalan rast usporiti tijekom projekcijskog razdoblja ispod razine njegova prosjeka prije izbijanja pandemije. U skladu s makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2025. predviđa se porast globalnoga realnog BDP-a od 3,1 % što je usporavanje u odnosu na rast od 3,6 % zabilježen prošle godine.² Predviđa se da će se rast globalnoga realnog BDP-a dodatno smanjiti na 2,9 % u 2026., prije nego što se stabilizira na 3,2 % u 2027. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz ožujka 2025. globalni rast u 2025. i 2026. revidiran je naniže za 0,3 postotna boda, dok je za 2027. ostao nepromijenjen. Pogoršanje izgleda za rast vidljivo je u svim ključnim gospodarstvima, a posebice u Sjedinjenim Američkim Državama i Kini. Carine i neizvjesnost glede politike dva su glavna činitelja za revizije naniže. Carine štete rastu jer povećavaju trošak gotovih i intermedijarnih proizvoda uvezenih iz inozemstva. To, pak, opterećuje domaću potrošnju i smanjuje konkurentnost izvoznika povećavanjem troškova proizvodnje. Porast neizvjesnosti potiče oprez među potrošačima i poduzećima koji se suzdržavaju od potrošnje i ulaganja. Ravnoteža rizika povezanih s izgledima za globalan rast usmjerena je negativno i ovisi posebno o budućim kretanjima trgovinske politike. Posebice, uspješno zaključivanje pregovora između američke administracije i njezinih partnera moglo bi smanjiti carine i pozitivno utjecati na globalan rast. S druge strane, više carine i moguće protumjere trgovinskih partnera mogle bi dodatno nepovoljno utjecati na rast.

Predviđa se da će se rast globalne trgovine znatno smanjiti u sljedeće dvije godine. Alat za praćenje globalne trgovine na mjesečnoj osnovi koji su razvili zaposlenici ESB-a upućuje na to da se globalni uvoz počeo znatno smanjivati od travnja. To je tumačenje uvelike potaknuto visokofrekventnim podacima kao što je

² Za više pojedinosti vidi [Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europa područje, lipanj 2025.](#), objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 5. lipnja 2025.

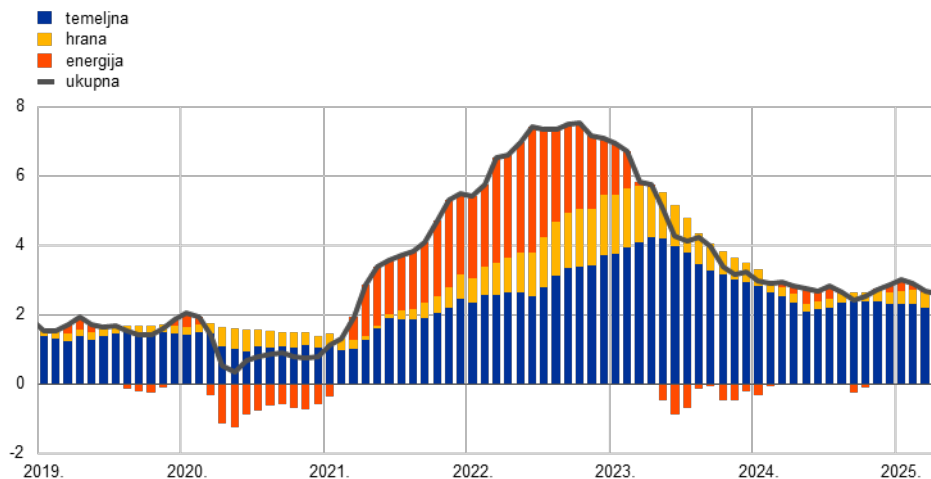
niži uvoz robe u Kinu i pad cijena vlasničkih vrijednosnih papira poduzeća uključenih u globalnu robnu razmjenu, uključujući brodarska poduzeća i poduzeća koja se bave pakiranjem i ambalažom. Taj zaključak potkrepljuju i anketni pokazatelji. Indeks novih narudžba u sklopu globalne proizvodnje mjerene indeksom PMI (bez europodručja) nastavio se smanjivati u travnju. Smanjenje je bilo posebno izraženo u Kanadi i Meksiku, dok je kod indeksa za Sjedinjene Američke Države i Kinu zabilježeno manje smanjenje, ali nastavili su se povećavati. Do tog smanjenja došlo je nakon snažnog rasta uvoza u SAD-u u prvom tromjesečju 2025., što je odražavalo ubrzanje uvoza do kojeg je došlo u očekivanju većih carina. U skladu s time, više stope izvoza zamijećene su u državama za koje su se očekivale više carine, uključujući Kanadu, nekoliko azijskih gospodarstava i Ujedinjenu Kraljevinu. Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2025. očekuje se da će se rast globalnog uvoza smanjiti s 4,1 % u 2024. na 3,1 % u 2025. i zatim na 1,7 % u 2026. te porasti na 3,1 % u 2027. Predviđeno naglo usporavanje posljedica je utjecaja carina i povećane neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama, pri čemu posljednje navedeno vrlo nepovoljno utječe na trgovinski intenzivne sastavnice potražnje kao što je ulaganje. U odnosu na projekcije iz ožujka očekivani rast svjetskog uvoza revidiran je naniže za 0,4 postotna boda u 2025. i 1,4 postotna boda u 2026. uglavnom zahvaljujući nedavno uvedenim carinama i, u manjoj mjeri, povećanoj neizvjesnosti povezanoj s trgovinskim politikama, a u 2027. ostaje nepromijenjen. Ta je revizija uglavnom potaknuta znatno slabijim uvozom u Sjedinjene Američke Države i slabijim rastom uvoza u ostatku svijeta, uključujući Kinu.

Ukupna inflacija u državama članicama Organizacije za gospodarsku suradnju i razvoj (OECD) povećala se. U travnju 2025. godišnja stopa inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena među zemljama OECD-a (bez Turske) blago se smanjila na 2,6 % s 2,7 % prethodnog mjeseca (Grafikon 2.). Međutim, to smanjenje prikriva dva suprotna kretanja jer je utjecaj niže inflacije u komponentama hrane i energije u suprotnosti s neznatno višom temeljnom inflacijom koja je porasla s 3,0 % na 3,1 % u prethodnom mjesecu.

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 travanj 2025.

Predviđa se da će se godišnja ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u široj grupi razvijenih gospodarstava i tržišta u nastajanju smanjivati tijekom projekcijskog razdoblja. Za Sjedinjene Američke Države ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena revidirana je naviše zbog utjecaja znatno viših carina na više od 80 % uvoza robe u zemlju. Što se tiče razvijenih gospodarstava, inflacija u Ujedinjenoj Kraljevini revidirana je naviše za ovu godinu zbog ostvarenja posljednjih mjeseci koja su bila viša od očekivanih i snažnijeg rasta plaća. Međutim, inflacijski izgledi za gospodarstvo Ujedinjene Kraljevine ostaju nepromijenjeni u preostalom djelu projekcijskog razdoblja. Projekcije inflacije za zemlje s tržištima u nastajanju ostaju uglavnom nepromijenjene u odnosu na projekcije iz ožujka 2025. jer je utjecaj pogoršanja inflacijskih izgleda u Rusiji neutraliziran nižom predviđenom inflacijom u Kini. Inflacijski izgledi u Rusiji odražavaju negativna strukturna kretanja, dok je u Kini niža inflacija posljedica slabe domaće potražnje. Na godišnjoj razini, i nadalje se očekuje smanjenje globalnoga kompozitnog indeksa ukupne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena na 3,3 % ove godine s 4,0 % zabilježenih 2024. Očekuje se da će se u srednjoročnom razdoblju inflacija dodatno smanjiti na 2,8 % u 2026. i 2,5 % u 2027.³

Tijekom promatranog razdoblja od 16. travnja do 4. lipnja 2025., cijene sirove nafte tipa Brent snizile su se jer su činitelji na strani ponude nadjačali poboljšanje raspoloženja na tržištu. U početku je na cijene sirove nafte pozitivno djelovao oporavak raspoloženja prema riziku koji je odražavao smanjenje trgovinske napetosti. Međutim, to je bilo i više nego neutralizirano činiteljima na strani ponude, osobito nedavnom odlukom skupine zemalja OPEC+ o povećanju proizvodnje na 411.000 barela dnevno u srpnju – više od tri puta više od prvotno planirane

³ Projekcije stručnjaka ESB-a uključuju širu skupinu zemalja, posebice velike zemlje s tržištima u nastajanju (npr. Kinu, Indiju, Brazil i Rusiju) koje nisu obuhvaćene inflacijom mjerenom indeksom potrošačkih cijena na području OECD-a.

količine. Kartel zemalja proizvođača nafte pod vodstvom Saudijske Arabije već je iznenadio tržišta u travnju najavom sličnog povećanja proizvodnje u svibnju. Bude li ovo povećanje proizvodnje trajnijega karaktera, može dovesti do većih negativnih rizika za cijenu nafte. Smanjenje cijena nafte već nepovoljno djeluje na planove ulaganja među američkim proizvođačima nafte iz škrljevca jer se trenutne cijene nafte približavaju granicama isplativosti ili padaju ispod njihovih rubnih razina – cijene koju je potrebno ostvariti da bi nova bušotina bila isplativa. Na to upućuje zamjetno smanjenje broja naftnih platforma i aktivnih timova inženjera za hidrauličko frakturiranje. Osim toga, nekoliko proizvođača nafte iz škrljevca nedavno je najavilo smanjenje svoje kapitalne potrošnje.

Europske cijene plina porasle su tijekom promatranog razdoblja zbog kombinacije činitelja na strani ponude i potražnje. U početku su se cijene plina smanjile u okolnostima trgovinskih napetosti i rasprava unutar europskih institucija o popuštanju regulatornih ciljeva za skladištenje plina za nadolazeću sezonu grijanja. To je dovelo do smanjenja cijena kratkoročnih terminskih ugovora (ročnica) za plin ispod dugoročnih cijena, što je uzrokovalo da razlika između ljetnih i zimskih terminskih ugovora ponovno postane negativna, što je, pak, ponovno potaknulo obnavljanje zaliha. Cijene plina nakon toga su se oporavile zbog najnovijih sporazuma o trgovini, neplaniranih prekida rada na norveškim postrojenjima za ukapljeni prirodni plin i plana Europske komisije da do 2027. postupno ukine uvoz plina iz Rusije. Cijene metala i hrane također su porasle, ponajprije pod utjecajem činitelja na strani potražnje. Cijene hrane potaknula je otporna potražnja za polugotovim proizvodima od kakaa unatoč snažnom porastu cijene kakaa u proteklom dijelu godine. Rastu cijena metala pridonio je rast cijena bakra. Početni poticaj došao je od kontinuiranog uvoza unaprijed u SAD-u koji je bio potaknut zabrinutošću glede viših carina na uvozni bakar. To je poslije pojačano poboljšanjem raspoloženja na tržištu nakon popuštanja trgovinskih napetosti između Kine i Sjedinjenih Američkih Država.

Od dovršetka makroekonomskih projekcija stručnjaka ESB-a za ožujak 2025., 6. veljače 2025., u Sjedinjenim Američkim Državama pogoršali su se izgledi za rast. Realni BDP bio je neznatno negativan u prvom tromjesečju 2025. jer je predopskrba uvoznom robom za posljedicu imala znatan negativan doprinos neto trgovine. Istodobno, domaća potražnja ostala je relativno stabilna, iako se očekuje da će se usporiti kako se utjecaj carina bude širio. Općenito se predviđa da će raširene i povišene carine povećati troškove uvezenih intermedijarnih i gotovih proizvoda koji će se vjerojatno prelići na domaće cijene. Projekcije za lipanj 2025. upućuju na smanjene trgovinske tokove i više troškove proizvodnje, kao i smanjenu domaću potražnju kako se raspoloživi dohodak kućanstava bude smanjivao zbog povećane inflacije. Negativnom utjecaju carina na izgleda za rast dodatno doprinosi i porast političke neizvjesnosti, što potiče štednju iz opreza i odgađa ulaganja. Pooštavanje financijskih uvjeta koji rezultiraju negativnim učincima na bogatstvo i višim troškovima financiranja također smanjuje izgleda za rast. S nominalne strane, potrošačke mjere inflacije još uvijek ne odražavaju utjecaj cjenovnih pritisaka uzrokovanih carinama. Godišnja ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena smanjila se s 2,4 % u ožujku na 2,3 % u travnju. Temeljna inflacija, bez energije i prehrambenih proizvoda, ostala je nepromijenjena i iznosila je u

travnju 2,8 %. Iako utjecaj carina još nije vidljiv u podacima o inflaciji mjerenoj indeksom potrošačkih cijena, visokofrekventni podatci o cijenama kod velikih trgovaca na malo upućuju na pritiske na rast, koji uglavnom proizlaze iz povećanja cijena na uvezenu robu, posebice iz Kine. U svibnju je Federalni odbor za otvoreno tržište zadržao svoju ciljanu ključnu kamatnu stopu u rasponu od 4,25 % do 4,50 % u okolnostima sve većih rizika i neizvjesnosti glede izgleda za rast.

U Kini je rast realnog BDP-a u prvom tromjesečju 2025. bio snažan jer su ga ojačali snažna domaća potražnja i ubrzani izvoz. Međutim, očekuje se da će visoke američke carine i kontinuirane prilagodbe u sektoru nekretnina nepovoljno utjecati na gospodarsku aktivnost u budućnosti. U travnju su se pokazatelji aktivnosti smanjili, pri čemu se godišnji rast maloprodaje smanjio na 5,1 % u travnju, s 5,9 % u prethodnom mjesecu, iako je i nadalje ostao iznad prosjeka u siječnju i veljači. Godišnji rast industrijske proizvodnje smanjio se na 6,1 % te su se ulaganja smanjila u svim sastavnicama. U travnju se naglo smanjio indeks PMI za prerađivačku industriju za nove izvozne narudžbe. Općenito gledajući, podatci o aktivnosti upućuju na daljnje smanjenje već smanjene domaće potražnje, pri čemu više američke carine nepovoljno djeluju na kratkoročne izgleda za rast. U kineskom gospodarstvu i nadalje su prisutni deflacijski pritisci. Godišnja ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena ostala je negativna u travnju i iznosila je -0,1 %, dok se inflacija proizvođačkih cijena dodatno smanjila na -2,7 %. Budući da američke carine na uvoz kineskih proizvoda ostaju visoke unatoč privremenom sporazumu o trgovini, nastavlja se pritisak na kineske izvoznike. Trenutačne profitne marže kineskih izvoznika upućuju na to da još imaju prostora za smanjenje izvoznih cijena. U kombinaciji s nastavkom slabe domaće potražnje i viškom proizvodnih kapaciteta, deflacija izvoznih cijena vjerojatno će se nastaviti i u budućem razdoblju.

Rast realnog BDP-a u Ujedinjenoj Kraljevini povećao se u prvom tromjesečju 2025. pod utjecajem snažnog rasta ulaganja i neto trgovine. To će povećanje vjerojatno biti kratkotrajno jer se očekuje smanjenje rasta kao posljedica povećanja neizvjesnosti i globalnih trgovinskih napetosti. Raspoloživi kratkotrajni pokazatelji, uključujući ankete zasnovane na indeksu PMI i alati za praćenje pouzdanja potrošača i poslovnog pouzdanja upućuju na relativno slab početak drugog tromjesečja 2025. Unatoč nedavnim pozitivnim vijestima glede trgovinske politike – uključujući bilateralne sporazume o trgovini sa Sjedinjenim Američkim Državama i Indijom te novi dogovor s Europskom unijom – u uvjetima visokih carina neizvjesnost je i nadalje povišena. Godišnja ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena naglo je porasla s 2,6 % u ožujku na 3,5 % u travnju. To je povećanje bilo posljedica veće inflacije cijena usluga i energije dok je temeljna inflacija cijena proizvoda ostala nepromijenjena. Što se tiče sljedećeg razdoblja, očekuje se da će ukupna inflacija nastaviti biti iznad ciljane razine središnje banke Bank of England od 2 % tijekom cijele 2025. Na sastanku održanom u svibnju središnja banka Bank of England snizila je svoju ključnu stopu za 25 baznih bodova na 4,25 %.

2. Gospodarska aktivnost

Prema informacijama raspoloživima na krajnji datum gospodarstvo europodručja poraslo je za 0,3 % u prvom tromjesečju 2025., nakon povećanja od 0,2 % u četvrtom tromjesečju 2024., uz skromne doprinose domaće potražnje i neto trgovine.⁴ Zaposlenost se u prvom tromjesečju povećala za 0,3 %, istim tempom kao i BDP. Kad je riječ o pojedinačnim sektorima, pretpostavlja se da je došlo do oporavka industrijske aktivnosti zbog povećane potražnje za kapitalnim dobrima, djelomično zato što se provedba trgovinskih transakcija ubrzala u očekivanju povećanja carina. Istodobno je za uslužni sektor vjerojatno zabilježen tek blagi rast. Anketni pokazatelji upućuju na usporavanje aktivnosti u drugom tromjesečju 2025. U svibnju je kompozitni indeks PMI za proizvodnju pao na razinu blizu praga rasta, a proizvodnja u prerađivačkoj industriji nalazila se na razini iznad praga rasta treći mjesec zaredom. Istodobno se uslužni sektor blago smanjio u odnosu na prvo tromjesečje. 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 stabilno. Što se tiče sljedećeg razdoblja, očekuje se da će visoka razina neizvjesnosti, trgovinske napetosti i kontinuirani gubici konkurentnosti ograničiti brzinu oporavka gospodarstva europodručja. Ipak, veći dohodci od rada i veća pristupačnost kredita, djelomično zahvaljujući prethodnim smanjivanjima kamatnih stopa, trebali bi poduprijeti predviđeni oporavak.

Takve izglede potvrđuju makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2025., u kojima se u osnovnom scenariju predviđa da će godišnji rast realnog BDP-a iznositi 0,9 % u 2025., 1,1 % u 2026. i 1,3 % u 2027.⁵ Pripremljena su i dva alternativna scenarija kako bi se ilustrirali neki od mehanizama kojima različite trgovinske politike mogu utjecati na rast i inflaciju: (1) blagim scenarijem predviđa se ukidanje bilateralnih carina između Sjedinjenih Američkih Država i EU-a i (2) pesimističnim scenarijem predviđaju se daljnja povećanja američkih carina na svim razinama, simetrične protumjere EU-a i kontinuirano povećana neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama. Prema blagom scenariju rast bi bio nešto veći u 2025. i 2026. nego u osnovnom scenariju. U pesimističnom scenariju izgledi za rast bili bi znatno slabiji tijekom cijeloga projekcijskog razdoblja.

Prema brzoj procjeni Eurostata zabilježen je neznatan tromjesečni porast realnog BDP-a od 0,3 % u prvom tromjesečju 2025. (Grafikon 3.). To znači da je proizvodnja rasla pet tromjesečja zaredom u uvjetima rasprava o trgovinskim carinama, napetosti na financijskim tržištima i geopolitičke nesigurnosti, što upućuje na to da je gospodarstvo europodručja postiglo određenu razinu otpornosti na globalne šokove. Kratkoročni pokazatelji i podatci dostupni za pojedinačne države upućuju na pozitivne, ali umjerene doprinose osobne potrošnje i ulaganja. Očekuje

⁴ Tromjesečni rast realnog BDP-a europodručja revidiran je naviše, na 0,6 % u objavi podataka od 6. lipnja, dva dana nakon krajnjeg datuma za podatke za ovaj broj Ekonomskog biltena.

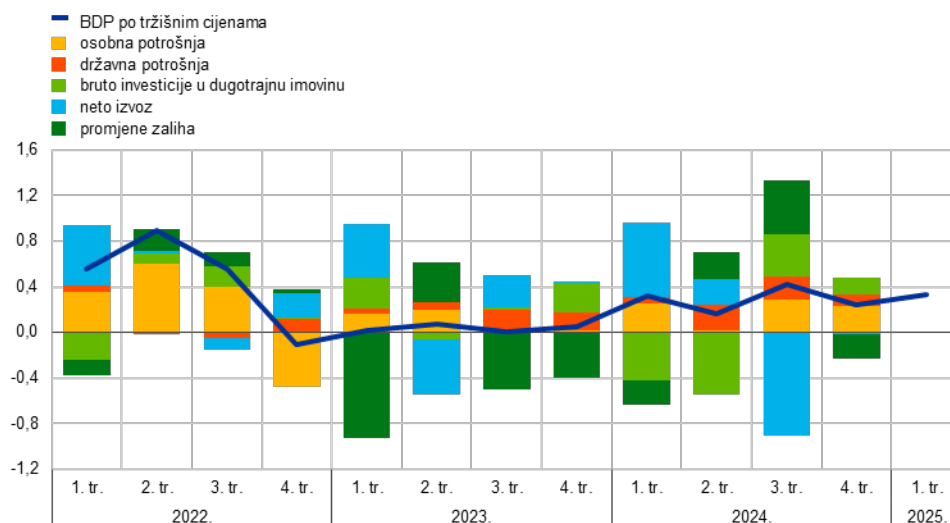
⁵ Za više informacija vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, lipanj 2025.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a.

se da je doprinos neto izvoza također bio pozitivan pod utjecajem ubrzanja izvoza u Sjedinjene Američke Države nakon najava o carinama. Kada je riječ o proizvodnji, industrijski se sektor vjerojatno oporavio zbog ubrzanja izvoza. Čini se da je za dodanu vrijednost u sektorima građevinarstva i usluga također zabilježen blago pozitivan rast u prvom tromjesečju.

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 prvo tromjesečje 2025. za BDP i na četvrto tromjesečje 2024. za račslambu rashoda.

Anketni podatci upućuju na usporavanje rasta u drugom tromjesečju 2025. u uvjetima povećane neizvjesnosti.

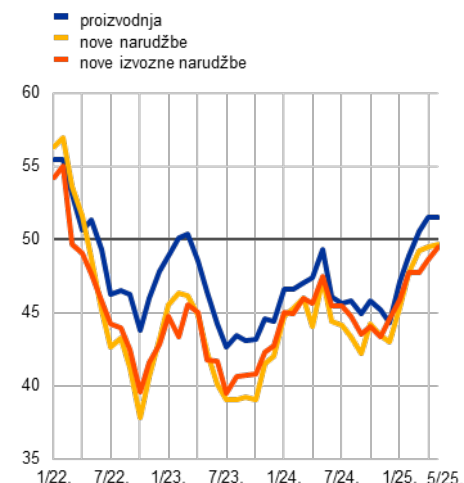
Neizvjesnost povezana s ekonomskom politikom, što uključuje i trgovinsku politiku, i nadalje globalno nepovoljno utječe na kratkoročne izglede. Kompozitni indeks PMI za proizvodnju blago je pao u travnju i svibnju na prosječnu razinu od 50,3 (u odnosu na 50,4 u prvom tromjesečju), što upućuje na stagnaciju proizvodnje. Indeks PMI za proizvodnju u prerađivačkoj industriji poboljšao se i dosegao razine koje nisu zabilježene od početka 2022., pri čemu se sada bilježi rast, no poslovna aktivnost u uslužnom se sektoru smanjila i nalazi se na razinama koje upućuju na pad aktivnosti (Grafikon 4.). PMI za nove narudžbe, koji je više okrenut budućnosti, upućuje na slična kretanja, pri čemu općenito slabi rezultati prikrivaju poboljšanje aktivnosti u prerađivačkoj industriji i usporavanje aktivnosti u uslužnom sektoru. Nakon određenih pozitivnih kratkoročnih učinaka, kao što su povećanje proizvodnje zbog ubrzanja izvoza, više carine u sljedećim bi mjesecima mogle imati nerazmjerno nepovoljan učinak na prerađivački sektor u usporedbi s ostalim dijelovima gospodarstva.

Grafikon 4.

Pokazatelji mjereni indeksom PMI po sektorima gospodarstva

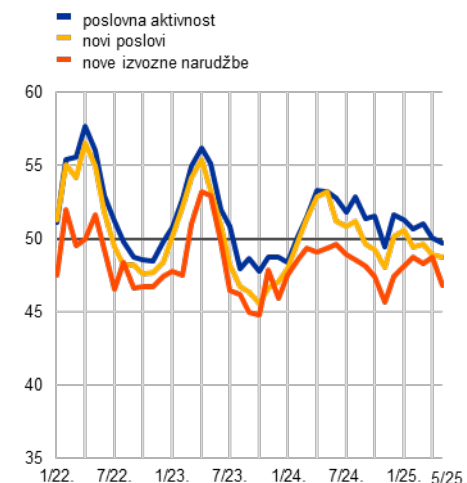
a) prerađivačka industrija

(indeksi rasprostranjenosti)



b) usluge

(indeksi rasprostranjenosti)



Izvor: S&P Global Market Intelligence

Napomena: Posljednji podatci odnose se na svibanj 2025.

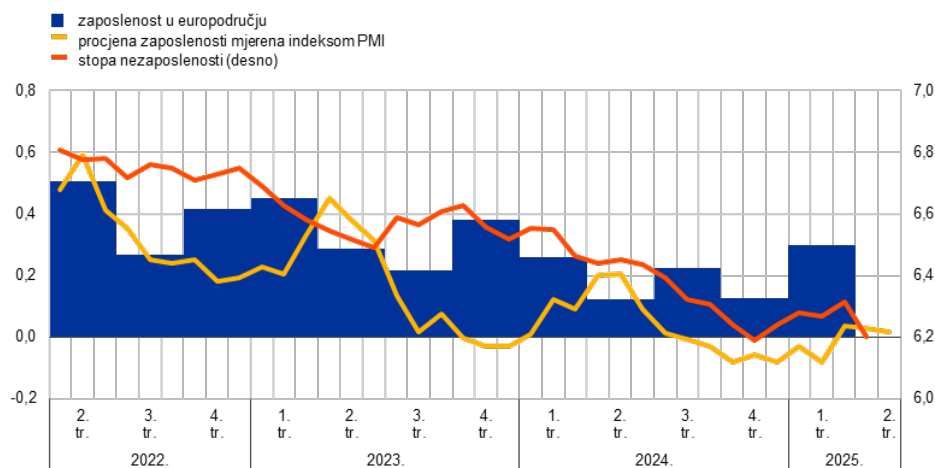
Zaposlenost se u prvom tromjesečju 2025. povećala za 0,3 %. Nakon prigušenijeg rasta od 0,1 % u četvrtom tromjesečju 2024., rast zaposlenosti povećao se u prvom tromjesečju 2025. na 0,3 % (Grafikon 5.).⁶ Takav rezultat prikrija neujednačena kretanja u europodručju. Kada je riječ o glavnim državama europodručja, Italija i Španjolska bile su glavni pokretači rasta zaposlenosti. U travnju je stopa nezaposlenosti iznosila 6,2 %, što je otprilike razina na kojoj se nalazi od sredine 2024. Potražnja za radnom snagom dodatno se smanjila, pri čemu je stopa slobodnih radnih mjesta u prvom tromjesečju pala na 2,4 %, a to je za 0,1 postotni bod niže od razine zabilježene u četvrtom tromjesečju 2024.

⁶ Tromjesečni rast zaposlenosti u europodručju revidiran je naniže, na 0,2 % u objavi podataka od 6. lipnja, dva dana nakon krajnjeg datuma za podatke za ovaj broj 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 prvo tromjesečje 2025. za zaposlenost u europodručju, na svibanj 2025. za procjenu zaposlenosti mjerenu indeksom PMI i na travanj 2025. za stopu nezaposlenosti.

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

Mjesečni pokazatelj zaposlenosti mjeran kompozitnim indeksom PMI smanjio se s 50,3 u travnju na 50,2 u svibnju i uglavnom upućuje na stagnaciju zaposlenosti. Pokazatelj zaposlenosti mjeran indeksom PMI za usluge smanjio se s 51,3 u travnju na 50,9 u svibnju, a pokazatelji zaposlenosti mjereni indeksom PMI za prerađivačku industriju blago su se oporavili, s 47,4 na 48,1.

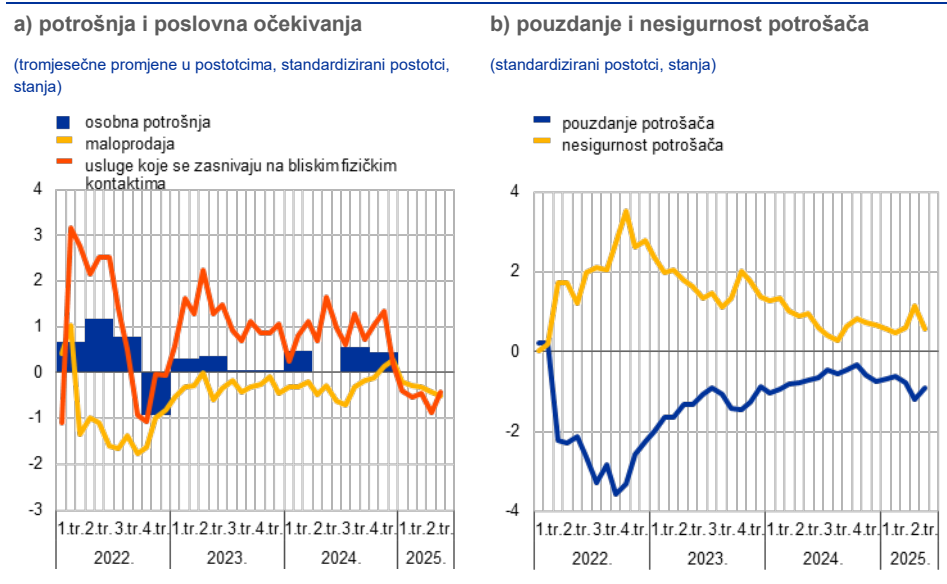
Osobna potrošnja vjerojatno je rasla umjerenijom dinamikom nego u prvom tromjesečju 2025.

Nakon tromjesečnog povećanja od 0,4 % u četvrtom tromjesečju 2024. (Grafikon 6., panel a)) čini se da se rast osobne potrošnje blago usporio u prvom tromjesečju 2025., što je posljedica umjerenije potrošnje usluga i ponovnog smanjenja potrošnje robe. Najnoviji podatci upućuju na usporavanje zamaha rasta potrošnje kućanstava u kratkoročnom razdoblju. Iako se pokazatelj pouzdanja potrošača Europske komisije nakon snažnog pada u travnju poboljšao u svibnju zbog popuštanja trgovinskih napetosti, ostao je prigušen i na razini znatno nižoj od svog prosjeka u prvom tromjesečju ove godine (Grafikon 6., panel b)). Usto je nesigurnost potrošača i nadalje povišena. Pokazatelji Europske komisije koji se odnose na poslovna očekivanja vezana uz potražnju za uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima u svibnju su porasli nakon što su u travnju pali na još dublju negativnu razinu (Grafikon 6., panel a)). Nasuprot tome, najnovija ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača pokazuje da je očekivana kupnja paket-aranžmana i nadalje snažna. Istodobno su se očekivanja potrošača u vezi s velikim kupnjama u sljedećih dvanaest mjeseci poboljšala u svibnju, dok su se očekivanja glede maloprodaje dodatno smanjila peti mjesec zaredom. Što se tiče sljedećeg razdoblja, unatoč kontinuiranoj potpori koju pružaju nedavna povećanja kupovne moći, ustrajna neizvjesnost povezana s gospodarskom politikom, posebice u kontekstu globalnih

gospodarskih kretanja, trebala bi i nadalje nepovoljno utjecati na odluke kućanstava o potrošnji.

Grafikon 6.

Osobna potrošnja, poslovna očekivanja glede maloprodaje i usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima, pouzdanje i nesigurnost potrošača



Izvori: Eurostat, Europska komisija i izračun ESB-a

Napomene: Poslovna očekivanja glede maloprodaje (isključujući motorna vozila) i očekivana potražnja za uslugama koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima odnose se na sljedeća tri mjeseca; „usluge koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima” odnose se na usluge smještaja, usluge putovanja te usluge pripreme i usluživanja hrane. Serija usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima standardizirana je za razdoblje od 2005. do 2019., a nesigurnost potrošača standardizirana je za razdoblje od travnja 2019. do svibnja 2025. u odnosu na prosjek četvrtog tromjesečja 2021. zbog raspoloživosti podataka. Sve su druge serije standardizirane za razdoblje od 1999. do 2019. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2024. za osobnu potrošnju i svibanj 2025. za sve ostale stavke.

Poslovna su ulaganja bila poduprta ubrzanim izvozom u prvom tromjesečju 2025., ali u sljedećem se razdoblju očekuje njihovo usporavanje s obzirom na trgovinske napetosti u tijeku.⁷

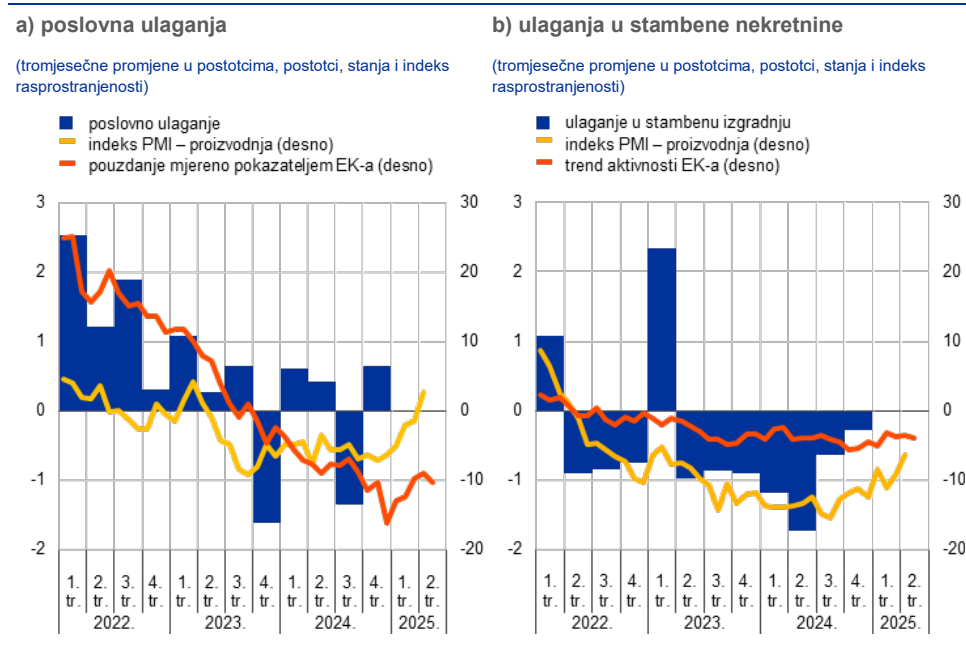
Dostupni pokazatelji kao što je proizvodnja kapitalnih dobara, koja je porasla za 0,6 % na tromjesečnoj razini u prvom tromjesečju, isključujući Irsku, vjerojatno odražavaju ubrzanje izvoza i povećavanje zaliha nakon početnih izmjena (i očekivanja daljnjih izmjena) američkih carina, a ne temeljno ubrzanje ulaganja. Postojeći signali nejasni su, pri čemu indeksi PMI za sektor kapitalnih dobara, koji obuhvaća dobavljače mnogih investicijskih dobara, upućuju na vidljiva (ali vjerojatno privremena) povećanja proizvodnje, a pokazatelj pouzdanja Europske komisije za isti sektor i nadalje je slab u uvjetima smanjenih očekivanja glede proizvodnje (Grafikon 7, panel a)). U takvim uvjetima povećanih trgovinskih napetosti i s njima povezane neizvjesnosti izgledno je da će se poslovno ulaganje odgoditi i ostati slabo tijekom cijele 2025. Najnovija anketa o ulaganjima koju Europska komisija provodi dvaput godišnje već upućuje na to da će rast u 2025. biti skroman. Informacije iz nedavno provedene ESB-ove ankete o ulaganjima (vidi [Okvir 3.](#)) i s foruma za dijalog u nefinancijskom poslovnom sektoru iz svibnja 2025. također upućuju na tek blago povećanje investicija ove

⁷ Podatci nacionalnih računa, objavljeni 6. lipnja nakon sastanka Upravnog vijeća, pokazuju kontinuiran tromjesečni rast ulaganja izvan građevinarstva (osim irske nematerijalne imovine) od 0,7 % u prvom tromjesečju 2025., kao i u četvrtom tromjesečju 2024.

godine jer poduzeća odgađaju odluke zbog sadašnje neizvjesnosti.⁸ Međutim, ako ne dođe do daljnje eskalacije trgovinskih napetosti, kad se smanji neizvjesnost, ojača domaća potražnja i ublaže uvjeti financiranja, očekuje se postupan oporavak ulaganja u europodručju koji će također poduprijeti pojačane inicijative EU-a i nacionalnih politika.

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. Na panelu b) linija pokazatelja Europske komisije o trendu aktivnosti odnosi se na ponderirani prosjek procjene sektora gradnje zgrada i sektora specijaliziranih građevinskih djelatnosti glede trenda aktivnosti u odnosu na prethodna tri mjeseca, preračunat kako bi imao istu standardnu devijaciju kao indeks PMI. Linija proizvodnje mjerene indeksom PMI odnosi se na aktivnost stambene izgradnje. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2024. za ulaganja, travanj 2025. za proizvodnju mjerenu indeksom PMI i svibanj 2025. za pokazatelje Europske komisije.

Izgledno je da su se ulaganja u stambene nekretnine zamjetno povećala u prvom tromjesečju 2025. Prema dostupnim podatcima za pojedinačne države ulaganja u stambene nekretnine povećala su se po tromjesečnoj stopi od 0,9 % u prvom tromjesečju 2025. nakon što su se u posljednjem tromjesečju 2024. dodatno smanjila. Proizvodnja u sektoru gradnje zgrada i specijalizirane građevinske djelatnosti porasle su za 0,3 % nakon snažnijeg povećanja od 0,7 % u prethodnom tromjesečju. Što se tiče sljedećeg razdoblja, anketni pokazatelji aktivnosti upućuju na mješovite signale. Pokazatelj Europske komisije kojim se bilježi trend aktivnosti u sektorima gradnje zgrada i specijaliziranih građevinskih djelatnosti u prosjeku je uglavnom ostao stabilan u travnju i svibnju, a indeks PMI za gradnju stambenih nekretnina zamjetno se poboljšao u travnju (Grafikon 7., panel b)). Iako su oba pokazatelja zadržala negativne vrijednosti, očekuje se umjereno povećanje ulaganja u stambene nekretnine u kratkoročnom razdoblju. Takva očekivanja potvrđuje nastavak rasta izdanih građevinskih dozvola za stambene nekretnine u prvom

⁸ Za više informacija vidi „Summary of the Non-Financial Business Sector Dialogue on 14 May 2025 via videoconference“, ESB, 2025.

tromjesečju 2025. kao i znatno poboljšanje procjene Europske komisije koja se odnosi na knjige narudžba građevinskih poduzeća u travnju i svibnju u usporedbi s prosjekom prvog tromjesečja. Sva navedena kretanja upućuju na jačanje potražnje za novim stambenim nekretninama, što je dobar znak za budući zamah ulaganja u stambene nekretnine.

Robni izvoz europodručja znatno se povećao u prvom tromjesečju 2025.

potaknut ubrzanjem izvoza zbog najavljenih povećanja američkih carina, ali izazovi su i nadalje prisutni. Ubrzanje izvoza kao odgovor na buduće američke carine ojačao je robni izvoz u države izvan europodručja, koji se znatno povećao u prvom tromjesečju 2025. (4,9 % na tromjesečnoj osnovi). To se ponajprije odnosi na izvoz farmaceutskih proizvoda, najviše iz Irske preko Švicarske, ali i iz Njemačke, Francuske i Italije. Iako bi dinamika izvoza i u sljedećim mjesecima mogla biti ubrzana, očekuje se da će povećanje carina, neizvjesnost povezana s politikama i aprecijacija eura nepovoljno utjecati na budući izvoz. Kada je riječ o uvozu, aprecijacija eura i trgovinsko preusmjeravanje kao posljedica trgovinskih napetosti između Kine i SAD-a vjerojatno će smanjiti uvozne cijene s obzirom na to da je više od polovine umjerenoga tromjesečnog rasta robnog uvoza od 1,3 % u prvom tromjesečju potaknuto povećanim uvozom iz Kine.

U usporedbi s projekcijama iz ožujka 2025. rast realnog BDP-a za 2025. i 2027.

nije revidiran, ali neznatno je revidiran naniže za 2026. Prema projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2025. predviđa se stopa gospodarskog rasta od 0,9 % u 2025., 1,1 % u 2026. i 1,3 % u 2027. Projekcija za 2025. nije revidirana zato što je rast u prvom tromjesečju premašio očekivanja i zato što se očekuje da će u ostatku godine podbaciti u odnosu na prethodna očekivanja. Premda se očekuje da će neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama nepovoljno utjecati na poslovno ulaganje i izvoz u kratkoročnom razdoblju, sve veće državno ulaganje povezano s potrošnjom na obranu i infrastrukturu u sve će većoj mjeri podupirati rast tijekom srednjoročnog razdoblja. Veći realni dohodci i snažno tržište rada omogućit će veću potrošnju kućanstava. To bi, zajedno s povoljnijim uvjetima financiranja, trebalo pridonijeti otpornosti gospodarstva na globalne šokove.

3. Cijene i troškovi

Ukupna inflacija u europodručju trenutačno je na razinama oko srednjoročnog cilja Upravnog vijeća od 2 %. Prema brzoj procjeni Eurostata smanjila se na 1,9 % u svibnju s 2,2 % u travnju. To smanjenje uzrokovano je isključivo padom inflacije mjerene HIPC-om bez energije i hrane (HIPCX), potaknutim snažnim padom inflacije cijena usluga. Inflacija cijena hrane povećala se, a inflacija cijena energije i inflacija cijena industrijskih proizvoda bez energije ostale su nepromijenjene. Većina pokazatelja temeljne inflacije upućuje na zaključak da će se inflacija stabilizirati, i to postojano, na razini srednjoročnog cilja ESB-a od 2 %. Rast plaća još uvijek je povećan, ali i nadalje se primjetno smanjuje, pri čemu dobit djelomično neutralizira njegov utjecaj na inflaciju. Većina mjera dugoročnih inflacijskih očekivanja i nadalje je na razini od oko 2 %. Inflacija se nastavila kretati uglavnom u skladu s predviđanjima stručnjaka Eurosustava.

U makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2025. predviđa se da će ukupna inflacija iznositi prosječno 2,0 % u 2025., 1,6 % u 2026. i 2,0 % u 2027. Ukupna inflacija revidirana je naniže za 2025. i za 2026. u odnosu na prethodne projekcije i to uglavnom zbog nižih pretpostavka o cijenama energije i jačeg eura te zbog niže temeljne inflacije u 2026.⁹ U okružju povećane neizvjesnosti stručnjaci su procjenama iz lipnja ispitivali, u alternativnim ilustrativnim scenarijima, neke mehanizme kojima bi različite trgovinske politike mogle utjecati na inflaciju. Ako bi se trgovinske napetosti riješile s povoljnim ishodom, inflacija bi bila malo veća od one iz prethodno navedenih osnovnih projekcija, a eskalacija napetosti uzrokovala bi smanjenje inflacije ispod razina iz osnovnih projekcija.¹⁰

Prema brzoj procjeni Eurostata ukupna inflacija u europodručju mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) smanjila se na 1,9 % u svibnju u odnosu na 2,2 %, koliko je iznosila u travnju (Grafikon 8.). To smanjenje uzrokovano je isključivo padom inflacije mjerene HIPC-om bez energije i hrane (HIPCX), povezanim s nižom inflacijom cijena usluga. Inflacija cijena energije u svibnju je ostala nepromijenjena i iznosila je –3,6 % zbog snažnog pozitivnog baznog učinka, odnosno zbog znatnog mjesečnog smanjenja prikrivenog sličnim velikim smanjenjem od prije godinu dana. Nasuprot tome, inflacija cijena hrane porasla je na 3,3 % u svibnju u odnosu na 3,0 %, koliko je iznosila u travnju. Taj rast potaknut je većom godišnjom stopom cijena prerađenih prehrambenih proizvoda, koja je više nego neutralizirala pad godišnje stope cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda. Inflacija mjerena HIPCX-om smanjila se na 2,3 % u svibnju s 2,7 % u travnju. To je smanjenje uzrokovao pad inflacije cijena usluga na 3,2 % u svibnju s 4,0 % u travnju, dok se inflacija cijena industrijskih proizvoda bez energije zadržala četvrti uzastopni mjesec na umjereno visokoj stopi od 0,6 %. Svibanjsko smanjenje

⁹ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, lipanj 2025.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 5. lipnja 2025.

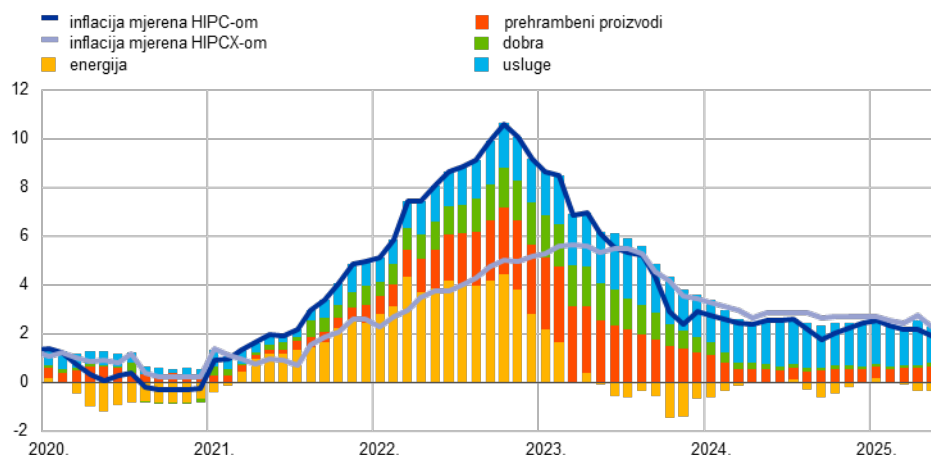
¹⁰ Više pojedinosti o projekcijama u alternativnim scenarijima trgovinske politike vidi u Okviru 2. pod naslovom „Carine SAD-a i neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama“, Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, lipanj 2025.

inflacije cijena usluga moglo bi biti korekcija snažnog travanjskog rasta cijena usluga povezanih s putovanjima tijekom uskrasnog razdoblja.

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 svibanj 2025. (brza procjena Eurostata).

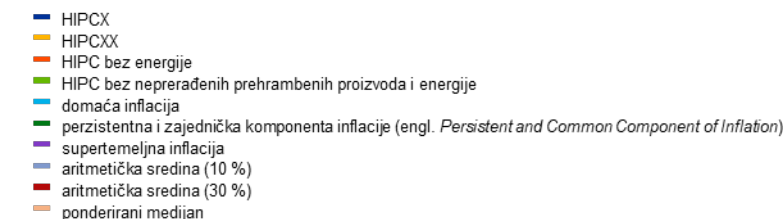
Raspoloživi podatci za svibanj pokazuju da su se pokazatelji temeljne inflacije koji se odnose na usluge povezane s putovanjima smanjili nakon rasta u travnju, dok su ostali pokazatelji dostupni samo do travnja pokazivali različite signale. Vrijednosti pokazatelja temeljne inflacije kretale su se između 2,2 % i 2,9 % u travnju 2025.¹¹ Podatci raspoloživi za svibanj pokazuju da su se HIPC bez energije i HIPC bez energije i neprerađenih prehrambenih proizvoda, koji uključuju stavke usluga povezanih s putovanjima, smanjili u svibnju: HIPC bez energije pao je na 2,5 % s 2,8 % u travnju, a HIPC bez energije i neprerađenih prehrambenih proizvoda smanjio se na 2,4 % s 2,7 % u travnju. Nasuprot tome, inflacija mjerena HIPC-om bez stavki usluga povezanih s putovanjima, odjeće i obuće (HIPCXX) ostala je nepromijenjena u travnju i iznosila je 2,6 %. Perzistentna i zajednička komponenta inflacije (engl. *Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI), pokazatelj temeljne inflacije koji obično najbolje predviđa buduću ukupnu inflaciju, ostala je nepromijenjena na razini od 2,2 %, u donjem dijelu raspona, a ponderirani medijan tog pokazatelja povećao se na 2,9 %. Pokazatelj supertemeljne (engl. *Supercore*) komponente inflacije (koji se sastoji od stavaka HIPC-a osjetljivih na poslovni ciklus) ostao je nepromijenjen i iznosio je 2,6 %. Domaća inflacija, koja isključuje neke stavke povezane s putovanjima, ali uključuje smještaj, iznosila je 3,9 % treći uzastopni mjesec.

¹¹ Travanj 2025. posljednji je mjesec za koji su svi pokazatelji dostupni.

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

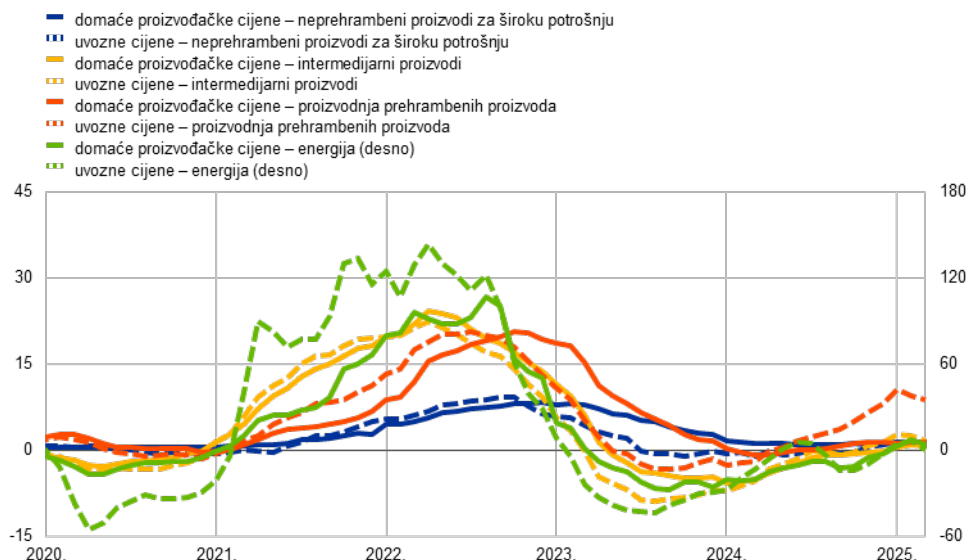
Većina pokazatelja pritiska proizvođačkih troškova za robu smanjila se u ožujku i zadržala je umjerene stope (Grafikon 10.).

U ranim fazama cjenovnog lanca inflacija proizvođačkih cijena energije smanjila se na razinu od 3,8 % u ožujku u odnosu na 7,6 %, koliko je iznosila u veljači. Godišnja stopa rasta proizvođačkih cijena za domaću prodaju intermedijarnih proizvoda malo se smanjila na 0,8 % u ožujku u odnosu na 0,9 % u veljači. U kasnijim fazama cjenovnog lanca inflacija domaćih proizvođačkih cijena neprehrambenih proizvoda za široku potrošnju snizila se na 1,4 % u ožujku s 1,5 % u veljači, a proizvođačke cijene proizvodnje prehrambenih proizvoda povećale su se na 1,6 % s 1,4 %. Inflacija uvoznih cijena proizvodnje prehrambenih proizvoda pala je na razinu od 8,8 % u ožujku s razine od 9,6 % u veljači i ostala je povišena. Kada je riječ o intermedijarnim proizvodima godišnja stopa rasta uvoznih cijena smanjila se na 1,7 % s 2,7 %. Niže stope inflacije uvoznih cijena djelomično odražavaju nedavnu deprecijaciju eura.

Grafikon 10.

Pokazatelji pritisaka proizvođačkih troškova

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

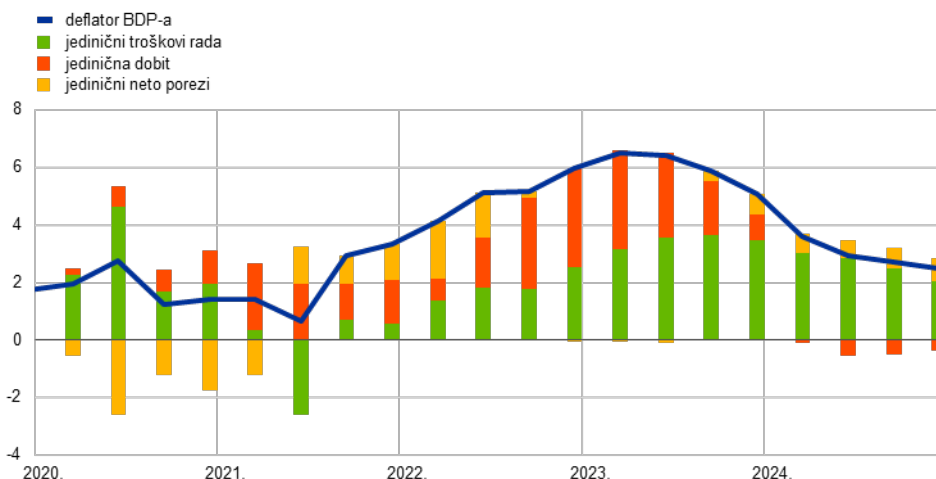
Napomena: Posljednji podatci odnose se na ožujak 2025.

Domaći troškovni pritisci, mjereni porastom deflatora BDP-a, smanjili su se u četvrtom tromjesečju 2024., što je njihovo sedmo uzastopno tromjesečno smanjenje (Grafikon 11.). Posljednji dostupni podatci iz nacionalnih računa o domaćim troškovnim pritiscima za europodručje odnose se na četvrto tromjesečje 2024. Godišnja stopa rasta deflatora BDP-a smanjila se na 2,5 % u četvrtom tromjesečju 2024. u odnosu na 2,7 %, koliko je iznosila u prethodnom tromjesečju. To je smanjenje uzrokovano manjim doprinosom jediničnih troškova rada i negativnim doprinosom jedinične dobiti, što je premašilo neznatno povećanje jediničnih neto poreza. Raspoloživi pokazatelji rasta plaća za prvo tromjesečje 2025. potvrđuju da su se troškovi rada dodatno usporili. Prema brzoj procjeni indeks troškova rada smanjio se na 3,3 % u prvom tromjesečju 2025. s 4,1 % u četvrtom tromjesečju 2024. Smanjila se i stopa rasta dogovorenih plaća, i to na 2,4 % u prvom tromjesečju 2025. s 4,1 % u prethodnom tromjesečju. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, podatci iz ESB-ova sustava za praćenje budućega kretanja plaća, koji uključuje podatke o sklopljenim sporazumima o plaćama do svibnja 2025., i nadalje upućuju na slabljenje pritisaka rasta plaća tijekom 2025.

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. Produktivnost rada negativno pridonosi tim promjenama. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2024.

Pokazatelji dugoročnih inflacijskih očekivanja koji se zasnivaju na tržišnim pokazateljima i oni koji se zasnivaju na anketama nisu se mnogo promijenili u razdoblju od sastanka Upravnog vijeća u travnju, a mjerila kratkoročne naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima smanjila su se na razine niže od 2 % (Grafikon 12.). Prosječna dugoročnija inflacijska očekivanja i medijan dugoročnih inflacijskih očekivanja zadržali su se na razini od 2 % i u ESB-ovoj Anketi o prognozama stručnjaka (engl. *Survey of Professional Forecasters*) za drugo tromjesečje 2025. i u ESB-ovoj Anketi monetarnih analitičara (engl. *Survey of Monetary Analysts*) za lipanj 2025. Kratkoročnija očekivanja za 2025. zasnovana na anketama također su bila na razini od približno 2 %, uz male promjene ovisno o najnovijim podacima i kretanjima cijena energenata. Jednogodišnja kamatna stopa na jednogodišnje terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije, mjerilo kratkoročne naknade za inflaciju zasnovano na tržišnim pokazateljima, smanjila se za 0,2 postotna boda na približno 1,7 % tijekom promatranog razdoblja i upućuje na to da tržišni sudionici trgovinsku nesigurnost uglavnom smatraju deflatornom za europodručje. Kad je riječ o srednjoročnim i dugoročnijim dospeljima, nakon najava SAD-a o uvođenju carina naknada za inflaciju uglavnom se vratila u smjer snažnog ponovnog određivanja cijena navise do kojega je došlo nakon ranije najave njemačke vlade povezane s fiskalnom politikom u Njemačkoj. Zbog takvih kretanja petogodišnje kamatne stope na petogodišnje terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije ostale su blizu 2 %. Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača malo su se povećala, a očekivanja za srednjoročno razdoblje ostala su stabilna. Prema ESB-ovoj anketi o očekivanjima potrošača iz travnja 2025. medijan očekivanja glede ukupne inflacije za sljedeću godinu dana povećao se na 3,1 % u travnju u odnosu na 2,9 %, koliko je iznosio u ožujku. Međutim, očekivanja za sljedeće tri godine ostala su nepromijenjena i iznosila su 2,5 %. Medijan percepcije inflacije u prethodnih godinu dana također je ostao nepromijenjen i zadržao se na 3,1 %. Moguće je da povećanje kratkoročnih

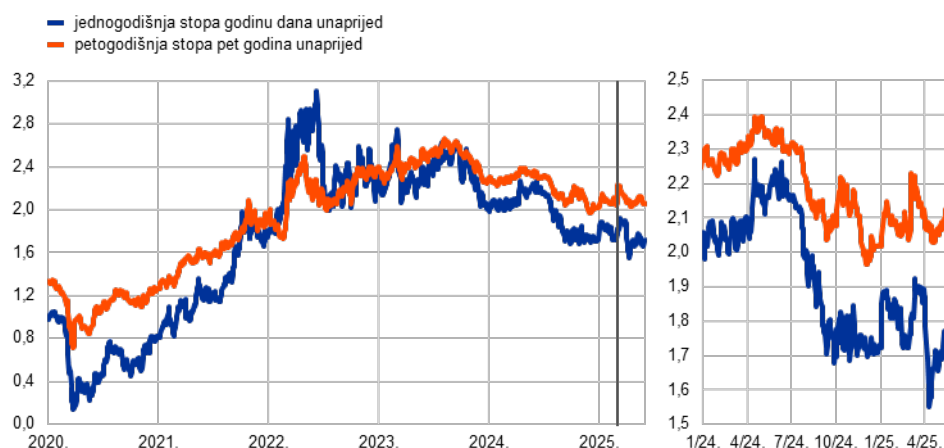
inflacijskih očekivanja odražava povećanje inflacijske nesigurnosti i pogoršanje ekonomskog raspoloženja sudionika u anketi.

Grafikon 12.

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

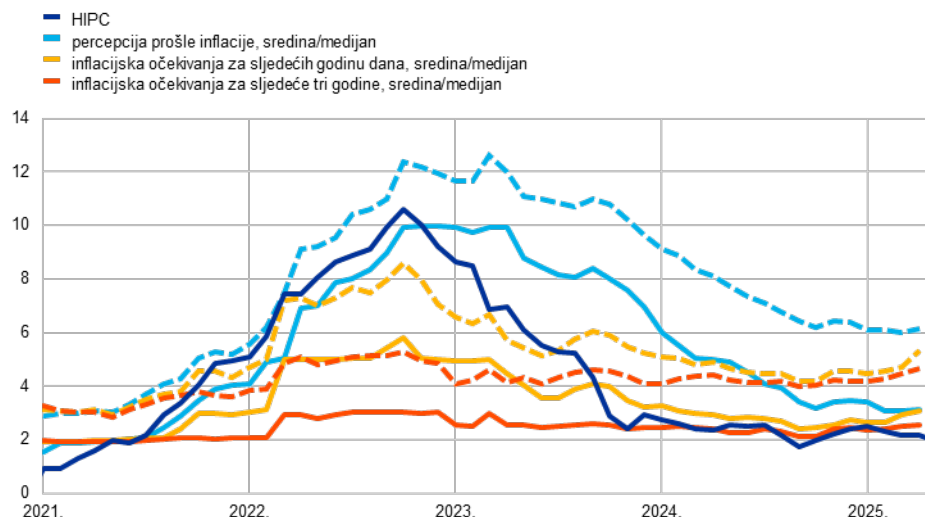
a) mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima

(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 europsko područje. Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 6. ožujka 2025. Na panelu b) isprekidane linije označuju sredinu, a pune linije označuju medijan. Posljednji podatci odnose se na 4. lipnja 2025. za panel a) i svibanj 2025. (brza procjena Eurostata) za HIPC te na travanj 2025. za ostala mjerila na panelu b).

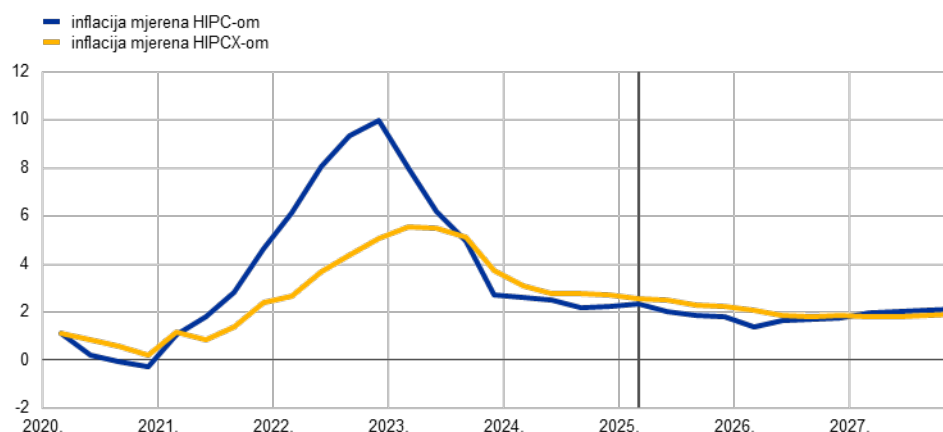
U projekcijama iz lipnja 2025. predviđa se da će prosječna stopa ukupne inflacije iznositi 2,0 % u 2025. i 1,6 % u 2026. te da će se opet povećati na 2,0 % u 2027. (Grafikon 13.). Očekuje se da će se u drugom tromjesečju 2025. ukupna inflacija smanjiti ispod 2 % i da će dosegnuti najnižu razinu od oko 1,4 % početkom 2026. odražavajući smanjenje u svim glavnim komponentama: energiji, hrani i temeljnoj inflaciji (pri tom temeljnu inflaciju uglavnom potiču usluge). Očekuje

se da će ukupna inflacija zatim narasti u 2027. Taj predviđeni rast ponajprije odražava privremeni pozitivan učinak inflacije cijena energije u 2027. uzrokovan fiskalnim mjerama povezanim s klimatskom tranzicijom, a posebno uvođenjem novog sustava trgovanja emisijama. U odnosu na projekcije iz ožujka 2025. izgledi za ukupnu inflaciju revidirani su naniže za 0,3 postotna boda i za 2025. i za 2026. te uglavnom nisu revidirani za 2027. Revizija naniže za 2025. u potpunosti je potaknuta inflacijom cijena energije uzrokovanom slabijim podacima od očekivanih i pretpostavkama o nižim cijenama nafte, plina i električne energije. Očekuje se da će inflacija mjerena HIPCX-om prosječno iznositi 2,4 % u 2025. i 1,9 % u 2026. i 2027. kako učinci prošlih velikih šokova na inflaciju cijena usluga i nadalje budu slabiji. U odnosu na projekcije iz ožujka 2025. inflacija mjerena HIPCX-om revidirana je naviše za 0,2 postotna boda za 2025. i naniže za 0,1 postotni bod za 2026.

Grafikon 13

Inflacija mjerena HIPC-om i HIPCX-om za europodručje

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, lipanj 2025.

Napomene: Siva vertikalna linija označuje posljednje tromjesečje prije početka projekcijskog razdoblja. Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2025. za podatke i četvrto tromjesečje 2027. za projekcije. Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2025. dovršene su 21. svibnja 2025., a krajnji datum za tehničke pretpostavke bio je 14. svibnja 2025. Povijesni i projicirani podatci za inflaciju mjerenu HIPC-om i HIPCX-om na tromjesečnoj su osnovi.

4. Kretanja na financijskim tržištima

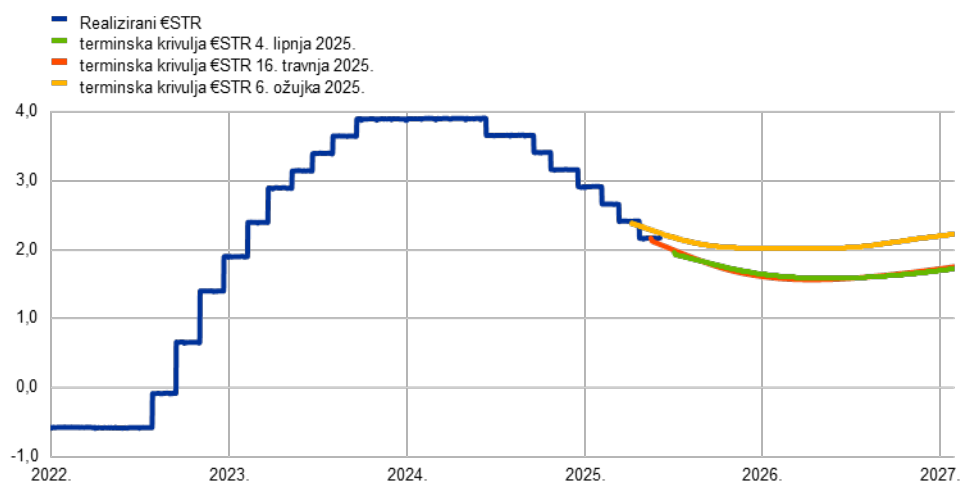
Tijekom promatranog razdoblja od 6. ožujka do 4. lipnja 2025., kretanja na financijskim tržištima u europodručju uglavnom su bila pod utjecajem povećane neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama. Najava opsežnih carina SAD-a od 2. travnja dovela je do snažne promjene cijena financijske imovine, a olakšanje koje je donijela odgoda tih carina potaknulo je oporavak na tržištima rizičnom imovinom. No, povećana neizvjesnost povezana s carinama i neizvjesni gospodarski izgledi i nadalje nepovoljno utječu na financijska tržišta. Općenito, terminska krivulja nerizične eurske kratkoročne kamatne stope (€STR) pomaknula se nadolje, pri čemu na kraju promatranog razdoblja tržišta u obzir uzimaju kumulativna smanjenja kamatne stope u europodručju od gotovo 60 baznih bodova do kraja 2025. Prinosi na dugoročne državne obveznice također su se smanjili u uvjetima trgovinskih napetosti i smanjenja razlika prinosa u odnosu na kamatnu stopu na odgovarajuće prekonoćne kamatne ugovore o razmjeni (OIS). Na globalnim tržištima vlasničkih vrijednosnih papira izražena su bila kretanja u obliku slova „V”, pri čemu je dionički indeks u europodručju na kraju promatranog razdoblja ostao uglavnom nepromijenjen unatoč znatnim fluktuacijama. Razlike prinosa na korporativne obveznice europodručja povećale su se i za izdavatelje s investicijskim rejtingom i pogotovo za izdavatelje u segmentu visokih prinosa. Na deviznom tržištu tečaj eura znatno je ojačao i u odnosu na američki dolar (5,4 %) i ponderiran obujmom trgovine (2,5 %).

Tijekom promatranog razdoblja nerizične kamatne stope u europodručju znatno su se smanjile nakon što su sudionici na tržištu povećali svoja očekivanja povezana s kratkoročnim smanjenjem kamatne stope na novčani depozit (Grafikon 14.). Referentna eurska kratkoročna kamatna stopa €STR iznosila je 2,17 % na kraju 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 i u ožujku i u travnju. Višak likvidnosti smanjio se za oko 117 mlrd. EUR i iznosio je 2.710 mlrd. EUR. To uglavnom odražava smanjenje portfelja vrijednosnih papira koji se drže za potrebe monetarne politike jer Eurosustav više ne reinvestira glavnice dospjelih vrijednosnih papira u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira. Nakon što se, neposredno prije početka promatranog razdoblja, terminska krivulja pomaknula naviše nakon najave planirane fiskalne ekspanzije u Njemačkoj i inicijativa za jačanje potrošnje za vojsku u EU-u pod nazivom „ReArm Europe Plan”, došlo je do postupnog poništenja znatnog dijela tog porasta u okružju rastućih trgovinskih napetosti u svijetu. Zbog najave carina SAD-a od 2. travnja 2025. i eskalacije globalnih trgovinskih napetosti koja je uslijedila, terminska krivulja €STR pomaknula se znatno naniže i odražava očekivanje da će se brže provesti popuštanje monetarne politike u europodručju. Niz pozitivnih vijesti povezanih s carinama, posebice odgoda dodatnih carina SAD-a od 90 dana najavljena početkom travnja i dogovori o carini između Sjedinjenih Američkih Država i Ujedinjene Kraljevine i Kine doveli su do olakšanja na financijskim tržištima. No nakon toga porast negativnih vijesti povezanih s trgovinom opet je nepovoljno utjecao na izgleda za kamatne stope. Na kraju promatranog razdoblja tržišni sudionici uzimali su u obzir kumulativna smanjenja kamatnih stopa od gotovo 60 baznih bodova do kraja 2025., što je povećanje od oko 35 baznih

bodova u odnosu na one na početku razdoblja. Nerizične dugoročnije kamatne stope u europodručju također su se smanjile tijekom promatranog razdoblja, iako u manjoj mjeri od kratkoročnih nerizičnih kamatnih stopa budući da je kamatna stopa na desetogodišnji OIS pala za 18 baznih bodova na 2,4 % tijekom tog razdoblja.

Grafikon 14. Terminalske stope €STR

(postotci na godišnjoj razini)



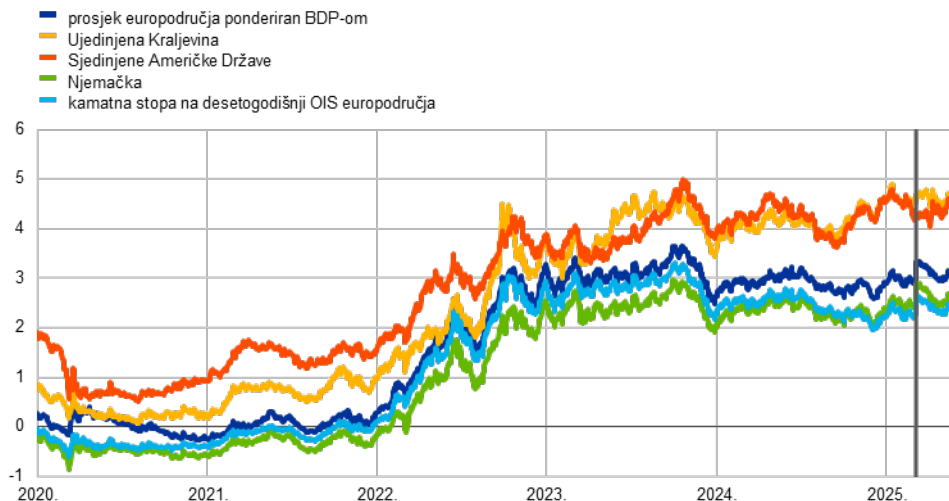
Izvori: Bloomberg i izračun ESB-a

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

Prinosi na dugoročne državne obveznice također su se smanjili u uvjetima trgovinskih napetosti i smanjenja razlika prinosa (OIS) (Grafikon 15.). Prinos na desetogodišnje državne obveznice europodručja ponderiran BDP-om iznosio je oko 3 % na kraju promatranog razdoblja, što je pad od 36 baznih bodova u odnosu na početnu razinu, a razlika prinosa u odnosu na kamatnu stopu na OIS smanjila se za 19 baznih bodova. Tijekom promatranog razdoblja javljale su se povremene fluktuacije kao i razlike među zemljama povezane s trgovinskim kretanjima. Neposredno nakon početne objave carina SAD-a 2. travnja 2025. i porasta neizvjesnosti, porasle su cijene državnih obveznica u europodručju, pri čemu su cijene njemačkih obveznica ostvarile znatne dobitke. Istodobno su američki državni vrijednosni papiri (i američki dolar) bili pod pritiskom tržišta u okružju rastuće sumnje u njihov status sigurnih utočišta i utjecaja carina na inflaciju u SAD-u. Neki su od tih učinaka poništeni nakon najave odgode dodatnih carina od 90 dana i smanjivanja trgovinskih napetosti između Sjedinjenih Američkih Država i Kine, što je dovelo do porasta prinosa na njemačke državne obveznice i smanjenja razlike prinosa u zemljama s višim prinosima. Prinosi na desetogodišnje američke državne obveznice znatno su fluktuirale tijekom promatranog razdoblja i na kraju razdoblja iznosile su oko 4,4 % odnosno oko 13 baznih bodova više nego na početku razdoblja. Do povećanja prinosa na američke obveznice došlo je zbog više činitelja, uključujući u najnovije vrijeme povećan oprez u vezi s rastućim dugom zemlje i nedavnom odlukom agencije Moody's o smanjenju njezina kreditnog rejtinga.

Grafikon 15. Prinosi na desetogodišnje državne obveznice i kamatna stopa na desetogodišnji OIS na osnovi €STR-a

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: LSEG i izračun ESB-a

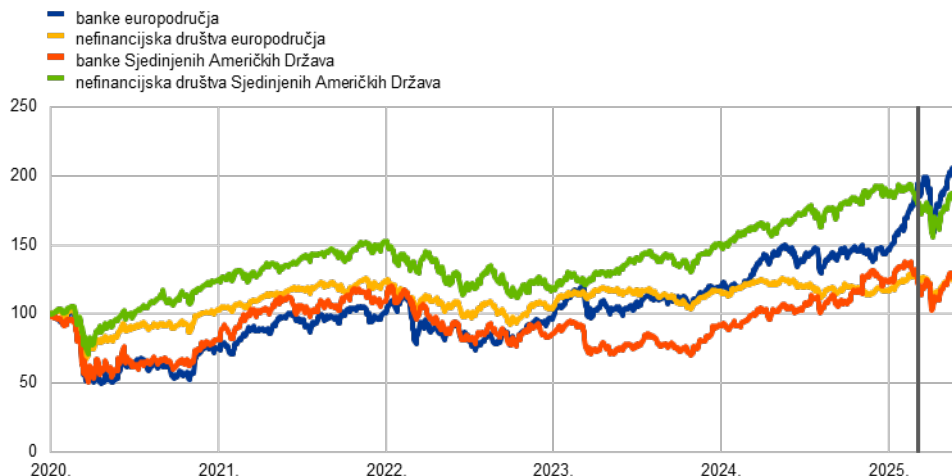
Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 6. ožujka 2025. Posljednji podatci odnose se na 4. lipnja 2025.

Na globalnim tržištima vlasničkih vrijednosnih papira izražena su bila kretanja u obliku slova „V”, pri čemu je dionički indeks u europa području na kraju promatranog razdoblja ostao uglavnom nepromijenjen (Grafikon 16.). Najava

povezana s fiskalnom potrošnjom u Njemačkoj na početku ožujka dovela je do snažnog porasta na tržištima vlasničkih vrijednosnih papira u Europi. No, najava carina SAD-a od 2. travnja potaknula je veliku rasprodaju na globalnim tržištima vlasničkih vrijednosnih papira, što je dovelo do povećane kolebljivosti na tržištu. Cijene vlasničkih vrijednosnih papira diljem svijeta ubrzo su se oporavile od gubitaka koje su prouzročile carine SAD-a nakon objave o njihovoj odgodi od 90 dana, unatoč dugotrajnoj trgovinskoj neizvjesnosti. Krajem svibnja cijene vlasničkih vrijednosnih papira lagano su pale nakon najave planova američke administracije o uvođenju 50 %-tne carine na uvoz iz Europe, no ubrzo su se oporavile nakon što su te carine odgođene do 9. srpnja. Tijekom cjelokupnoga promatranog razdoblja indeksi tržišta dionica u europa području bili su uglavnom nepromijenjeni, pri čemu su dionice nefinancijskih društava pale za 1,4 %, a one banaka porasle za 3,3 %. S druge strane, gledano u cjelini indeksi tržišta dionica u Sjedinjenim Američkim Državama porasli su za oko 4,4 %, pri čemu su banke ostvarile povećanje od 4,9 %, a nefinancijska društva od 4,8 %. No, unatoč tome, neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama i nadalje ostaje znatan izvor negativnih rizika na tržištima rizične imovine.

Grafikon 16. Indeksi cijena dionica u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama

(indeks: 1. siječnja 2020. = 100)



Izvori: LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 6. ožujka 2025. Posljednji podatci odnose se na 4. lipnja 2025.

Razlika prinosa na korporativne obveznice povećala se i u segmentu investicijskog rejtinga i u segmentu visokog prinosa (Grafikon 17.).

Negativni rizici za ekonomske izgledе utječu na tržišta korporativnih obveznica, posebice nakon američke najave o carinama početkom travnja. Unatoč određenom smanjenju u posljednje vrijeme, razlika prinosa u segmentu investicijskog rejtinga i u segmentu visokog prinosa porasla je za otprilike 13 odnosno 34 bazna boda tijekom promatranog razdoblja. U segmentu visokog prinosa, razlike prinosa na obveznice nefinancijskih društava povećale su se za 25 baznih bodova, a razlike prinosa na obveznice nefinancijskih društava porasle su za oko 66 baznih bodova.

Grafikon 17.

Razlike prinosa na korporativne obveznice u europodručju

(bazni bodovi)



Izvori: LSEG i izračun ESB-a

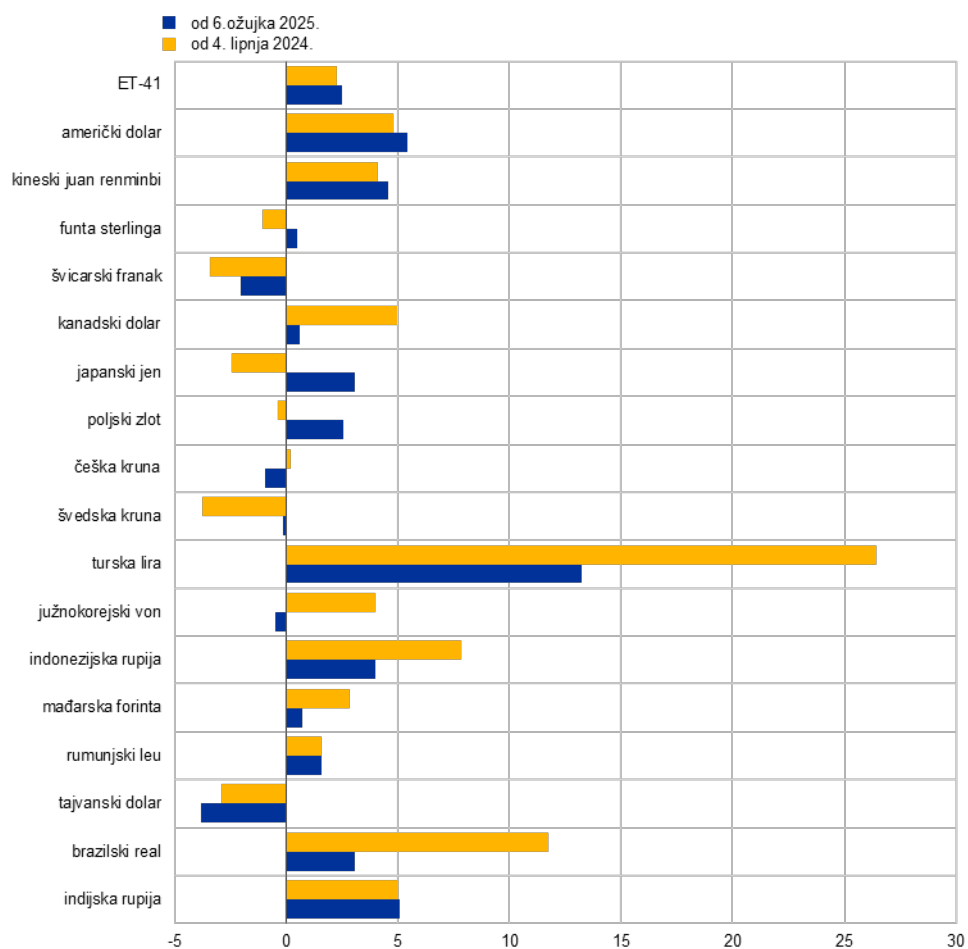
Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 6. ožujka 2025. Posljednji podatci odnose se na 4. lipnja 2025.

Na deviznim tržištima tečaj eura ojačao je znatno i u odnosu na američki dolar i ponderiran obujmom trgovine (Grafikon 18.).

Nominalni efektivni tečaj eura mjeren u odnosu na valute 41 najvažnijega trgovinskog partnera europodručja porastao je za 2,5 % u promatranom razdoblju. To je jačanje bilo sveobuhvatno. Na snažnu aprecijaciju od 5,4 % u odnosu na američki dolar uglavnom je utjecao pomak u tržišnim očekivanjima glede izgleda za rast i inflaciju u Sjedinjenim Američkim Državama i mogući učinak politike SAD-a na potražnju za imovinom te države nakon američke najave o carinama početkom travnja. To se može pripisati i pozitivnijem raspoloženju ulagača u odnosu na euro nakon najave o fiskalnoj potrošnji u Njemačkoj i najave s posebnog sastanka Europskog vijeća početkom ožujka o jačanju sposobnosti obrane EU-a. Euro je ojačao i u odnosu na kineski yuan renminbi za 4,6 %, s time da je potonji prvo oslabio zbog očekivanih negativnih učinaka američkih carina, no ponešto se oporavio nakon djelomičnog popuštanja trgovinskih napetosti između Sjedinjenih Američkih Država i Kine. Euro je znatno ojačao u odnosu na valute gospodarstava s tržištima u nastajanju, koje su također bile pod nepovoljnim utjecajem carina SAD-a i zabrinutosti glede globalnog rasta. No, s druge je strane on oslabio za 2,0 % u odnosu na švicarski franak, tradicionalno sigurno utočište u okružju tržišnog raspoloženja kojim prevladava oprez.

Grafikon 18. Promjene tečaja eura u odnosu na odabrane valute

(promjene u postotcima)



Izvor: izračun ESB-a

Napomene: ET 41 jest nominalni efektivni tečaj eura u odnosu na valute 41 najvažnijega trgovinskog partnera europskog područja. Pozitivna (negativna) promjena odgovara aprecijaciji (depresijaciji) eura. Sve promjene izračunate su primjenom deviznih tečajeva koji su vrijedili 4. lipnja 2025.

5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja

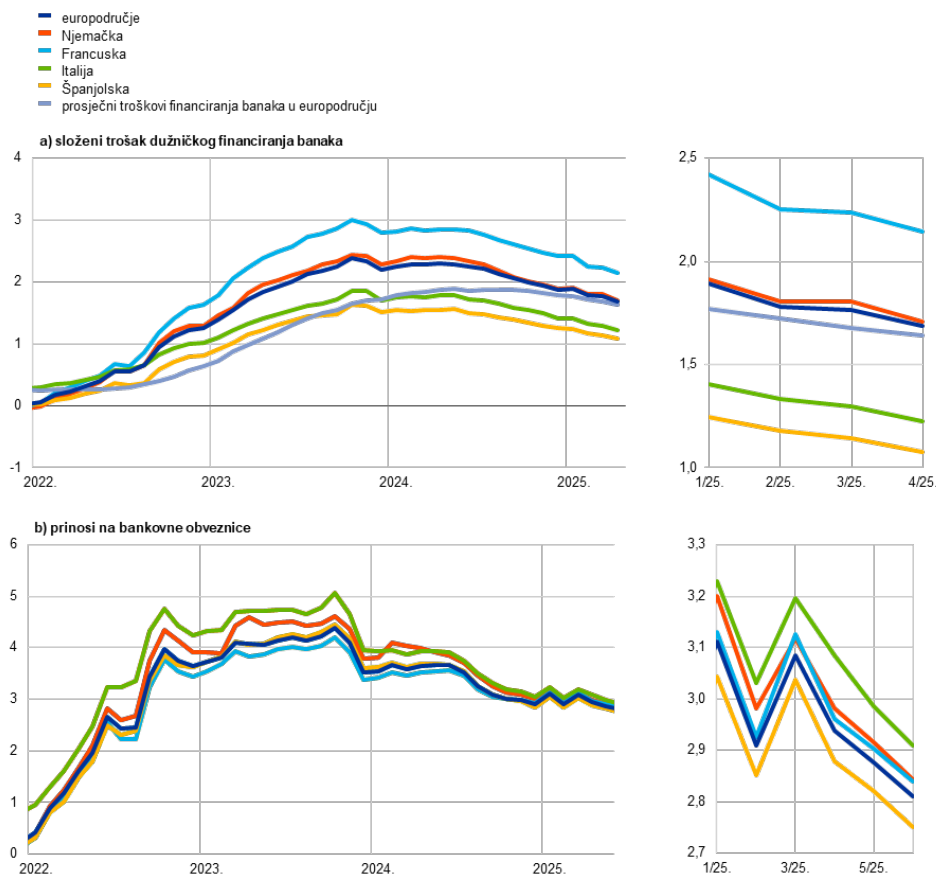
Troškovi financiranja banaka nastavili su padati u travnju zbog nižih stopa monetarne politike. Prosječne kamatne stope na nove kredite poduzećima u travnju su se smanjile na 3,8 %, a za kućanstva prosječne kamatne stope na nove hipotekarne kredite zadržale su se na razini od 3,3 %. Razlike između kamatnih stopa na kredite kućanstvima i onih poduzećima odražavaju razlike u razdobljima fiksiranja kamatnih stopa na kredite. Rast kredita poduzećima i kućanstvima nastavio se postupno oporavljati u travnju, ali ostao je daleko ispod povijesnih prosjeka te odražava slabe makroekonomske izglede i veliku neizvjesnost. Tijekom promatranog razdoblja od 6. ožujka do 4. lipnja 2025. trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima za poduzeća malo se povećao zbog nešto više premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira, a trošak tržišnoga dužničkog financiranja neznatno se smanjio. Godišnja stopa rasta najširega monetarnog agregata (M3) povećala se na 3,9 % u travnju.

Troškovi financiranja banaka nastavili su padati u travnju 2025. Složeni trošak dužničkog financiranja za banke europodručja, odnosno indeks kojim se mjere granični troškovi financiranja banaka, dodatno je oslabio u travnju (Grafikon 19., panel a)) u uvjetima ESB-ova smanjenja kamatnih stopa monetarne politike, a istodobno je opće smanjenje prosječnih troškova bankovnog financiranja bilo skromnije tijekom mjeseca. Kamatne stope na depozite i međubankovne kamatne stope na tržištu novca nastavile su padati, pri čemu je složena kamatna stopa na depozite u travnju iznosila 1,0 %, što je pad u odnosu na najvišu razinu od 1,4 % u svibnju 2024. Prinosi na bankovne obveznice ostali su uglavnom stabilni u ožujku i travnju 2025. te su se blago smanjili u svibnju, unatoč povećanoj kolebljivosti na financijskim tržištima početkom mjeseca, djelomično povezanoj s nedavnim najavama o američkim carinama (Grafikon 19., panel b)). Kao i prethodnih mjeseci, kamatne stope na oročene depozite poduzeća i kućanstava snažnije su se smanjile nego one na prekonoćne depozite, čime je znatno smanjena razlika između kamatnih stopa na oročene depozite i onih na prekonoćne depozite i za poduzeća i za kućanstva.

Grafikon 19.

Složeni troškovi financiranja banaka u odabranim državama europskog područja

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: ESB, S&P Dow Jones Indices LLC i/ili njegova povezana društva i izračun ESB-a
Napomene: Složeni troškovi financiranja banaka prosjek su novih troškova za prekonoćne depozite, depozita s otkaznim rokom, oročenih depozita, obveznica i međubankovnog zaduživanja, ponderiranih odgovarajućim nepodmirenim iznosima. Prosječni troškovi financiranja banaka rabe iste pondere, ali zasnivaju se na kamatnim stopama za neotplaćene depozite i međubankovno financiranje te na prinosu do dospelja kod izdavanja za obveznice. Prinosi na bankovne obveznice jesu mjesečni prosjeci za nadređene tranše obveznica. Posljednji podatci odnose se na travanj 2025. za složeni trošak dužničkog financiranja banaka (panel a)) i na 4. lipnja 2025. za prinose na bankovne obveznice (panel b)).

Kamatne stope banaka na kredite poduzećima nastavile su se smanjivati, a kamatne stope na hipotekarne kredite kućanstvima ostale su uglavnom stabilne i odražavaju razlike u razdobljima fiksiranja kamatnih stopa na kredite.

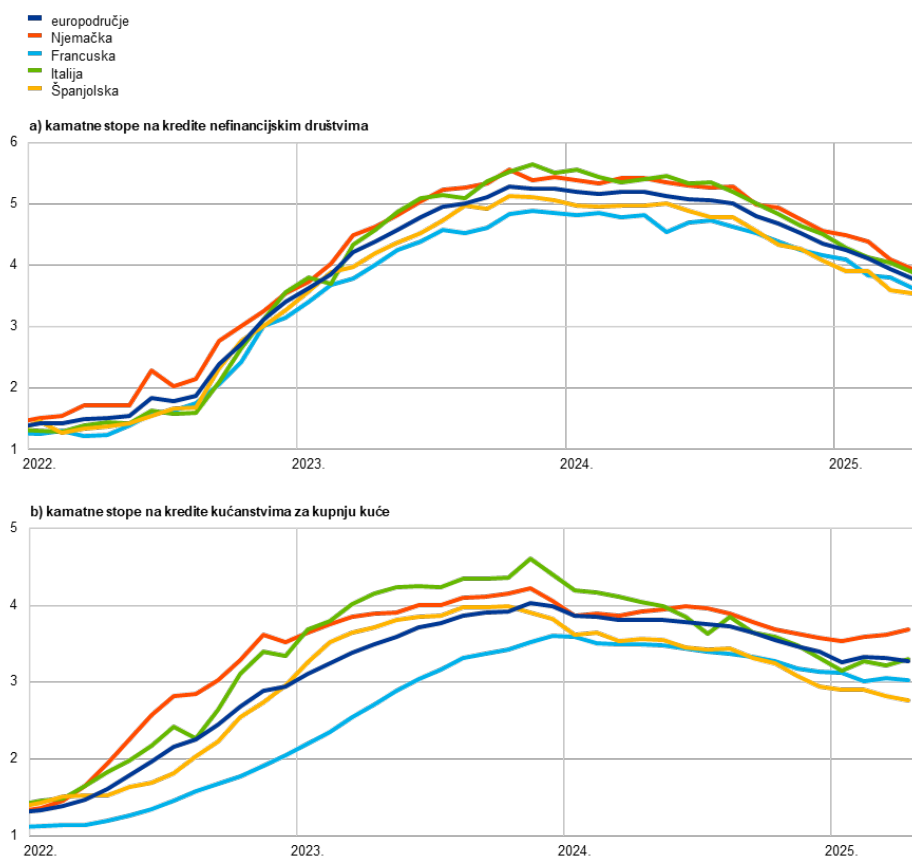
Kamatne stope na nove kredite nefinancijskim društvima smanjile su se za 14 baznih bodova u travnju 2025. i iznosile su 3,79 %, što je pad od otprilike 1,5 postotnih bodova od najviše razine u listopadu 2023. (Grafikon 20., panel a)). To je smanjenje obuhvatilo većinu najvećih država europskog područja i bilo je potaknuto kratkoročnim kreditima s dospeljećem do jedne godine. Nasuprot tome, kamatne stope na kredite s duljim dospeljećima uglavnom su ostale nepromijenjene zbog većih dugoročnih nerizičnih kamatnih stopa. Razlika između kamatnih stopa na male i velike kredite poduzećima ostala je stabilna u travnju na 46 baznih bodova, malo iznad dosad najnižih i uz određene razlike među državama. Za kućanstva, kamatne stope na nove kredite za kupnju kuće smanjile su se za 5 baznih bodova i u travnju iznosile 3,27 %, oko 80 baznih bodova manje od najviše razine u studenome 2023., iako uz određene razlike među državama (Grafikon 20., panel b)). S obzirom na to, kamatne stope na novougovorene hipotekarne kredite, odnosno bez ponovno

ugovorenih, ostale su uglavnom stabilne. Razlike između kamatnih stopa na kredite kućanstvima i onih poduzećima odražavaju razlike u razdobljima fiksiranja kamatnih stopa na kredite. Krediti kućanstvima obično imaju dulja razdoblja fiksiranja kamatnih stopa, što ih čini manje osjetljivima na kratkoročne fluktuacije tržišnih kamatnih stopa.

Grafikon 20.

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

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: ESB i izračun ESB-a

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

Tijekom promatranog razdoblja od 6. ožujka do 4. lipnja 2025. trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima za poduzeća malo se povećao, a trošak tržišnoga dužničkog financiranja neznatno se smanjio. Na osnovi mjesečnih podataka dostupnih do travnja 2025. ukupni trošak financiranja za nefinancijska društva, odnosno složeni trošak zaduživanja kod banaka, trošak tržišnoga duga i trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira, povećao se u travnju u odnosu na prethodni mjesec i iznosio je 5,9 % (Grafikon 21.).¹² To je posljedica povećanja troška izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira zbog nešto više premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira. Sve ostale sastavnice troška smanjile su se ili su

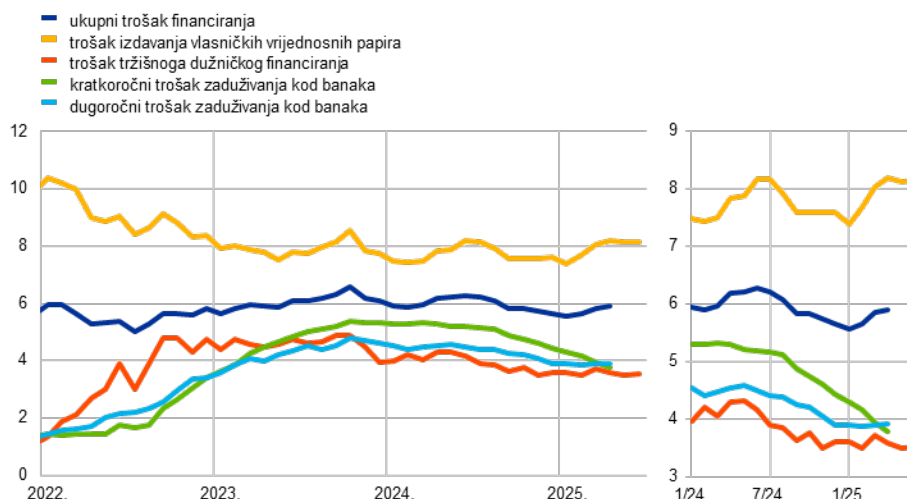
¹² S obzirom na dostupnost podataka o troškovima zaduživanja kod banaka s odmakom, podatci o ukupnom trošku financiranja za nefinancijska društva dostupni su samo za razdoblje do travnja 2025.

ostale nepromijenjene. Dnevni podatci koji obuhvaćaju promatrano razdoblje sve do 4. lipnja 2025. pokazuju da se trošak tržišnoga dužničkog financiranja dodatno blago smanjio. To je potaknuto pomicanjem krivulje prekonoćnih kamatnih ugovora o razmjeni (OIS) nadolje na svim dospeljima, što je samo djelomično neutralizirano povećanjem razlike prinosa na korporativne obveznice, posebno u području visokog prinosa. Trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima blago se povećao tijekom istog razdoblja kao posljedica malog povećanja premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira, unatoč smanjenju dugoročne nerizične kamatne stope, koja je aproksimirana kamatnom stopom na desetogodišnji OIS.

Grafikon 21.

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

(postotci na godišnjoj razini)



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

Napomene: Ukupni trošak financiranja za nefinancijska društva zasniva se na mjesečnim podatcima i izračunava se kao ponderirani prosjek dugoročnih i kratkoročnih troškova 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 4. lipnja 2025. za trošak tržišnoga dužničkog financiranja i za trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (dnevni podatci) i travanj 2025. za ukupni trošak financiranja i trošak zaduživanja kod banaka (mjesečni podatci).

Rast kredita poduzećima i kućanstvima nastavio se postupno povećavati u travnju i odražava slabiju kratkoročnu dinamiku. Godišnja stopa rasta

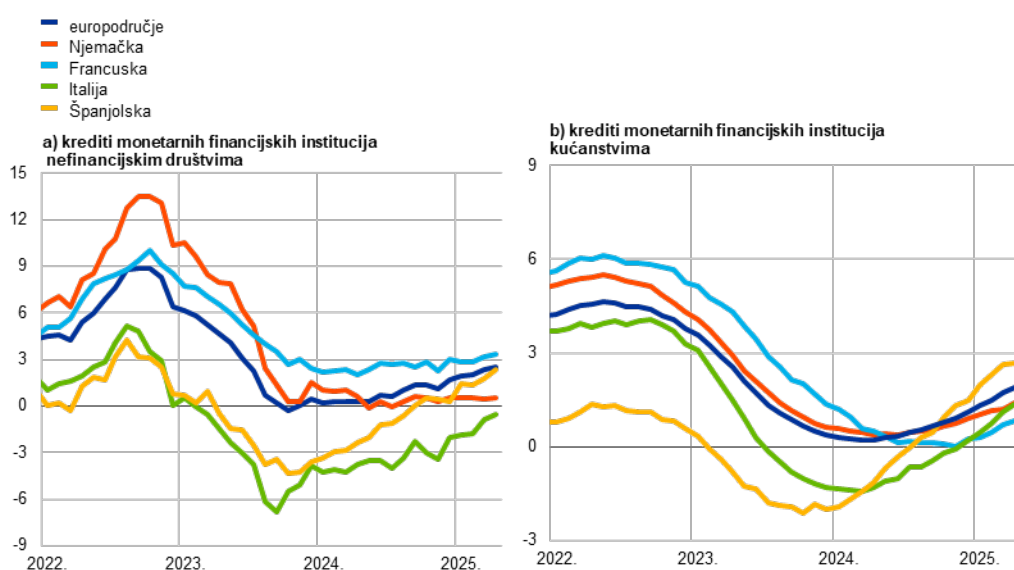
bankovnog kreditiranja poduzeća povećala se s 2,4 % u ožujku na 2,6 % u travnju 2025., ali ostala je znatno ispod povijesnog prosjeka od 4,3 % od siječnja 1999. (Grafikon 22., panel a)). Nasuprot tome, godišnja stopa rasta dužničkih vrijednosnih papira poduzeća smanjila se s 3,0 % u ožujku na 2,1 % u travnju, što je pridonijelo neznatnom slabljenju rasta ukupnoga dužničkog financiranja poduzeća. Istodobno se godišnja stopa rasta kredita kućanstvima nastavila postupno povećavati i dosegla je 1,9 % u travnju nakon 1,7 % u ožujku. Međutim, ta stopa rasta kredita kućanstvima izgubila je zamah te je ostala znatno ispod povijesnog prosjeka od 4,1 % (Grafikon 22., panel b)). Krediti za kupnju kuće i nadalje su bili glavni pokretač toga uzlaznog trenda, pri čemu su se i potrošački krediti umjereno povećali uz godišnju stopu rasta od 4,3 % u travnju, unatoč

znakovima slabljenja kratkoročne dinamike.¹³ Nasuprot tome, ostali oblici kreditiranja kućanstava, uključujući kredite trgovcima pojedincima, i nadalje su bili slabi. Raspoloženje kućanstava u vezi s dostupnosti kredita uvelike se pogoršalo u travnju. Prema ESB-ovoj [anketi o očekivanjima potrošača](#) iz travnja postotak kućanstava koja smatraju da je dostupnost kredita otežana povećao se i premašio postotak onih koji smatraju da je dostupnost kredita olakšana, što je najveće zabilježeno mjesečno povećanje. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, kućanstva očekuju da će dostupnost kredita biti dodatno otežana u sljedećih godinu dana.

Grafikon 22.

Krediti monetarnih financijskih institucija u odabranim državama europskog područja

(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 travanj 2025.

Rast najširega monetarnog agregata (M3) povećao se u travnju 2025., potaknut prekonoćnim depozitima i priljevima iz inozemstva s obzirom na veliku neizvjesnost (Grafikon 23.). Godišnji rast M3 povećao se s 3,7 % u ožujku na 3,9 % u travnju, potpomognut blago snažnim mjesečnim priljevom tijekom mjeseca. Godišnji rast najužega monetarnog agregata (M1), koji uključuje najlikvidniju imovinu M3, znatno se povećao s 3,9 % u ožujku na 4,7 % u travnju. Glede pojedinačnih sastavnica, povećanje M3 u travnju potaknuto je priljevima u prekonoćne depozite i, u manjoj mjeri, repo ugovorima koje drže poduzeća i institucionalni ulagači. Godišnja stopa rasta prekonoćnih depozita koje drže poduzeća i kućanstva povećala se s 4,1 % u ožujku na 5,3 % u travnju, što je odražavalo snažnu sklonost ulagača prema likvidnosti u uvjetima kolebljivosti u neizvjesnom okružju i nižim kamatnim stopama na štedne depozite. To je djelomično neutraliziralo slabljenje oročenih depozita, što objašnjava suprotstavljenu dinamiku

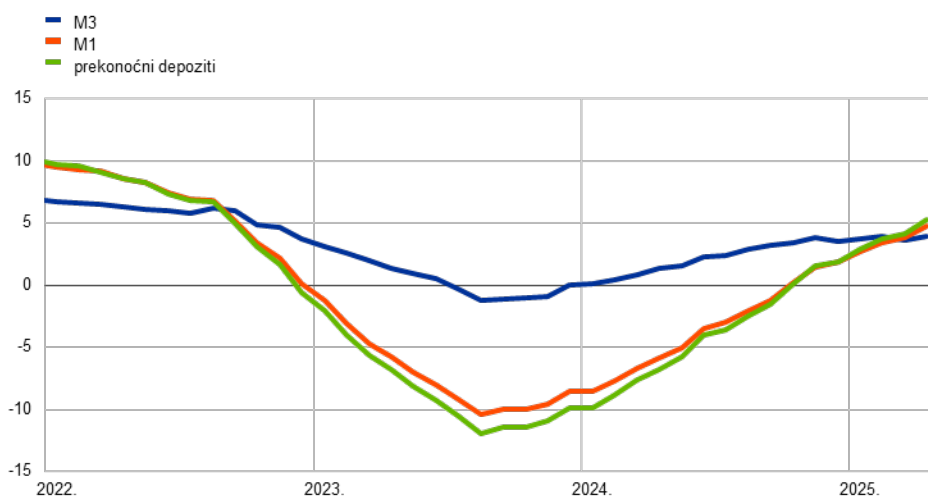
¹³ Simulacije koje rabe postojeću raspodjelu kredita među kućanstvima pokazuju da je, unatoč nedavnim smanjenjima kamatne stope, znatan dio prošlog pooštavanja monetarne politike i nadalje predviđen. Procjene pokazuju da se do 35 % ukupnog učinka potrošnje kroz kanal novčanog toka hipotekarnih kredita tek treba ostvariti. Za dodatne pojedinosti vidi članak pod naslovom „[The transmission of monetary policy: from mortgage rates to consumption](#)” u ovom broju Ekonomskog biltena.

M1 i M3. U vezi s raznim protustavkama, oporavak rasta M3 potaknut je neto inozemnim priljevima. Međutim, podatci za travanj bili su precijenjeni zbog posebnih činitelja, nepovezanih s najavama o američkim carinama, koji su povećali državne depozite, a temeljni priljevi vjerojatno su bili umjereniji. Bankovno kreditiranje poduzeća i kućanstava nastavilo je pozitivno pridonositi kreiranju novca u travnju. Iako je nastavak smanjivanja bilance Eurosustava i nadalje negativno pridonosio rastu M3, stabilna neto kupnja državnih vrijednosnih papira od strane banaka pomogla je neutralizirati taj učinak.

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 travanj 2025.

6. Fiskalna kretanja

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2025., procjenjuje se da će manjak opće države, koji je 2024. iznosio 3,1 % BDP-a, ostati nepromijenjen u 2025. i zatim postupno porasti na 3,5 % BDP-a u 2027. Predviđa se da će se karakter fiskalne politike europodručja tek neznatno pooštriti u 2025., zamjetno ublažiti u 2026. te ponovno pooštriti, nešto snažnije, u 2027. Predviđeno ublažavanje u 2026. uglavnom je posljedica većih javnih ulaganja i potrošnje, što je djelomično povezano s povećanim rashodima za obranu i infrastrukturu, i nižega izravnog oporezivanja. Pooštavanje fiskalne politike u 2027. ponajprije je posljedica manje pretpostavljene državne potrošnje povezane s prestankom dodjele bespovratnih sredstva u sklopu programa Next Generation EU (NGEU). Predviđa se da će omjer duga i BDP-a europodručja porasti i iznositi više od 90 % BDP-a jer će kontinuirani primarni manjak i pozitivna usklađivanja manjka i duga više nego neutralizirati povoljne razlike između kamatnih stopa i stopa rasta. Trenutačno je jedanaest država europodručja odlučilo zatražiti aktivaciju nacionalne klauzule o odstupanju iz Pakta o stabilnosti i rastu (SGP) kako bi omogućile veće rashode za obranu.

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2025. saldo proračuna opće države u europodručju trebao bi se smanjiti u projekcijskom razdoblju (Grafikon 24.).¹⁴

Kad je riječ o proteklom razdoblju, proračunski manjak u europodručju smanjio se s 3,5 % u 2023. na 3,1 % BDP-a u 2024. To je posljedica smanjivanja većine preostalih mjera fiskalne potpore povezane s energijom i inflacijom. Što se tiče sljedećeg razdoblja, očekuje se da će proračunski manjak u europodručju ostati nepromijenjen u 2025. i zatim porasti, na 3,4 % BDP-a u 2026. te na 3,5 % BDP-a u 2027. To kretanje uglavnom odražava predviđeno kretanje smjera fiskalne politike, mjereno ciklički prilagođenim primarnim saldonom prilagođenim za bespovratna sredstva programa NGEU-a, i u 2027. prestanak dodjele bespovratnih sredstava u sklopu programa NGEU, koji završava 2026.¹⁵ Ciklička komponenta proračunskog salda, koja je odraz kretanja proizvodnog jaza, trebala bi tijekom projekcijskog razdoblja biti uglavnom neutralna.

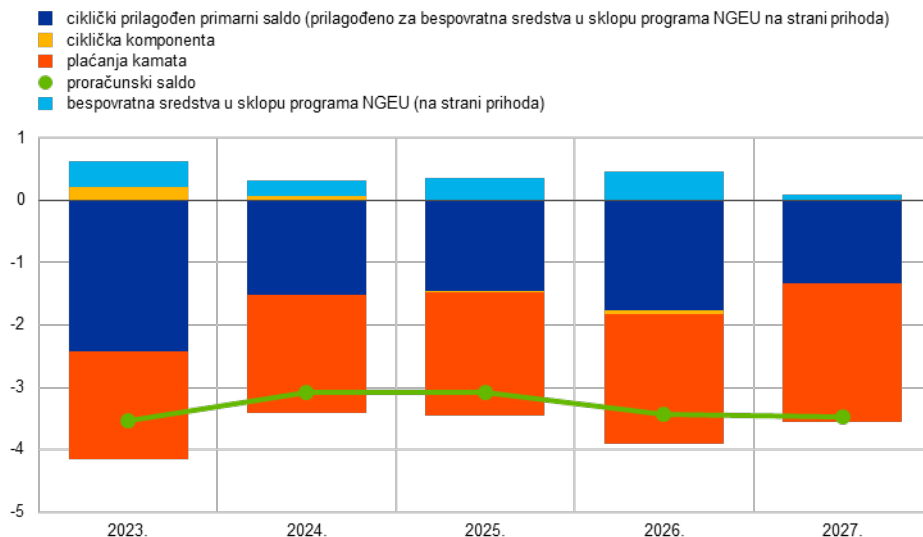
¹⁴ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje“, lipanj 2025., objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 5. lipnja 2025.

¹⁵ 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.

Grafikon 24.

Proračunski saldo i njegove komponente

(postotci BDP-a)



Izvori: izračun ESB-a i Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, lipanj 2025.

U projekcijama iz lipnja 2025. proračunski manjak u 2024. bio je za 0,1 postotni bod niži od manjka procijenjenog u makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2025., ali je revidiran naviše tijekom projekcijskog razdoblja. Taj je iznenađujući ishod ponajviše bio uzrokovan višim rastom prihoda od izravnih poreza i socijalnih doprinosa na razini europodručja nego što se isprva predviđalo. Unatoč nešto boljem početnom položaju proračunski saldo korigiran je naniže za 0,1 postotni bod BDP-a u 2026. i za 0,2 postotna boda BDP-a u 2027. To ublažavanje uglavnom je posljedica mjera fiskalne politike u Njemačkoj, koje su potvrđene u koalicijskom sporazumu i povezane s većim rashodima za obranu i infrastrukturu, posebno u razdoblju 2026. – 2027. Ostali činitelji koji pridonose pogoršanju proračunskog salda uključuju kontinuirano pružanje njemačke potpore Ukrajini i smanjivanje izravnih i neizravnih poreza te, u određenoj mjeri, veće predviđene rashode za obranu i potporu Ukrajini u nekoliko drugih država europodručja.

Nakon znatnog pooštavanja u 2024. predviđa se da će se karakter cjelokupne fiskalne politike europodručja tek neznatno pooštriti u 2025., zamjetno ublažiti u 2026. te ponovno pooštriti, nešto snažnije, u 2027. Znatno pooštavanje fiskalne politike od 0,9 postotnih bodova u 2024. uglavnom je posljedica ukidanja većine potpora povezanih s energijom i inflacijom te drugih fiskalnih poticajnih mjera koje su provedene tijekom prethodnih kriza. Diskrecijske mjere fiskalne politike u 2025. prenose se na postojeće fiskalno pooštavanje, iako sporijim tempom. To je posljedica povećanja doprinosa za socijalno osiguranje i neizravnih poreza, koje ipak uglavnom neutralizira kontinuirani rast javne potrošnje. Predviđa se da će u 2026. smjer fiskalne politike biti ublažen na temelju nedavnih vladinih objava, uglavnom zbog većih javnih ulaganja i potrošnje, što je djelomično povezano s povećanim rashodima za obranu i infrastrukturu, i nižega izravnog oporezivanja. Pooštavanje

fiskalne politike u 2027. ponajprije je posljedica manje državne potrošnje nakon isteka financiranja bespovratnim sredstvima iz programa NGEU.

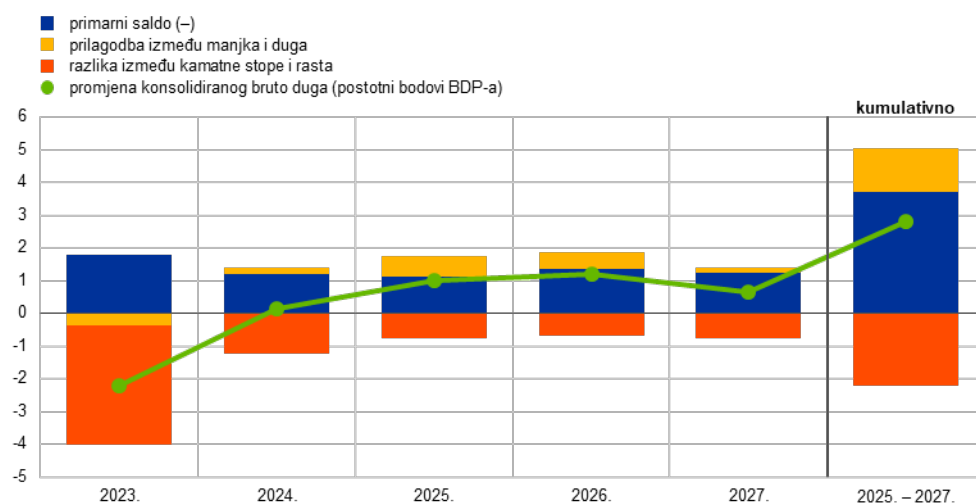
Predviđa se da će omjer duga i BDP-a europodručja porasti tijekom projekcijskog razdoblja i iznositi više od 90 % BDP-a u 2027. (Grafikon 25.).

Omjer duga i BDP-a europodručja znatno se povećao tijekom pandemije bolesti COVID-19 i dosegnoo oko 97 % u 2020., ali otad se postupno smanjuje. Međutim, omjer duga i BDP-a u porastu je od 2023. i iznosio je 87,5 % u 2024., pri čemu je najmanji bio u Estoniji (23,6 %) i najveći u Grčkoj (153,6 %). Predviđa se da će se u 2027. dodatno povećati na 90,3 % zbog primarnog manjka i, u nekim državama, znatnih usklađivanja manjka i duga.

Grafikon 25.

Pokretači promjene državnog duga u europodručju

(postotci BDP-a, ako nije navedeno drugačije)



Izvori: izračun ESB-a i Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, lipanj 2025.

Trenutačno je jedanaest država europodručja odlučilo zatražiti aktivaciju nacionalne klauzule o odstupanju iz Pakta o stabilnosti i rastu (SGP) radi financiranja rashoda za obranu.

Aktivacija nacionalne klauzule o odstupanju dio je paketa plan ReArm Europe / Readiness 2030., kojim se državama članicama EU-a omogućuje da u četverogodišnjem razdoblju brzo i znatno povećaju svoje rashode za obranu za najviše 1,5 % BDP-a. Ona ne bi trebala imati nikakav drugi učinak na srednjoročne fiskalno-strukturne planove država za razdoblje 2025. – 2028. i zasniva se na pretpostavci da je fiskalna održivost u srednjoročnom razdoblju očuvana.¹⁶ U sklopu proljetnog paketa europskog semestra 2025. objavljenog 4. lipnja Europska komisija preporučuje Vijeću da odobri zahtjeve deset država europodručja za aktivaciju klauzule o odstupanju (Belgija, Estonija, Grčka, Hrvatska, Latvija, Litva,

¹⁶ Vidi članak pod naslovom „Medium-term fiscal-structural plans under the revised Stability and Growth Pact“, *Ekonomski bilten*, broj 3, ESB, 2025.

Portugal, Slovenija, Slovačka i Finska).¹⁷ Vlade bi se trebale pobrinuti za održivost javnih financija u skladu s okvirom gospodarskog upravljanja EU-a, a prioritet bi im trebale biti ključne strukturne reforme kojima se potiče rast i strateško ulaganje.

¹⁷ [Preporuke za aktivaciju nacionalne klauzule o odstupanju](#) dostupne su na mrežnim stranicama Europske komisije. Iako su Vijeće EU-a i Europska komisija zaprimili zahtjev Njemačke za aktivaciju nacionalne klauzule o odstupanju, Njemačka još nije dostavila srednjoročni fiskalno-strukturni plan. Stoga će Komisija taj zahtjev ocijeniti zajedno sa srednjoročnim fiskalno-strukturnim planom nakon što ga zaprimi.

Okviri

1. Financijski uvjeti u SAD-u i njihova veza s gospodarskom aktivnošću: uloga vrednovanja vlasničkih vrijednosnih papira

Priredile: Cajsa Klass i Ana-Simona Manu

Financijski uvjeti važni su za gospodarsku aktivnost i inflaciju. Indeksi financijskih uvjeta (engl. *financial conditions indices*, FCIs) pružaju konsolidiranu mjeru za to koliko je jednostavan i jeftin pristup financiranju za kućanstva, poduzeća i države, što utječe na odluke o potrošnji i ulaganjima u cijelom gospodarstvu. Praktičari i stručnjaci predložili su niz različitih indeksa financijskih uvjeta. Ti se indeksi razlikuju po specifikacijama i obuhvatu, ali najčešće uključuju ključne financijske varijable kao što su kamatne stope, cijene dionica, razlike prinosa na korporativne obveznice i tečajevi.¹ Središnje banke, primjerice, proučavaju indekse financijskih uvjeta jer im nude uvide u to kako odluke o monetarnoj politici utječu na financijska tržišta, a time i na gospodarsku aktivnost i inflaciju.

Cijene dionica u pravilu su dio indeksa financijskih uvjeta jer utječu na potrošnju i ulaganja. Dionička tržišta znatno utječu na odluke kućanstava i poduzeća. Na primjer, pad cijena dionica može oslabiti sposobnost potrošnje i zaduživanja kućanstava zbog smanjenja bogatstva, što pad pouzdanja može dodatno pogoršati. Niže vrednovanje vlasničkih vrijednosnih papira može i izravno utjecati na radničke mirovine te tako djelovati na sigurnost umirovljenja i potrošnju. Niže cijene dionica mogu povećati trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima za uvrštena poduzeća i otežati im ulaganja i razvoj. Stoga je smanjenje cijena američkih dionica u odnosu na njihovu najvišu razinu u veljači utjecalo na pooštavanje indeksa financijskih uvjeta. Međutim, budući da su se te cijene smanjile s razina koje su možda bile precijenjene, u ovom se okviru ispituje je li gospodarski učinak tog pooštavanja drugačiji nego u razdobljima kad su cijene dionica bile usklađene s povijesnim vrijednostima.

Financijski uvjeti u SAD-u počeli su se pooštavati krajem veljače 2025. u jeku rasprodaje rizične imovine u uvjetima smanjenih očekivanja glede rasta u SAD-u i neizvjesnosti u vezi s carinama. Kad američki indeks financijskih uvjeta zamijenimo vrijednostima ponderiranog prosjeka kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa, kreditnog raspona korporativnih obveznica, ciklički prilagođenog odnosa cijene i dobiti (engl. *cyclically adjusted price-to-earnings ratio*, CAPE) za indeks S&P 500 i nominalnoga efektivnog tečaja u SAD-u – prema Arrigoni *et al.* –

¹ Vidi, među ostalim, Davis, E. P. *et al.* „[The Estimation of Financial Conditions Indices for the Major OECD Countries](#)”, *OECD Economics Department Working Papers*, 1335, OECD Publishing, 2016.; Međunarodni monetarni fond, *Global Financial Stability Report*, poglavlje 3., travanj 2017; Goldman Sachs, „Financial conditions: A unified approach”, *Research Note*, 2016. i Arrigoni, S. *et al.* „[The simpler, the better: Measuring financial conditions for monetary policy and financial stability](#)”, *Working Paper Series*, br. 2451, ESB, 2021.

primjećujemo znatno pooštavanje u travnju (Grafikon A, panel a)).² Optimizam tržišnih sudionika u vezi s izgledima za rast SAD-a počeo se smanjivati zbog niza objava nepovoljnih podataka, uključujući i one o slabljenju pouzdanja potrošača. Najava američke administracije o uvođenju recipročnih carina velikih razmjera od 2. travnja potaknula je veliku rasprodaju na američkim tržištima dionica i korporativnih obveznica, što je uzrokovalo povećanje kolebljivosti na financijskim tržištima i povećalo kreditne raspone. U kombinaciji sa sve većom zabrinutosti zbog recesije u Sjedinjenim Američkim Državama i najavljenim kineskim protumjerama ti su događaji uzrokovali pad indeksa S&P 500 od 12 % u razmaku od dva dana. Cijene dionica oporavile su se nakon obustave uvođenja recipročnih carina 9. travnja i trgovinskog sporazuma Kine i SAD-a od 12. svibnja, iako je 30. svibnja indeks S&P 500 ostao na razini od 3,8 %, nižoj od svoje najviše razine u veljači. Zbog toga se američki indeks financijskih uvjeta pooštrio do razina koje su posljednji put zabilježene početkom 2023., a zatim se vratio na razine od prije 2. travnja.³ Dnevni model bayesovske vektorske autoregresije (BVAR), kojim se utvrđuje glavni uzrok tog pooštavanja američkog indeksa financijskih uvjeta, potvrđuje da je ono uglavnom uzrokovano negativnim šokovima za domaće makroekonomske izgleda u Sjedinjenim Američkim Državama (Grafikon A, panel b)).⁴

Cijene dionica u SAD-u i nadalje su na razinama zbog kojih se pojavila zabrinutost u vezi s precijenjenosti. Mjere vrednovanja dionica u SAD-u upućuju na to da je vrednovanje vlasničkih vrijednosnih papira još uvijek visoko u odnosu na uobičajene referentne vrijednosti. Odnos CAPE za indeks S&P 500 trenutačno iznosi približno 34 i premašuje 75. percentil svoje povijesne distribucije. Po tome možemo zaključiti da je dioničko tržište i nadalje skuplje nego što pokazuju povijesne vrijednosti (Grafikon B, panel a)), iako se malo snizilo u odnosu na rekordnu razinu od 36. Tijekom takvih razdoblja napregnutih vrednovanja, doprinos promjena cijena dionica ukupnim kretanjima američkog indeksa financijskih uvjeta uglavnom je velik, zbog pondera dionica u tom posebnom indeksu i zbog velikih povrata na cijene vlasničkih vrijednosnih papira kad cijene dionica uđu u raspon precijenjenosti (Grafikon B, panel b)). Na primjer, kad je CAPE iznad svojeg 75. percentila, na komponentu cijena dionica odnosi se oko 40 % varijacije u indeksu financijskih uvjeta, što čini njegov doprinos više nego dvostruko većim u usporedbi sa situacijom kad je ispod 75. percentila.

² I varijable i ponderi odabrani su prema Arrigoni, S. *et al.*, *op. cit.*, gdje se odabir zasniva na indeksima financijskih uvjeta investicijske banke Goldman Sachs, u kojima se ponderi zasnivaju na utjecaju financijskih varijabla na rast realnog BDP-a u razdoblju od godinu dana. Jedina je razlika u tome što indeks financijskih uvjeta u ovoj analizi rabi odnos CAPE indeksa S&P 500, a ne tradicionalni odnos cijene i dobiti iz izvornog rada, ali ponder dioničkog indeksa u indeksu financijskih uvjeta ostaje isti (25 %). Visoki ponder pripisan cijenama dionica u tom posebnom indeksu financijskih uvjeta mogao bi utjecati na rezultate.

³ Važno je napomenuti da taj indeks sadržava samo ograničen skup varijabla i da bi se u drugim indeksima dionice mogle ponderirati drugačije, što bi moglo rezultirati ponešto drugačijim tumačenjima.

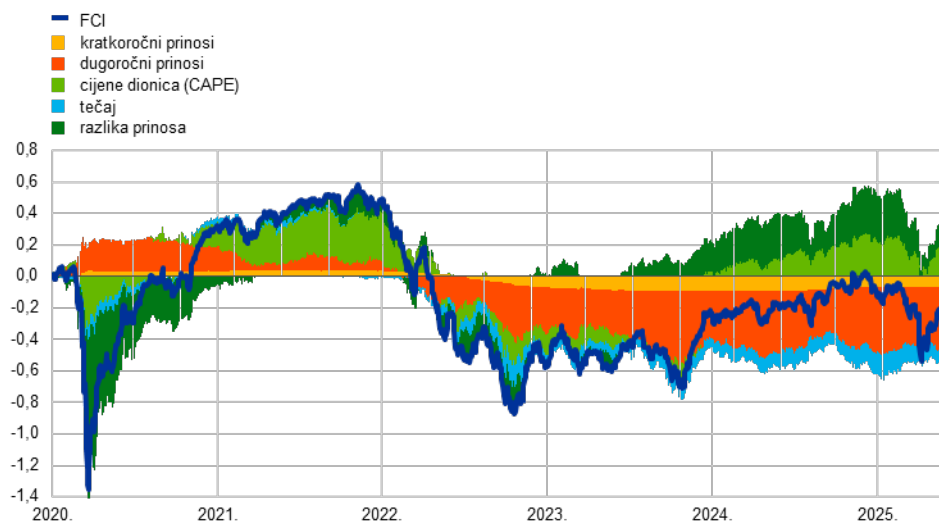
⁴ Model BVAR zasniva se na Chițu, L., Grothe, M., Schulze, T. i Van Robays, I., „[Financial shock transmission to heterogeneous firms: the earnings-based borrowing constraint channel](#)”, *Working Paper Series*, br. 2860, ESB, 2023.

Grafikon A

Komponente američkog indeksa finansijskih uvjeta (FCI)

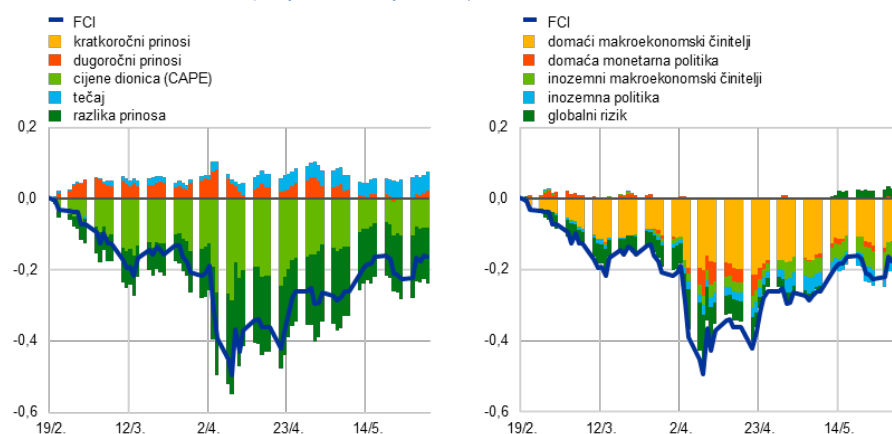
a) komponente američkog indeksa finansijskih uvjeta

(standardizirani indeks, kumulativne promjene od 2. siječnja 2020.)



b) komponente američkog indeksa finansijskih uvjeta i strukturni uzročnici od najviše vrijednosti indeksa S&P 500 u veljači

(standardizirani indeks, kumulativne promjene od 19. veljače 2025.)

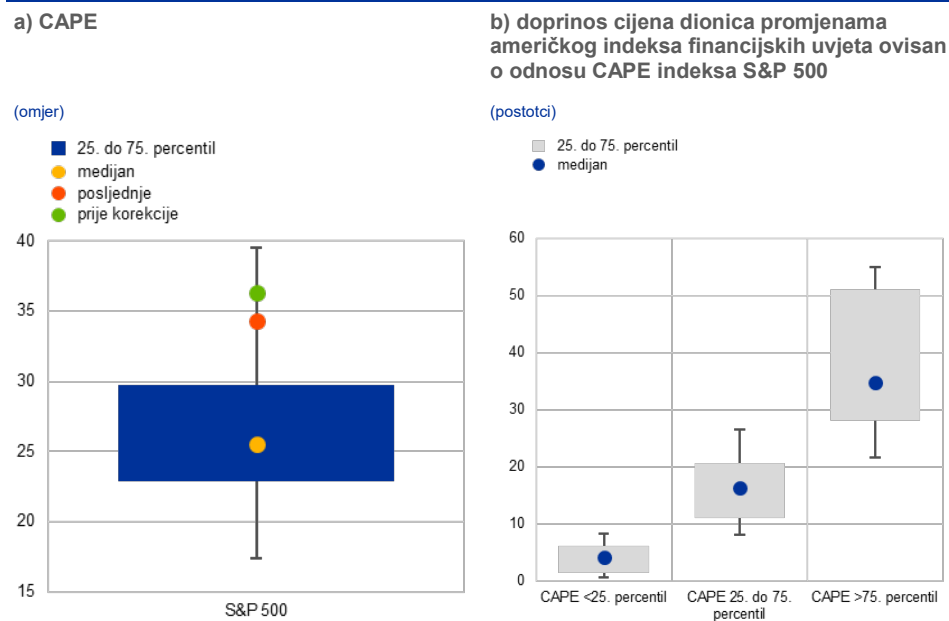


Izvori: LSEG i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Indeks finansijskih uvjeta izračunava se kao ponderirani prosjek pet finansijskih varijabla, tj. prinosa na desetogodišnje državne obveznice, kratkoročnih kamatnih stopa, ciklički prilagođenog odnosa cijene i dobiti (CAPE), nominalnoga efektivnog tečaja i kreditnog raspona korporativnih obveznica. Grafikoni prikazuju promjene od siječnja 2020. (panel a)) i od 19. veljače 2025. (panel b)), a posljednji podatci odnose se na 22. travnja 2025. (dnevni podatci). Strukturna dekompozicija izvodi se iz dnevnoga strukturnog modela BVAR za Sjedinjene Američke Države s pomoću kratkoročnih kamatnih stopa, prinosa na desetogodišnje državne obveznice, nominalnoga efektivnog tečaja SAD-a, odnosa CAPE i kreditnog raspona korporativnih obveznica. Rabi se kombinacija predznaka, relativne veličine i narativnih ograničenja na osnovi proširene verzije alata BEAR, vidi Dieppe, A., van Roye, B. i Legrand, R., „BEAR toolbox“, *Working Paper Series*, br. 1934, ESB, Frankfurt na Majni, srpanj 2016.

Grafikon B

Doprinos cijena dionica američkom indeksu financijskih uvjeta ovisan o razinama vrednovanja vlasničkih vrijednosnih papira



Izvori: LSEG i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Panel a): Uzorak obuhvaća razdoblje od početka 1995. Prethodna korekcija odnosi se na dosad najvišu razinu indeksa S&P 500 od 19. veljače 2025. Posljednji podatci odnose se na 6. svibnja 2025. (dnevni podatci). Panel b): Udio promjena dioničkih varijabla u odnosu na apsolutne ukupne promjene indeksa financijskih uvjeta od 1995.

Empirijska analiza pokazuje da utjecaj financijskih uvjeta na gospodarsku

aktivnost slabi kad su dionička tržišta visoko vrednovana. Kako bismo ispitali

ovisi li utjecaj financijskih uvjeta o stanju na američkom dioničkom tržištu, primjenjujemo postupak koji se sastoji od dva koraka. Najprije se bavimo onim dijelom naše mjere američkog indeksa financijskih uvjeta koji potiču domaći makroekonomski šokovi, prema procjeni modela BVAR. To je zbog toga što ti šokovi obuhvaćaju promjene percepcije tržišnih sudionika o gospodarskim izgledima SAD-a, koje su važni uzročnici nedavnog pooštrenja američkog indeksa financijskih uvjeta (Grafikon A, panel b)). Usmjeravanje na taj aspekt pomaže i da se izdvoje promjene indeksa financijskih uvjeta koje su možda slabije izravno povezane s gospodarskim rastom u SAD-u, kao što su promjene globalnog raspoloženja prema riziku. Nakon toga, kako bismo odredili ovisi li gospodarski učinak o stanju dioničkog tržišta, procjenjujemo utjecaj promjena američkog indeksa financijskih uvjeta potaknutih makroekonomskim činiteljima koristeći se metodama lokalne projekcije koje omogućuju učinke nelinearne interakcije na osnovi odnosa CAPE indeksa S&P 500. Naši nalazi upućuju na to da je negativan učinak pooštrenja indeksa financijskih uvjeta na aktivnost u SAD-u znatno slabiji kad su dionička tržišta iznad 75. percentila, premda te procjene podliježu velikoj neizvjesnosti (Grafikon C). Iako se naša analiza ne bavi posebnim razlozima slabijeg signala zabilježenog u razdobljima povišenih vrednovanja vlasničkih vrijednosnih papira, moguće je da tome pridonosi nekoliko činitelja.⁵ Tijekom takvih razdoblja promjene cijena dionica

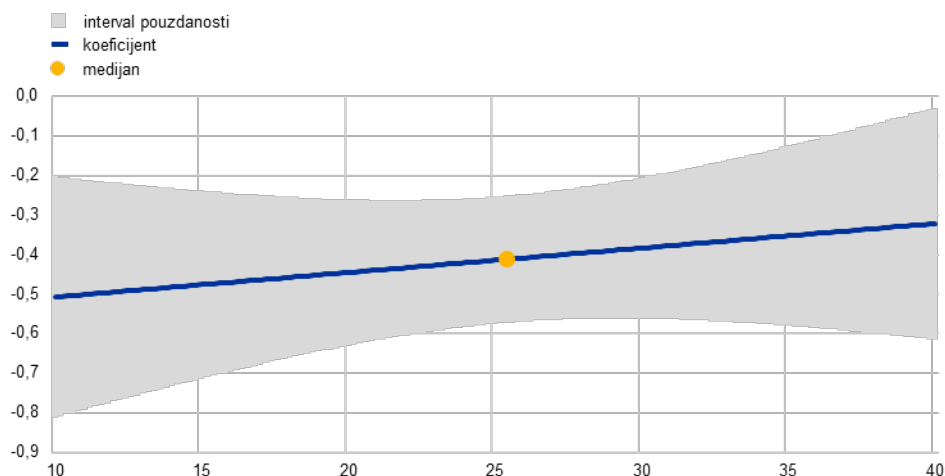
⁵ U vezi s oprezom pri upotrebi indeksa financijskih uvjeta vidi i Bullard, J. B., „What Do Financial Conditions Indexes Tell Us?“, *The Regional Economist*, Federal Reserve Bank of St. Louis, ožujak 2023.

često neproporcionalno utječu na kućanstva s visokim prihodima, koja imaju veća ulaganja u dionice i općenito imaju manju graničnu sklonost potrošnji. Osim toga, ako ukupnim kretanjima cijena dionica dominira nekoliko poduzeća koja ne predstavljaju šire gospodarstvo, kao što su „sedam veličanstvenih” – sedam najvećih tehnoloških poduzeća u SAD-u – signal može dodatno oslabjeti.

Grafikon C

Utjecaj pooštrevanja američkog indeksa financijskih uvjeta potaknutog makroekonomskim činiteljima na BDP SAD-a nakon godine dana ovisan o razini vrednovanja vlasničkih vrijednosnih papira

(os x: odnos CAPE, os y: postotci)



Izvor: izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje odgovor američkog BDP-a na šok jedne standardne devijacije američkog indeksa financijskih uvjeta potaknut domaćim makroekonomskim šokovima za rast BDP-a procijenjenim lokalnim projekcijama. Promjena američkog indeksa financijskih uvjeta potaknuta makroekonomskim šokovima dovedena je u interakciju s odnosom CAPE, s vremenskim pomakom od mjesec dana. Učinak se pokazuje nakon 12 mjeseci. Uzorak se zasniva na mjesečnim podatcima iz razdoblja od 1995. do veljače 2025.

Zaključujemo da promjenu financijskih uvjeta ne bi trebalo procjenjivati mehanički, posebno zbog toga što povećane cijene dionica mogu iskriviti financijske uvjete i potencijalno oslabiti njihov signal gospodarskog rasta. Iako indeks financijskih uvjeta pruža vrijednu opću indikaciju, tvorci politika i analitičari trebaju obratiti pozornost na ulogu pojedinačnih komponenata i širi gospodarski kontekst, posebno tijekom razdoblja napregnutih vrednovanja.

2. Trgovinske politike SAD-a i aktivnosti multinacionalnih poduzeća iz SAD-a u europodručju

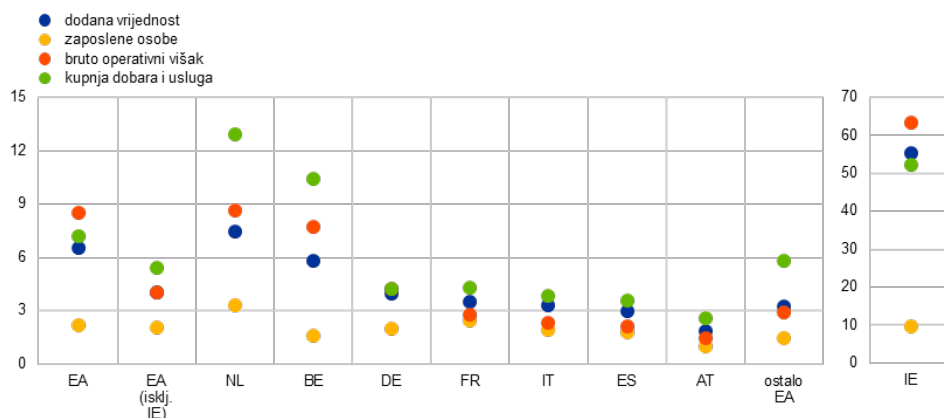
Priredili: Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris, Martin Schmitz i Tobias Schuler

Povezani subjekti multinacionalnih poduzeća sa sjedištem u Sjedinjenim Američkim Državama znatno pridonose gospodarskoj aktivnosti europodručja. Stoga trenutačne trgovinske napetosti mogu znatno utjecati na njihovo poslovanje. Multinacionalna poduzeća iz SAD-a aktivno sudjeluju na tržištu europodručja putem izvoza dobara i usluga izravno kupcima u europodručju ili preko povezanih subjekata koji se nalaze u europodručju.¹ Ti povezani subjekti mogu trgovati sa Sjedinjenim Američkim Državama i tržištima trećih zemalja, pa bi postojeće trgovinske napetosti mogle utjecati na multinacionalna poduzeća iz SAD-a u europodručju zbog viših carina i poremećaja u trgovini unutar poduzeća, kao i zbog svih posljedičnih promjena u strategijama poreznog planiranja. Više od 5 % dodane vrijednosti europodručja, bruto operativnog viška i kupnje dobara i usluga u europodručju odnosi se na povezane subjekte multinacionalnih poduzeća iz SAD-a u europodručju, a njihovi zaposlenici čine 2 % zaposlenih osoba u europodručju, uz znatno veće udjele kada je riječ o Irskoj (Grafikon A).²

Grafikon A

Aktivnost multinacionalnih poduzeća iz SAD-a u europodručju

(udio povezanih subjekata pod kontrolom poduzeća iz SAD-a u ukupnoj vrijednosti za određenu državu, 2022.)



Izvori: Statistički podatci Eurostata o inozemnim povezanim subjektima (FATS) i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: „EA“ znači „europodručje“. „Ostalo EA“ obuhvaća sve države europodručja s manje od 2 % ukupne bruto dodane vrijednosti europodručja. Podatci za Cipar i Portugal nisu uključeni jer nisu dostupni za sve prikazane varijable.

Dinamika bilateralnoga tekućeg računa europodručja i Sjedinjenih Američkih Država također odražava aktivnost povezanih subjekata multinacionalnih

¹ Multinacionalno poduzeće sastoji se od matičnog subjekta i njegovih inozemnih povezanih subjekata. Inozemni povezani subjekti jesu poduzeća rezidentna u jednoj državi koja su pod kontrolom i/ili u vlasništvu multinacionalnih poduzeća koja su rezidentna u drugoj državi.

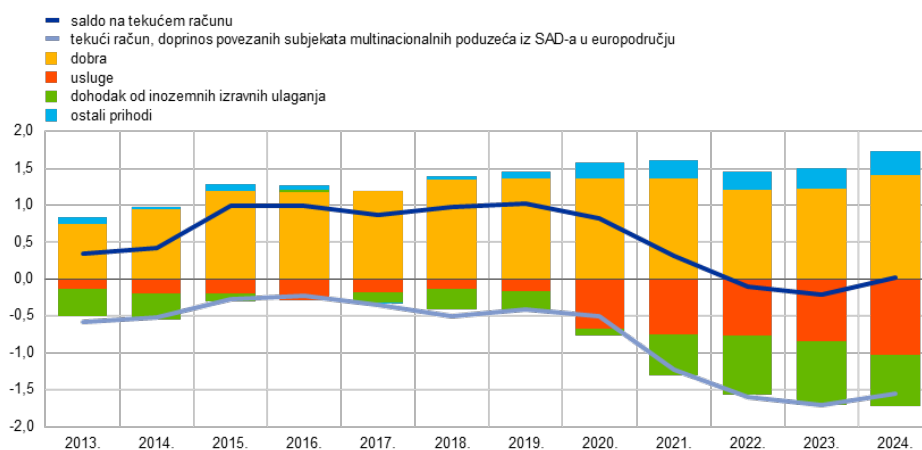
² Za dodatne informacije o utjecaju multinacionalnih poduzeća iz SAD-a u Irskoj vidi članak u publikaciji irskog odjela za ekonomske analize pod naslovom „[Geeconomic risks to the outlook: The possible impact of escalating trade tensions, alternative tariff and tax regimes on the Irish economy](#)“, *Quarterly Bulletin*, broj 4, Central Bank of Ireland, prosinac 2024.

poduzeća iz SAD-a u europodručju. Tekući račun europodručja sa Sjedinjenim Američkim Državama bio je gotovo uravnotežen 2024. jer je sve veći višak u robnoj razmjeni gotovo u potpunosti neutraliziran manjkom u trgovini uslugama i dohotku od inozemnih izravnih ulaganja, pri čemu su multinacionalna poduzeća iz SAD-a znatno pridonijela tim komponentama (Grafikon B). Procjene ESB-a upućuju na to da je gotovo 30 % viška u robnoj razmjeni europodručja sa Sjedinjenim Američkim Državama u 2024. uključivalo trgovinu povezanih subjekata multinacionalnih poduzeća iz SAD-a u europodručju, a na ta se društva odnosilo oko 90 % manjka europodručja u trgovini uslugama.

Grafikon B

Saldo na tekućem računu europodručja u odnosu na Sjedinjene Američke Države

(godišnji tokovi kao postotak BDP-a)



Izvori: ESB, Eurostat i izračun stručnjaka ESB-a

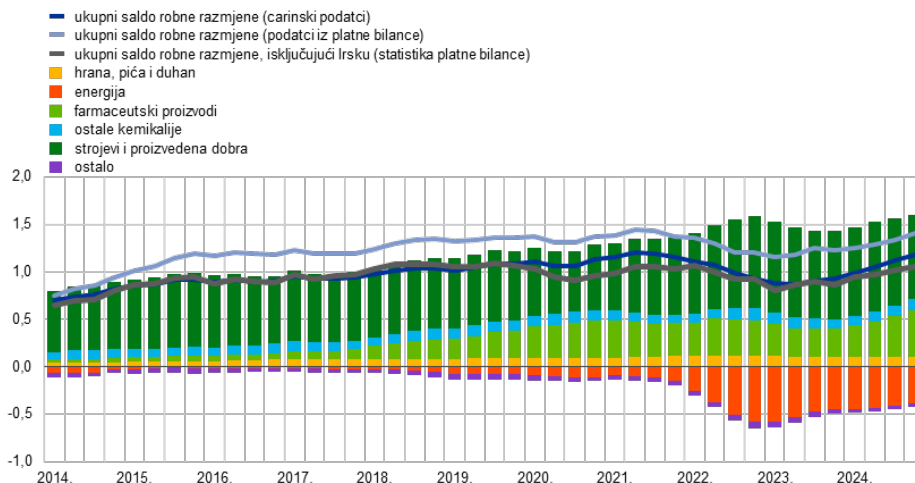
Napomene: Doprinosi povezanih subjekata multinacionalnih poduzeća iz SAD-a u europodručju procijenjeni su kombiniranjem podataka o bilateralnoj trgovini dobrima i uslugama i tokovima dohotka od inozemnih izravnih ulaganja iz statistike platne bilance ESB-a s podacima o trgovini prema vrsti vlasništva (domaća poduzeća i poduzeća pod inozemnom kontrolom) iz Eurostatovih skupova podataka o trgovini dobrima i uslugama prema obilježjima poduzeća (TEC/STEC) i podacima o udjelu prometa te kupnje dobara i usluga povezanih subjekata pod kontrolom poduzeća iz SAD-a iz Eurostatovih statističkih podataka FATS.

Multinacionalna poduzeća iz SAD-a utječu na robnu razmjenu između europodručja i Sjedinjenih Američkih Država putem znatnog obujma trgovine unutar grupe, kao i putem izvoza farmaceutskih proizvoda i ugovorne proizvodnje. Povećanje viška u robnoj razmjeni sa Sjedinjenim Američkim Državama uglavnom je potaknuto izraženim povećanjem izvoza farmaceutskih proizvoda (Grafikon C), što se uglavnom pripisuje trgovinskim tokovima irskih povezanih subjekata multinacionalnih poduzeća iz SAD-a. Osim toga, multinacionalna poduzeća iz SAD-a koja su rezidenti u europodručju sklapaju ugovore o proizvodnji, odnosno angažiraju poduzeća izvan europodručja za proizvodnju dobara koja se prodaju u trećim zemljama (uključujući u Sjedinjenim Američkim Državama) bez ulaska u europodručje. Taj se izvoz evidentira u statistici platne bilance, čime se povećava višak u robnoj razmjeni.

Grafikon C

Saldo robne razmjene u europodručju u odnosu na Sjedinjene Američke Države

(pomični zbrojevi četiriju tromjesečja kao postotak BDP-a)



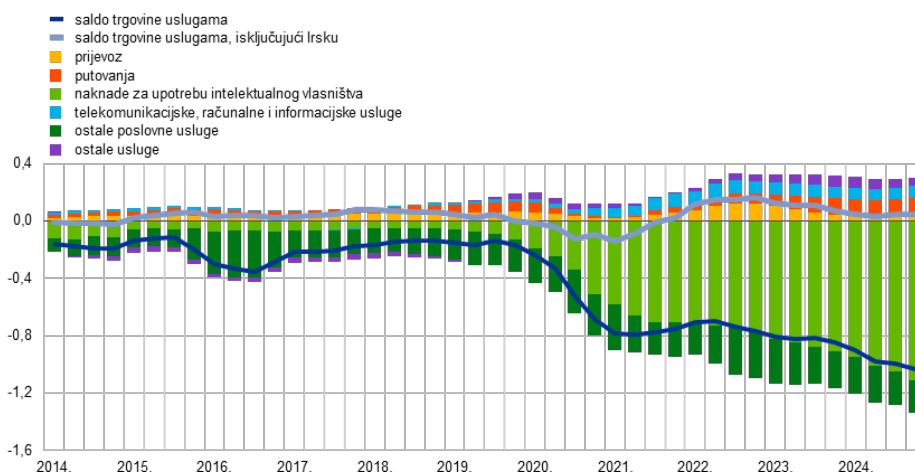
Izvori: ESB, Eurostat i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2024. Raščlamba salda robne razmjene po kategorijama proizvoda u skladu je sa standardnom međunarodnom trgovinskom klasifikacijom, rev. 3, u statistici robne razmjene.

Grafikon D

Saldo trgovine uslugama u europodručju u odnosu na Sjedinjene Američke Države

(pomični zbrojevi četiriju tromjesečja kao postotak BDP-a)



Izvori: ESB, Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2024.

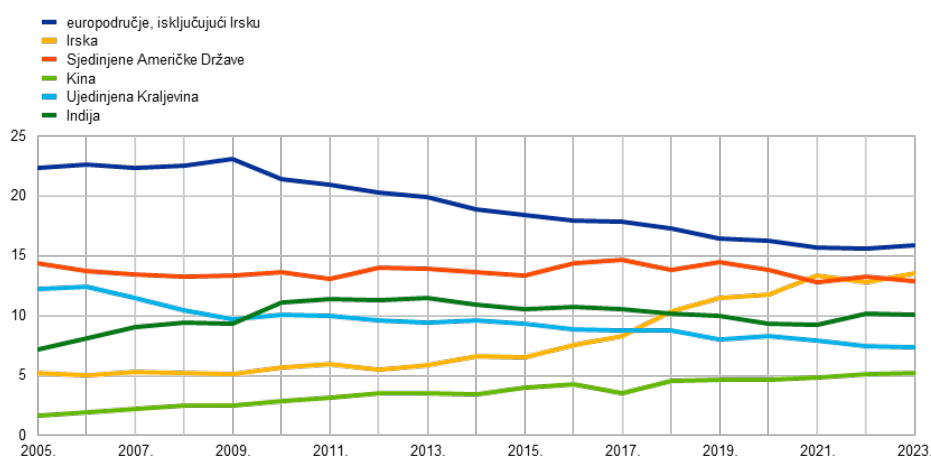
Proizvodnja povezana s multinacionalnim poduzećima iz SAD-a u europodručju usko je povezana s odgovarajućim uvozom usluga, što odražava njihove opskrbe lance i strategije porezne optimizacije. Multinacionalna poduzeća iz SAD-a upotrebljavaju uvezene proizvode intelektualnog vlasništva kao ključne inpute u svojim proizvodnim aktivnostima u europodručju. Europodručje od 2020. bilježi sve veće vrijednosti usluga uvezenih iz Sjedinjenih Američkih Država. To je potaknuto naknadama za upotrebu proizvoda intelektualnog vlasništva koje se odnose na povezane subjekte multinacionalnih poduzeća iz SAD-a u

europodručju, uglavnom u Irskoj (Grafikon D).³ Osim što se ti uvezeni proizvodi intelektualnog vlasništva upotrebljavaju u proizvodnji dobara s velikom dodanom vrijednošću, na primjer lijekova, oni se također rabe u proizvodnji usluga informacijske i komunikacijske tehnologije (IKT). To znači da prisutnost multinacionalnih poduzeća iz SAD-a u europodručju također povećava izvoz usluga iz europodručja, čime se povećavaju udjeli europodručja na izvoznom tržištu, osobito u području IKT usluga, preko Irske koja ima udio usporediv s udjelom Sjedinjenih Američkih Država od oko 14 % (Grafikon E). Ta posebna konfiguracija opskrbnih lanaca, koja uključuje uvoz usluga povezanih s proizvodima intelektualnog vlasništva, omogućuje multinacionalnim poduzećima iz SAD-a da ostvare znatnu dobit u europodručju i ostvare korist od povoljnijeg oporezivanja dobiti, što se odražava u znatnom manjku dohotka od inozemnih izravnih ulaganja europodručja u odnosu na Sjedinjene Američke Države (Grafikon B).⁴

Grafikon E

Udjeli usluga informacijske i komunikacijske tehnologije na izvoznom tržištu

(postotci)



Izvori: Uravnoteženi skup podataka o trgovini uslugama OECD-a i WTO-a i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Podatci za države europodručja odnose se samo na izvoz u države izvan europodručja. Posljednji podatci odnose se na 2023.

Veće carinske prepreke mogle bi utjecati na proizvodnju i dobit multinacionalnih poduzeća iz SAD-a u europodručju, među ostalim u farmaceutskom sektoru, ovisno o tome prilagođavaju li ta poduzeća cijene ili premještanju proizvodnju. S obzirom na to da je izvoz farmaceutskih proizvoda iz europodručja u Sjedinjene Američke Države snažno povezan s opskrbnim lancem i strategijama porezne optimizacije multinacionalnih poduzeća iz SAD-a, ti su trgovinski tokovi osjetljivi na rizike premještanja poslovanja. Iako visoka razina

³ Naknade za upotrebu proizvoda intelektualnog vlasništva uključuju tantijeme plaćene za patente, žigove, autorska prava, algoritme itd.

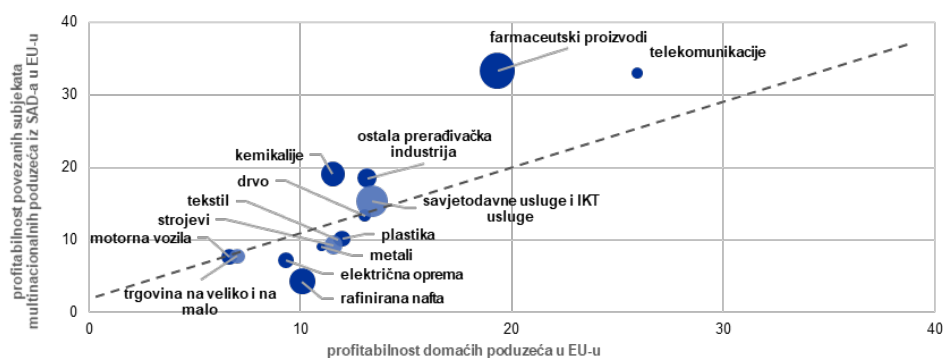
⁴ Nedavne reforme poreza na dobit i regulatorne reforme u Sjedinjenim Američkim Državama i Irskoj potaknule su multinacionalna poduzeća iz SAD-a da preusmjere vlasništvo nad proizvodima intelektualnog vlasništva iz centara koji se nalaze na izvanteritorijalnom području u Sjedinjene Američke Države, čime su se povećala plaćanja usluga i tokovi prihoda između europodručja i Sjedinjenih Američkih Država koji su se prethodno odvijali preko centara na izvanteritorijalnom području i koji su stoga bili isključeni iz tekućeg računa europodručja i SAD-a. Za više pojedinosti vidi Boller, L., *et al.*, „The End of the Double Irish: Implications for US Multinationals and Global Tax Competition”, *Budget Model*, Penn Wharton University of Pennsylvania, listopad 2024.

profitabilnosti društava kćeri multinacionalnih poduzeća iz SAD-a (Grafikon F) može omogućiti tim poduzećima da djelomično apsorbiraju dodatne carine SAD-a, one bi mogle učiniti njihov poslovni model manje privlačnim, posebice u slučaju da su popraćene promjenama u oporezivanju i regulatornim režimima SAD-a kojima se potiče premještanje proizvodnje u Sjedinjene Američke Države.⁵ Trgovinske politike SAD-a mogle bi neizravno utjecati i na povezane subjekte multinacionalnih poduzeća iz SAD-a u europodručju ako se na njih budu počele primjenjivati protumjere EU-a.

Grafikon F

Profitabilnost povezanih subjekata multinacionalnih poduzeća iz SAD-a u EU-u po sektorima

(omjer bruto operativnog viška i neto prometa)



Izvori: Eurostatovi statistički podatci FATS i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Podatci su dobiveni iz dostupnih informacija za 2021. i 2022. Profitabilnost je izračunata kao omjer bruto operativnog viška i neto prometa. Podatkovna točka iznad (ispod) pravca pod kutom od 45 stupnjeva upućuje na to da za taj određeni sektor povezani subjekti multinacionalnih poduzeća iz SAD-a bilježe veću (nižu) profitabilnost od domaćih poduzeća. Veličina balona pokazuje važnost (u smislu prometa) povezanih subjekata multinacionalnih poduzeća iz SAD-a za svaki sektor (izračunato kao udio neto prometa povezanih subjekata multinacionalnih poduzeća iz SAD-a u odnosu na domaća poduzeća).

Premještanje poslovanja multinacionalnih poduzeća iz SAD-a izvan europodručja moglo bi dovesti do smanjenja BDP-a europodručja zbog smanjene proizvodnje i izvoza, iako bi to vjerojatno slabije utjecalo na bruto nacionalni dohodak (BND) i zaposlenost.

U slučajevima u kojima su proizvodi intelektualnog vlasništva i nadalje vlasništvo matičnih multinacionalnih poduzeća iz SAD-a, premještanje poslovanja američkih multinacionalnih poduzeća izvan europodručja uzrokovalo bi smanjenje BDP-a europodručja, ponajprije zbog gubitka izvoza, koji je samo djelomično neutraliziran manjim uvozom usluga povezanih s proizvodima intelektualnog vlasništva. Međutim, to bi slabije utjecalo na zaposlenost, a posebno na bruto nacionalni dohodak, s obzirom na to da je proizvodnja multinacionalnih poduzeća iz SAD-a kapitalno intenzivna i da se u velikoj mjeri oslanja na uvezene proizvode intelektualnog vlasništva, čime se ostvaruje velika dobit koja se vraća u Sjedinjene Američke Države (Grafikon B). U slučajevima u kojima su povezani subjekti multinacionalnih poduzeća iz SAD-a u europodručju vlasnici proizvoda intelektualnog vlasništva koji se upotrebljavaju za proizvodnju i

⁵ Na poslovanje multinacionalnih farmaceutskih poduzeća iz SAD-a u europodručju mogao bi utjecati i Trumpov izvršni nalog „[Executive Order 14297—Delivering Most-Favored-Nation Prescription Drug Pricing to American Patients](#)”, u Peters, G. i Woolley, J. T. (urednici), *The American Presidency Project*, University of California, Santa Barbara, svibanj 2025., kojim se od američkih agencija traži da usklade cijene lijekova u sustavu osiguranja Medicare s najnižim cijenama koje plaćaju usporedive razvijene države.

izvoz, njihovo premještanje u Sjedinjene Američke Države također bi nepovoljno utjecalo na BDP europodručja zbog mehaničkog učinka deprecijacije.⁶ Dugoročno bi moglo doći do ugrožavanja produktivnosti ako domaće gospodarstvo više ne bude pod pozitivnim utjecajem poslovanja s multinacionalnim poduzećima iz SAD-a.⁷

⁶ Neposredni učinak uvoza proizvoda intelektualnog vlasništva na BDP uglavnom se kompenzira odgovarajućim ulaganjima (jer je stjecanje proizvoda intelektualnog vlasništva uključeno u nacionalne račune). Međutim, u sljedećim godinama deprecijacija stečenoga kapitala (potrošnja fiksnoga kapitala) povećava ulaganja i time mehanički povećava BDP. Za više pojedinosti vidi Andersson, M., *et al.*, „Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity”, *Occasional Paper Series*, br. 350, ESB, 2024.

⁷ Vidi Di Ubaldo, M., Lawless, M. i Siedschlag, I., „Productivity spillovers from multinational activity to local firms in Ireland”, *OECD Productivity Working Papers*, Organizacija za gospodarsku suradnju i razvoj, 30. studenoga 2018.

3. Izgledi za poslovna ulaganja u europodručju – nalazi ESB-ove ankete velikih poduzeća

Priredili: Malin Andersson, Valerie Jarvis, Gwenaél Le Breton i Richard Morris

U ovom okviru sažeto su prikazani nalazi nedavno provedene ESB-ove ankete vodećih nefinancijskih društava o izgledima za poslovna ulaganja.¹ U anketi, koja se provodila od 7. travnja do 14. svibnja, poduzeća su ispitana o nedavno donesenim i očekivanim odlukama o ulaganjima u europodručju i na globalnoj razini te o činiteljima koji potiču ili ograničavaju donošenje tih odluka. Zaprimiti su odgovori 64 društva s ukupnim globalnim prihodima koji iznose gotovo 4 % BDP-a europodručja, od kojih je 39 društava uglavnom aktivno u industrijskom sektoru, a preostalih 25 ponajprije je usmjereno na usluge.

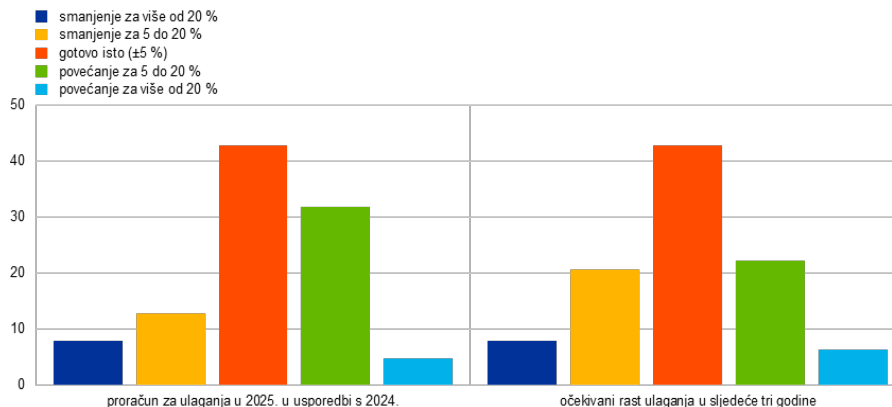
Ispitana poduzeća smatraju da će u nadolazećem razdoblju izgledi za ulaganja u europodručju biti slabiji nego u 2025. (Grafikon A). Poduzećima je postavljeno pitanje o tome kako su se kretali njihovi proračuni za ulaganja u 2025. u usporedbi s 2024., pri čemu je broj poduzeća koja su prijavila povećanja bio znatno veći od broja poduzeća koja su prijavila smanjenja. Međutim, 40 % poduzeća očekuje da će u sljedeće tri godine njihova ulaganja ostati uglavnom nepromijenjena, pri čemu je gotovo jednak broj poduzeća koja očekuju da će se njihova ulaganja smanjivati odnosno povećavati. Ti slabi izgledi uglavnom odražavaju povratne informacije industrijskih poduzeća, od kojih trećina očekuje da će se njihova ulaganja u europodručju smanjivati u sljedeće tri godine, dok samo četvrtina očekuje da će se povećavati.

¹ Anketa je poslana poduzećima s kojima ESB održava redovite kontakte u svrhu prikupljanja poslovnih podataka, kako je objašnjeno u članku pod naslovom „[The ECB's dialogue with non-financial companies](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 1, ESB, 2021.

Grafikon A

Ulaganja u europodručju: trenutno stanje i kretanja u sljedeće tri godine

(postotci ispitanih poduzeća)



Izvor: ESB

Napomena: Na grafikonu su prikazani odgovori na pitanja „Kako se vaš ukupni proračun za ulaganja u europodručju kretao u 2025. u usporedbi s 2024.?” i „Koja su vaša očekivanja glede kretanja vaših ulaganja u europodručju u sljedeće tri godine?”.

Slabi izgledi za ulaganja u europodručju u suprotnosti su s očekivanjima o povećanju ulaganja u drugim zemljopisnim područjima (Grafikon B).

Gotovo dvije trećine trenutnih ulaganja ispitanih poduzeća jesu ulaganja u europodručju, oko 5 % ulaganja provodi se u drugim državama EU-a, a oko jedne šestine svakog od njih ulaganja su u drugim razvijenim gospodarstvima i na drugim tržištima u nastajanju.² Neto odgovori pokazuju na očekivanja da će poslovna ulaganja u europodručju u sljedeće tri godine gotovo stagnirati, ali da će se povećati ulaganja izvan europodručja, osobito u razvijenim gospodarstvima i na tržištima u nastajanju izvan EU-a. Slabi izgledi za ulaganja u europodručju u odnosu na druga razvijena gospodarstva i tržišta u nastajanju odražavaju očekivanja industrijskih poduzeća da će se ulaganja u europodručju smanjivati i da će se ulaganja izvan europodručja povećavati. Nasuprot tome, uslužna poduzeća očekuju da će se ulaganja povećati i u europodručju i izvan njega, i to po sličnim stopama. Potražnja je bila glavni činitelj koji je utjecao na zemljopisnu usmjerenost ulaganja, važniji od većih mogućnosti za rast i želje za ulazak na nova tržišta. Ostali često spominjani činitelji uključuju želju za diversifikaciju i izgradnju otpornosti opskrbnog lanca, blizinu kupcima („lokalno za lokalno”), različite carine, povoljnije propise te gospodarsku i političku stabilnost.³

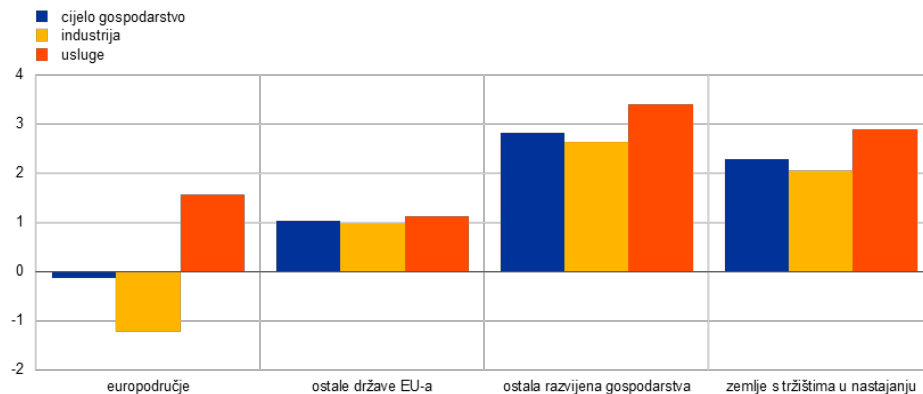
² Ispitana industrijska poduzeća prosječno više posluju na globalnoj razini, pri čemu se samo polovina njihovih ulaganja odnosi na europodručje, a petina svakoga od njih odnosi se na razvijena gospodarstva i tržišta u nastajanju izvan EU-a. Djelatnosti uslužnih poduzeća prosječno su koncentriranije, pri čemu se tri četvrtine njihovih ulaganja odnosi na europodručje, a oko desetina svakoga od njih na razvijena gospodarstva i tržišta u nastajanju izvan EU-a.

³ Za ranije nalaze iz slične ankete u vezi s diversifikacijom, otpornošću opskrbnog lanca i blizinom kupcima vidi okvir pod naslovom „Global production and supply chain risks: insights from a survey of leading companies”, *Ekonomski bilten*, broj 7, ESB, 2023.

Grafikon B

Ulaganja po regijama: kretanja u sljedeće tri godine

(promjene u postotcima)



Izvor: ESB

Napomene: Na grafikonu su prikazani odgovori na pitanje „Kako očekujete da će se vaša ulaganja u sljedećim zemljopisnim područjima kretati u sljedeće tri godine?”. Očekivana ulaganja dobivena su agregiranjem udjela poduzeća koja su odgovorila „smanjenje za više od 20 %” (zaokruženo na -20 %), „smanjenje za 5 – 20 %” (uprosječno na -12,5 %), „gotovo isto (±5 %)” (uprosječno na 0 %), „povećanje za 5 – 20 %” (uprosječno na 12,5 %) i „povećanje za više od 20 %” (zaokruženo na 20 %).

Tehnološke promjene i razvoj geopolitičke situacije postali su glavni činitelji koji utječu na strategije ulaganja poduzeća (Grafikon C).

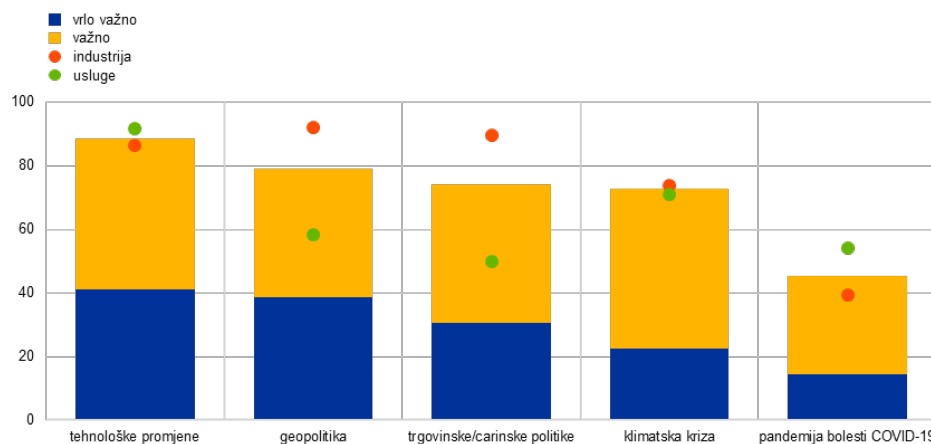
Poduzećima je postavljeno pitanje o važnosti pet velikih nedavnih događaja i kretanja koja su natjerala poduzeća da ponovo promisle o svojim globalnim strategijama ulaganja posljednjih godina, pri čemu su tehnološke promjene navedene kao najvažniji činitelj u cijelom uzorku. Industrijska poduzeća smatrala su da su geopolitika i trgovinske/carinske politike malo važniji činitelji od tehnoloških promjena, pri čemu su poduzeća u uslužnom sektoru manje izložena tim utjecajima. Klimatska kriza također je zauzela relativno visoko mjesto, dok se pandemija bolesti COVID-19 smatrala malo manje važnom (barem retrospektivno).⁴

⁴ Međutim, iz redovitih kontakata s poduzećima u to vrijeme može se zaključiti da je pandemija dovela do znatne reorganizacije opskrbnih lanaca i sve većeg prelaska sa strategija „točno na vrijeme” na strategije „za svaki slučaj” kada je riječ o inventaru.

Grafikon C

Važnost velikih kretanja i događaja iz 2020-ih koja su dovela do toga da poduzeća preispitaju svoje strategije ulaganja

(postotci ispitanih poduzeća)



Izvor: ESB

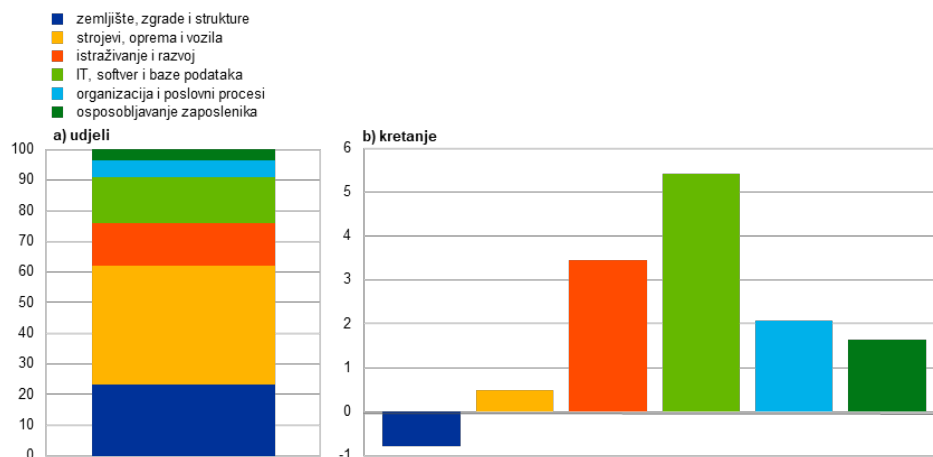
Napomene: Na grafikonu su prikazani odgovori na pitanje „Koliko su važna sljedeća velika kretanja i događaji koji su vas potaknuli da preispitate svoju globalnu strategiju ulaganja posljednjih godina?“. Stupci se odnose na postotke svih 64 poduzeća koja su odgovorila na anketu. Točke prikazuju kombinirane postotke za „važne“ i „vrlo važne“ činitelje po sektorima.

Ispitana poduzeća očekuju da će se njihova ulaganja u europodručju u sljedeće tri godine uglavnom odnositi na nematerijalnu imovinu, osobito na IT, softver i baze podataka. Poduzeća su navela da se prosječno oko 60 % njihovih rashoda za ulaganja u europodručju odnosilo na „materijalnu imovinu“ (kao što su strojevi i oprema), 30 % na „nematerijalnu imovinu“ (istraživanje i razvoj te IT, softver i baze podataka), koji se obično dodjeljuju operativnim rashodima u računima poduzeća, ali se računaju kao ulaganje u nacionalnim računima, i 10 % na organizaciju i poslovne procese te osposobljavanje zaposlenika (Grafikon D, panel a)). Poduzeća očekuju da će u sljedeće tri godine ulaganja u materijalnu imovinu uglavnom stagnirati, dok se očekuje povećanje rashoda za istraživanje i razvoj, a osobito za IT, softver i baze podataka (Grafikon D, panel b)).

Grafikon D

Ulaganja prema imovini: udjeli u 2025. i kretanja u sljedeće tri godine

(panel a): postotci ukupnih ulaganja u 2025., panel b): promjene u postotcima u sljedeće tri godine)



Izvor: ESB

Napomene: Grafikon prikazuje odgovore na pitanja „Od vaših ukupnih ulaganja u europodručju, koji je otprilike udio namijenjen svakom od sljedećih područja?“ i „Kako očekujete da će se vaša ulaganja u svakom od tih područja u europodručju razvijati u sljedeće tri godine?“. Kretanja u sljedeće tri godine dobivena su agregiranjem udjela poduzeća koja su odgovorila „smanjenje za više od 20 %“ (zaokruženo na -20 %), „smanjenje za 5 – 20 %“ (uprosječno na -12,5 %), „gotovo isto (±5 %)" (uprosječno na 0 %), „povećanje za 5 – 20 %“ (uprosječno na 12,5 %) i „povećanje za više od 20 %“ (zaokruženo na 20 %).

Usmjerenost na nematerijalna ulaganja vjerojatno odražava sve veće davanje prednosti digitalnoj i energetske tranziciji, kao i racionalizaciji i učinkovitosti.

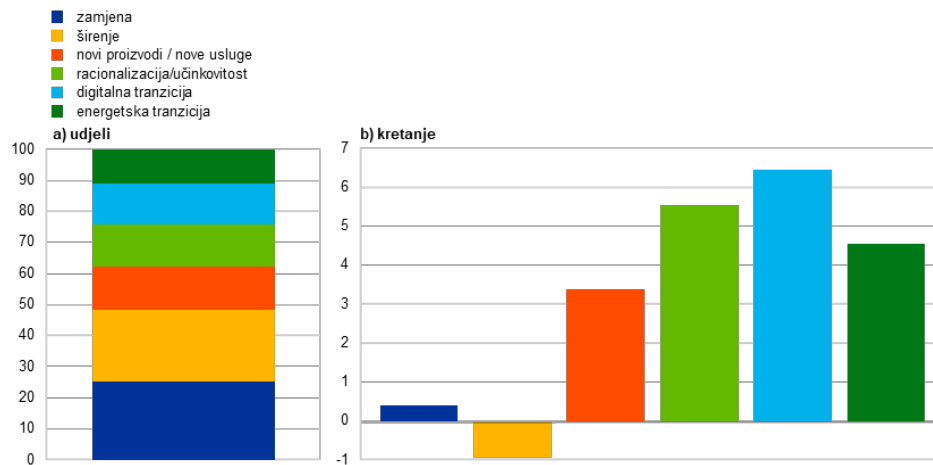
Ispitanici su prosječno otprilike polovinu svojih ulaganja kategorizirali kao ulaganja usmjerena na zamjenu i širenje, dok je ostatak, uglavnom u jednakoj mjeri, bio namijenjen razvoju novih proizvoda, racionalizaciji i učinkovitosti, digitalnoj tranziciji i energetske tranziciji (Grafikon E, panel a)).⁵ Očekuje se da će u sljedeće tri godine najsnažniji pokretač trenutanih planova ulaganja biti digitalna tranzicija, a nakon toga racionalizacija i učinkovitost, energetska tranzicija te razvoj novih proizvoda i usluga (Grafikon E, panel b)).

⁵ Treba napomenuti da mnoga ulaganja imaju više od jedne svrhe, a utvrđivanje svrhe ulaganja s pomoću navedenih kategorija može biti vrlo subjektivno.

Grafikon E

Ulaganja prema svrsi: udjeli u 2025. i kretanja u sljedeće tri godine

(panel a): postotci ukupnih ulaganja u 2025., panel b): promjene u postotcima u sljedeće tri godine)



Izvor: ESB

Napomene: Grafikon prikazuje odgovore na pitanja „Od vaših ukupnih ulaganja u europodručju, koji je otprilike udio namijenjen svakoj od sljedećih svrha?“ i „Kako očekujete da će se vaša ulaganja u europodručju za svaku od tih svrha razvijati tijekom sljedeće tri godine?“. Zbroj udjela koje su poduzeća navela preračunat je na 100 % (ukupni zbroj prelazio je 100 % jer su neki odgovori upućivali na to da neka ulaganja imaju više svrha). Kretanja u sljedeće tri godine dobivena su agregiranjem udjela poduzeća koja su odgovorila „smanjenje za više od 20 %“ (zaokruženo na -20 %), „smanjenje za 5 – 20 %“ (uprosječno na -12,5 %), „gotovo isto (±5 %)“ (uprosječno na 0 %), „povećanje za 5 – 20 %“ (uprosječno na 12,5 %) i „povećanje za više od 20 %“ (zaokruženo na 20 %).

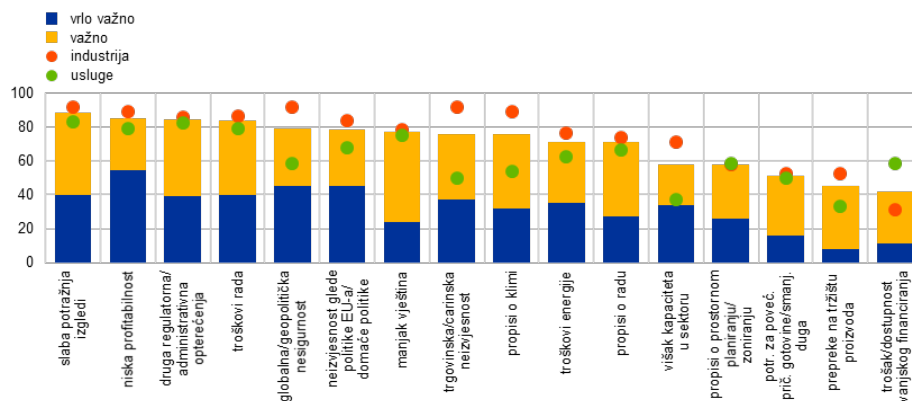
Slabi izgledi za potražnju i niska profitabilnost najviše ograničavaju ulaganja u europodručju (Grafikon F). Devet od deset ispitanika navelo je da je slaba potražnja najvažnije (često „vrlo važno“) ograničenje ulaganja u europodručju, nakon čega slijede niska profitabilnost, druga regulatorna i administrativna opterećenja te troškovi rada (na koje upućuje 80 – 85 % poduzeća).⁶ Industrijska poduzeća posebno su istaknula globalnu geopolitičku nesigurnost, trgovinsku nesigurnost i neizvjesnost glede politike EU-a / domaće politike. Poduzećima je postavljeno pitanje o promjenama za koje očekuju da bi mogle potaknuti veća ulaganja u europodručju, pri čemu je više od polovine ispitanika kao odgovor na to pitanje navelo manje stroge i/ili stabilnije propise. Poduzeća su također izdvojila klimatsku politiku, koja je usmjerena na rast i predvidljivija, kao i veći poticaj potražnji, političku i gospodarsku stabilnost te manje troškove rada i energije. Poduzeća su smatrala da su troškovi i dostupnost vanjskog financiranja mnogo manje važni, što vjerojatno djelomično odražava to da je vanjsko financiranje dostupnije velikim ispitanim poduzećima u odnosu na manja poduzeća.

⁶ Propisi o radu i propisi o klimi navedeni su kao zasebni činitelji u upitniku.

Grafikon F

Činitelji koji ograničavaju ulaganja u europodručju

(postotci ispitanih poduzeća)



Izvor: ESB

Napomene: Na grafikonu su prikazani odgovori na pitanje „Koliko su sljedeći činitelji važni za ograničavanje vaših ulaganja u europodručju?”. Stupci se odnose na postotke sva 64 poduzeća koja su odgovorila na anketu. Točke prikazuju kombinirane postotke za „važne” i „vrlo važne” činitelje po sektorima.

Očekivani povećani rashodi za obranu općenito se smatraju potencijalnim katalizatorom ulaganja.

Polovina industrijskih poduzeća i petina ispitanika u uslužnom sektoru očekuju da će povećanje rashoda za obranu poduprijeti njihova ulaganja u sljedeće tri godine. Ta poduzeća već opskrbljuju obrambenu industriju (izravno ili neizravno) ili istražuju ili namjeravaju istražiti mogućnosti kako bi postojeću proizvodnju prilagodila prilikama za rast povezanim s nedavnim najavama glede rashoda za obranu ili očekuju da će ostvariti neizravne koristi od posljedičnog povećanja ukupne gospodarske aktivnosti. Za usporedbu, samo je otprilike svaki peti ispitanik (uglavnom poduzeća sa sjedištem u južnoj Europi) smatrao da se programom Next Generation EU podupiru ulaganja u njihov sektor. U slučajevima u kojima su ispitanici prepoznali takvu potporu, ona je uglavnom bila usmjerena na okolišnu i digitalnu infrastrukturu.

4. Aktualna situacija s inflacijskim pritiscima koji proizlaze iz ponovnog određivanja cijena

Priredili: Katalin Bodnár, Andrea Fabbri, Ieva Rubene i Zivile Zekaite

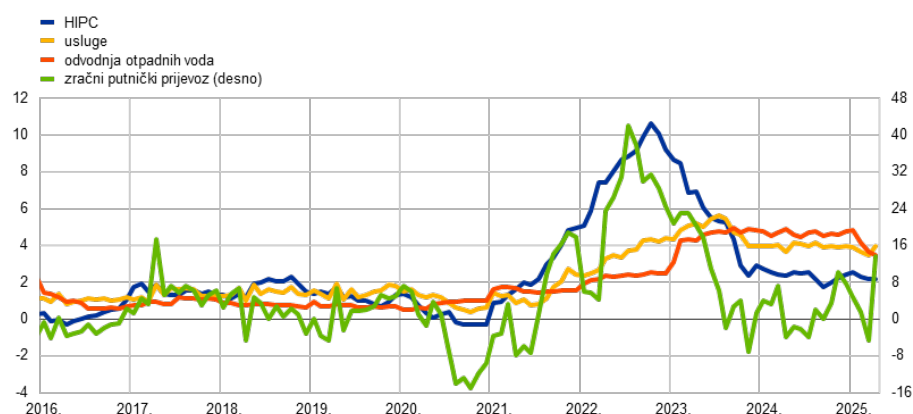
Dezinflacija cijena usluga u europodručju sporija je od dezinflacije ukupnoga harmoniziranoga indeksa potrošačkih cijena (HIPC) (Grafikon A). To se može pripisati kombinaciji činitelja: odgođenoj reakciji cijena nekih usluga na nagli rast opće inflacije, povećanim pritiscima na plaće i snažnoj potražnji za uslugama (posebice uslugama rekreacije).¹ U ovom se okviru razmatra prvi činitelj i ispituje se uloga stavki usluga u košarici za izračun HIPC-a čije se cijene obično rjeđe ponovo određuju i koje stoga mogu nastaviti povećavati cjenovne pritiske dok su druge stavke već u fazi dezinflacije.

Potrošačka košarica usluga za izračun HIPC-a sadržava indekse cijena usluga s vrlo različitim godišnjim stopama inflacije. S jedne strane, usluge uključuju stavke povezane s putovanjima, čije se cijene obično vrlo brzo prilagođavaju gospodarskim uvjetima i šokovima. Primjerice, godišnje povećanje cijena zračnoga putničkog prijevoza doseglo je 40 % sredinom 2022., odnosno prije nego što je dosegnuta najviša razina ukupnih cijena usluga u srpnju 2023. Od sredine 2023. to je povećanje povremeno bilježilo negativne stope. S druge strane, cijene ostalih komponenata bilježile su stabilan godišnji rast uz vrlo malu kolebljivost; primjerice, cijene odvodnje otpadnih voda, koje su rasle vrlo postupno, zaostajale su za ukupnim cijenama usluga (Grafikon A).

Grafikon A

Ukupni HIPC u europodručju, usluge i odabrane komponente usluga

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i izračun stručnjaka ESB-as
Napomena: Posljednji podatci odnose se na travanj 2025.

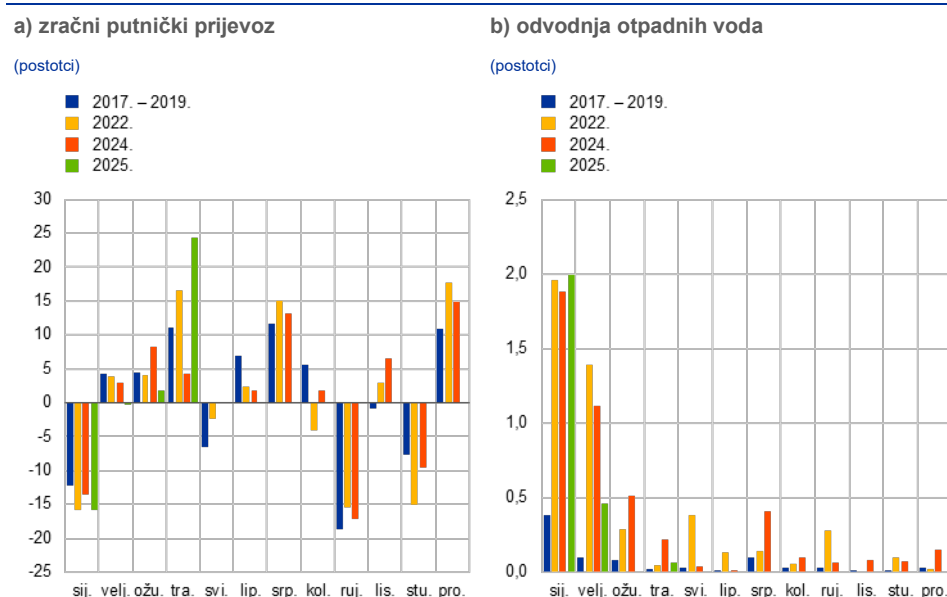
Razlike u godišnjim stopama inflacije među komponentama inflacije cijena usluga djelomično su rezultat različite učestalosti promjena cijena tijekom

¹ Informacije o ulozi ulaznih troškova energije i plaća s obzirom na cijene usluga vidi u okviru pod naslovom „Decomposing HICPX inflation into energy-sensitive and wage-sensitive items”, *Ekonomski bilten*, broj 3, ESB, 2024.

godine. Na primjer, cijene zračnoga putničkog prijevoza iznimno su kolebljive, pa indeks cijena može rasti ili pasti za više od 10 % mjesečno, ovisno o potražnji povezanoj sa sezonama godišnjih odmora (Grafikon B, panel a)). Nasuprot tome, promjene cijena drugih stavki, kao što je odvodnja otpadnih voda, koncentrirane su u određenim razdobljima godine (Grafikon B, panel b)). Može se očekivati da cijene usluga koje se rjeđe mijenjaju reagiraju na opće šokove cijena i troškova s određenim vremenskim pomakom. Ako se promatraju obje te kategorije, a i općenitije gledano, promjene cijena povećavaju se posljednjih godina, ali su i nadalje usklađene s pretpandemijskim obrascima s obzirom na njihovu pojavu tijekom godine (tj. pojavljuju se u istim mjesecima, sa sezonskim oscilacijama kod zračnoga putničkog prijevoza, odnosno s najvećom promjenom u siječnju kod odvodnje otpadnih voda).

Grafikon B

Mjesečne promjene cijena odabranih stavki HIPC-a koje se odnose na usluge



Izvori: Eurostat i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: „2017. – 2019.“ odnosi se na prosjek mjesečnih stopa promjene tijekom razdoblja. Posljednji podatci odnose se na travanj 2025.

Rijetka usklađivanja cijena mogu biti posljedica dugoročnijih odnosa između prodavatelja i kupaca ili činjenice da cijene izravno određuju vlade odnosno da vlade na njih znatno utječu. Mijenjanje cijena može biti skupo, što dovodi do rijetkih usklađivanja cijena, pri čemu je ugovorni odnos između pružatelja usluge i klijenta sklopljen na određeno vrijeme ili se produljuje za određeno razdoblje.

Primjerice, najam stambenih nekretnina ili ugovori o zdravstvenom osiguranju obično se obnavljaju jednom godišnje ili im se cijena ponovo određuje na godišnjoj razini. Cijene usluga za koje se ne sklapa ugovor također se mogu rijetko mijenjati kako bi se očuvali dugoročni odnosi između prodavatelja i kupaca, npr. popravci kućanskih aparata kao što su oprema za sport ili vrtlarstvo, frizerske usluge itd. Nadalje, cijene nekih stavki usluga određuje vlada ili vlada na njih znatno utječe, tj. to su „administrativno regulirane usluge“. Cijene administrativno reguliranih usluga općenito se rjeđe prilagođavaju od cijena usluga koje nisu administrativno

regulirane.² Tipični su primjeri takvih usluga komunalne usluge (prikupljanje otpada i odvodnja otpadnih voda), visoko obrazovanje i usluge socijalne zaštite (npr. skrb o djeci). S obzirom na to da se administrativno regulirane cijene klasificiraju na nacionalnoj razini, postoje mnoge stavke usluga čije su cijene u nekim državama administrativno regulirane, a u drugima nisu, što može donekle zamaglit obrazac kretanja u europodručju.

Promjene cijena oko četvrtine svih usluga koncentrirane su u jednom ili dva mjeseca godine. U različitim državama cijene se mogu ponovo određivati u različito vrijeme, što znači da nije jednostavno uočiti jasan obrazac ponovnog određivanja cijena za agregatne podatke europodručja. Pristup koji se ovdje primjenjuje zasniva se na 39 stavki usluga u europodručju iz četveroznamenaste klasifikacije osobne potrošnje prema namjeni (COICOP-4) za razdoblje od 2016. do 2024. Za svaku stavku primjenjuje se sljedeći pristup odabira. Prvo, za svaki kalendarski mjesec izračunava se mjesečna stopa promjene cijena u postotcima primjenom indeksa cijena koji nisu sezonski prilagođeni. Drugo, izračunava se prosječna promjena za svaki kalendarski mjesec tijekom svih godina u razdoblju. Treće, izračunava se relativna važnost, kao postotni udio, svakog mjeseca s obzirom na ukupnu promjenu cijena za cijelu godinu. U drugom i trećem koraku upotrijebljene su apsolutne vrijednosti jer one omogućuju procjenu relativne veličine svih promjena cijena, neovisno o smjeru promjene. Primjerice, udio za siječanj prosjek je mjesečnih apsolutnih promjena cijena u mjesecu siječnju za sve godine između 2016. i 2024. podijeljen zbrojem prosjeka svih mjesečnih apsolutnih promjena cijena tijekom istog razdoblja. Četvrto, utvrđeni su kalendarski mjeseci u kojima je (1) postotni udio promjene cijena u svakom pojedinom mjesecu veći od 25 % ili (2) kombinirani udio bilo koja dva mjeseca s najvećim udjelima veći od 35 % ukupne promjene tijekom razdoblja uzorka. Naposljetku, stavka usluga raspoređuje se u kategoriju „godišnjega ponovnog određivanja cijena” ako ispunjava te kriterije i ako je mjesečna promjena cijene za utvrđene kalendarske mjesece prosječno pozitivna u razdoblju od 2016. do 2024.³ Pragovi se zasnivaju na prosudbama, ali su relativno visoki, uz pretpostavku da se najmanje između jedne četvrtine i jedne trećine promjene indeksa cijena događa u jednom ili dva mjeseca godine. Primjerice, rezultati pokazuju da je 48 % ukupne apsolutne promjene cijena bolničkih usluga u navedenom razdoblju zabilježeno u siječnju svake godine (Grafikon C).⁴ Pristupom je utvrđeno da 16 stavki usluga – oko 25 % ukupnih usluga (na osnovi pondera iz 2025.) ima obrazac ponovnog određivanja cijena na godišnjoj razini. Oko pola stavki čije se cijene ponovo određuju na godišnjoj razini pripada kategoriji administrativno reguliranih cijena.

² Vidi Fritzer, F., „Administered Prices, Inflation and the Business Cycle – Selected Aspects”, *Monetary Policy & the Economy*, Oesterreichische Nationalbank, broj 1, 2011., str. 41. – 57. Vidi i okvir pod naslovom „Measuring and assessing the impact of administered prices on HICP inflation”, *Mjesečni bilten*, svibanj 2007., ESB.

³ Ovaj posljednji uvjet osigurava da su isključene stavke s velikim sezonskim oscilacijama cijena (tj. rast u jednom mjesecu i pad u drugom mjesecu zbog činitelja kao što su sezone godišnjih odmora).

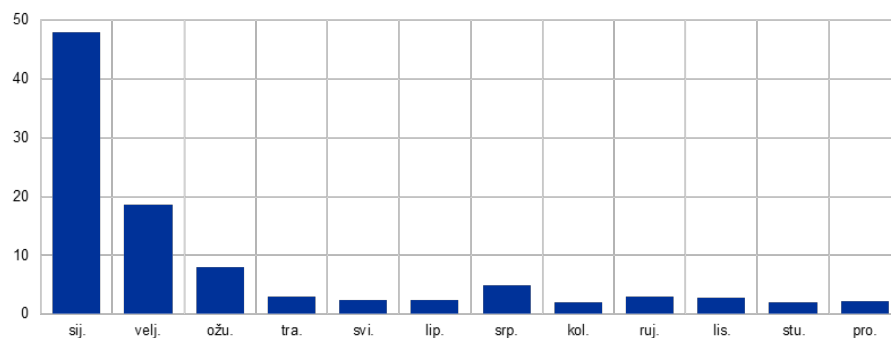
⁴ Stavke klasificirane u kategoriju „godišnjega ponovnog određivanja cijena” prema četveroznamenastoj klasifikaciji COICOP 4 jesu: 043200, 053300, 111200, 073600, 044200(A), 044300(A), 044400, 063000(A), 073500(A), 081000(A), 100000(A), 124000(A), 125300, 125500, 126000, 127000, gdje (A) označuje stavku čija je cijena administrativno regulirana. Odabir na razini europodručja može se razlikovati od odabira na razini države.

Grafikon C

Primjer godišnjega ponovnog određivanja cijena: bolničke usluge

distribucija promjena indeksa cijena unutar godine

(postotci promjene cijena u svakom mjesecu u odnosu na promjenu tijekom cijele godine, prosjek tijekom razdoblja uzorka od 2016. do 2024.)



Izvori: Eurostat i izračun stručnjaka ESB-a

Za većinu stavki s obrascem ponovnog određivanja cijena na godišnjoj razini promjena indeksa cijena uglavnom se bilježi početkom godine. Za većinu od 16 stavki u kategoriji godišnjega ponovnog određivanja cijena siječanj je mjesec, odnosno jedan od dva mjeseca, u kojemu se bilježi najveći udio promjene cijena u jednoj godini. Nekoliko je iznimaka – primjerice, obrazovanje i kantine, kod kojih se promjene cijena uglavnom bilježe blizu početka školske godine. Obrazac za kombinirani prijevoz putnika zamagljen je učinkom uvođenja karte za javni prijevoz u Njemačkoj i naknadnih promjena cijena koje se na nju primjenjuju. S obzirom na samu veličinu tog učinka, dobro je isključiti utjecaj te stavke radi boljeg razumijevanja temeljne dinamike cijena usluga.⁵

Stavke s obrascem ponovnog određivanja cijena na godišnjoj razini imaju sve veću ulogu u održavanju visoke razine inflacije cijena usluga. Tijekom posljednjega naglog rasta inflacije stope inflacije stavki koje nemaju obrazac ponovnog određivanja cijena na godišnjoj razini rasle su ranije i snažnije od stavki s obrascem ponovnog određivanja cijena na godišnjoj razini, posebice kod stavki koje su administrativno regulirane (Grafikon D). Nakon slabljenja šokova porasta troškova inflacija stavki čije se cijene ne određuju ponovo na godišnjoj razini znatnije je pala, dok se stopa inflacije stavki usluga čije se cijene ponovo određuju na godišnjoj razini (isključujući kombinirani prijevoz putnika) kretala na razini malo iznad 4,0 % u drugoj polovini 2023. i u 2024. Od kraja 2023. stopa inflacije cijena stavki kod kojih postoji obrazac ponovnog određivanja cijena malo je viša od stope inflacije cijena usluga koje nemaju obrazac ponovnog određivanja cijena na godišnjoj razini. To je uglavnom posljedica izrazito visoke stope inflacije stavki s administrativno reguliranim cijenama u skupini stavki čije se cijene ponovo određuju na godišnjoj razini.

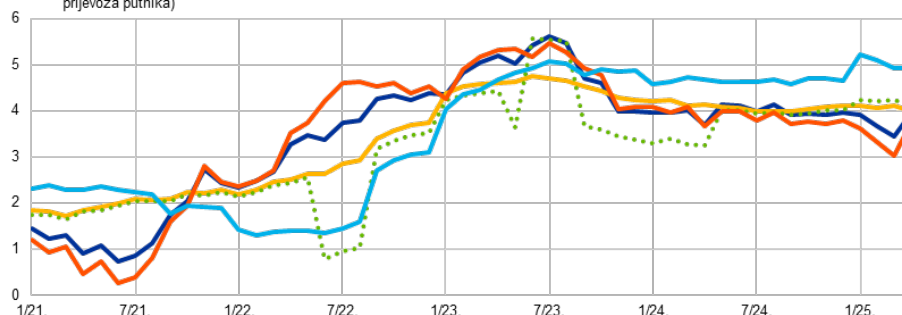
⁵ Karta za javni prijevoz po sniženoj cijeni uvedena je u Njemačkoj za tri ljetna mjeseca 2022., a potom je ponovo uvedena u svibnju 2023. po višoj cijeni. Cijena je dodatno povećana u siječnju 2025. Cijena te karte dio je kategorije HIPC-a „kombiniranoga prijevoza putnika“, a promjene cijene uzrokovale su velike oscilacije tog indeksa, što je imalo vidljiv utjecaj na indeks europodručja.

Grafikon D

Stavke HIPC-a koje se odnose na usluge s obrascem ponovnog određivanja cijena na godišnjoj razini

(godišnje promjene u postotcima)

— ukupne usluge
— stavke čije se cijene ponovo određuju na godišnjoj razini (bez kombiniranoga prijevoza putnika)
— stavke čije se cijene ponovo određuju na godišnjoj razini
— ostale usluge (bez stavki čije se cijene ponovo određuju na godišnjoj razini)
— stavke čije se cijene ponovo određuju na godišnjoj razini (samo administrativno regulirane stavke bez kombiniranoga prijevoza putnika)



Izvori: Eurostat i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Na osnovi klasifikacije COICOP-4. Posljednji podatci odnose se na travanj 2025.

Početak 2025. stavke čije se cijene ponovo određuju na godišnjoj razini

ostale su važan činitelj perzistentnosti inflacije cijena usluga. S obzirom na to

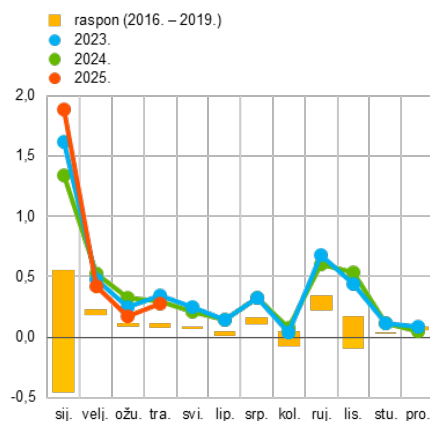
da se promjene cijena stavki čije se cijene ponovo određuju na godišnjoj razini uglavnom bilježe u siječnju, njihove mjesečne promjene u tom mjesecu daju korisne uvide u godišnja kretanja inflacije. U siječnju 2025. stavke s administrativno reguliranim cijenama koje se ponovo određuju na godišnjoj razini ostvarile su najveći mjesečni rast, koji je čak premašio povećanje zabilježeno godinu dana prije. Nasuprot tome, promjene cijena stavki koje nisu administrativno regulirane, a ponovo se određuju na godišnjoj razini smanjile su se u odnosu na prethodnu godinu (Grafikon E). Stopa inflacije cijena stavki usluga koje nemaju obrazac ponovnog određivanja cijena također se vidljivo smanjuje od siječnja 2025. Međutim, dio pada u ožujku i oporavka u travnju odražava različite datume Uskrsa u 2024. i 2025. Razdvajanje inflacije administrativno reguliranih cijena i šire inflacije cijena usluga treba pažljivo pratiti jer prognostički modeli ne mogu primjereno obuhvatiti pokretače dinamike cijena tih usluga, koji su često čvrsto povezani s fiskalnim pitanjima.

Grafikon E

Mjesečne promjene cijena stavki s obrascem ponovnog određivanja cijena na godišnjoj razini

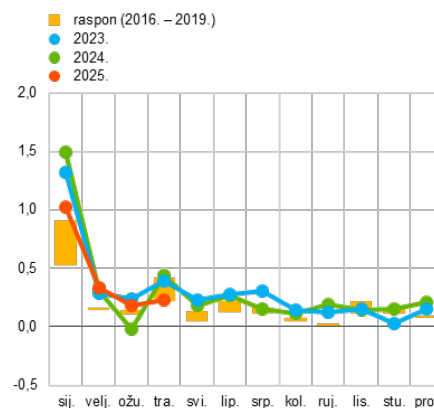
a) administrativno regulirane cijene koje se ponovo određuju na godišnjoj razini

(postotne promjene indeksa koji nije sezonski prilagođen)



b) ostale stavke čije se cijene ponovo određuju na godišnjoj razini

(postotne promjene indeksa koji nije sezonski prilagođen)



Izvori: Eurostat i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Agregati se zasnivaju na ulančanom agregiranju komponenata. Administrativno regulirane cijene isključuju kombinirani prijevoz putnika. Posljednji podatci odnose se na travanj 2025.

Zaključno, očekuje se da će normalizacija obrazaca ponovnog određivanja cijena na godišnjoj razini povoljno utjecati na dezinflaciju cijena usluga.

Premda je inflacija cijena stavki s obrascem ponovnog određivanja cijena, posebno onih s administrativno reguliranim cijenama, i nadalje perzistentna, većina odgođene prilagodbe prošlim šokovima sada bi trebala biti uglavnom dovršena. Stoga bi budući koraci ponovnog određivanja cijena trebali postati manji i više usklađeni s trendovima opće inflacije.

5. Kolebljivost na financijskim tržištima i neizvjesnost povezana s gospodarskom politikom: premošćivanje praznine

Priredili: Giulia Martorana i Jakub Mistak

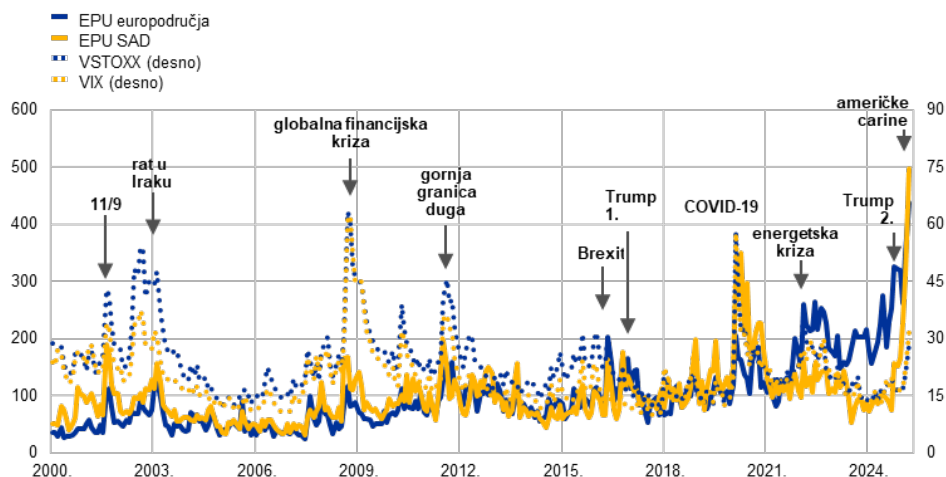
Nakon najave carinskih tarifa američke administracije 2. travnja, kolebljivost na financijskim tržištima snažno je porasla s prethodno niskih razina, čime je postala usklađenija s rastom neizvjesnosti povezanom s gospodarskom politikom (EPU) koja je primjetna od jeseni prošle godine. Grafikon A prikazuje mjere povezane s kolebljivosti na financijskim tržištima za europodručje (VSTOXX) i Sjedinjene Američke Države (VIX) usporedno s odgovarajućim indeksima EPU. Indeksi EPU jesu mjere neizvjesnosti povezane s gospodarskom politikom, zasnivaju se na praćenju medijskih objava te su popularnost stekli zbog mogućnosti praćenja glavnih gospodarskih i političkih događaja.¹ Od prošle jeseni došlo je do povećane primjene indeksa EPU na obje strane Atlantika, pri čemu se taj uzlazni trend nastavio u 2025. u uvjetima trajnoga geopolitičkog rizika i povećane neizvjesnosti glede politika povezanih s carinama. Nasuprot tome, kolebljivost na financijskim tržištima i u europodručju i u Sjedinjenim Američkim Državama i nadalje je bila relativno slaba do ožujka zbog snažnog zamaha na tržištima vlasničkih vrijednosnih papira. Međutim, indeksi VIX i VSTOXX snažno su porasli nakon rasprodaje na tržištima vlasničkih vrijednosnih papira koju je prouzročila najava američkih carinskih tarifa 2. travnja.

¹ Više informacija o metodologiji EPU vidi Baker, S. R., Bloom, N. i Davis, S. J., „Measuring Economic Policy Uncertainty”, *The Quarterly Journal of Economics*, sv. 131., br. 4, studeni 2016., str. 1593. – 1636.

Grafikon A

Kolebljivost na financijskim tržištima i EPU u europskom području i Sjedinjenim Američkim Državama

(indeksi)



Izvori: Baker, Bloom i Davis, Bloomberg i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Američki EPU procjenjuje Baker, Bloom i Davis, a isti autori izračunavaju EPU europskog područja kao prosjek njemačkih, francuskih, talijanskih i španjolskih indeksa ponderiran BDP-om. Oba pokazatelja normalizirana su da bi imala srednju vrijednost 100 od siječnja 2000. do posljednjih podataka. Posljednji podatci odnose se na travanj 2025.

Povijesno gledano mjere EPU i kolebljivost na financijskim tržištima pokazali su blisku korelaciju, iako uz povremena odstupanja i među državama.

Povijesno gledano nedosljednosti između indeksa EPU i kolebljivosti na financijskim tržištima pojavile su se nakon važnih događaja, kao što su američki predsjednički izbori 2016., referendum u Ujedinjenoj Kraljevini o Brexitu i nedavna energetska kriza. To je potaknulo velika istraživanja koja su ponudila razna tumačenja slabe reakcije kolebljivosti na financijskim tržištima na promjene neizvjesnosti povezane s politikom. Na primjer, uključuju pogoršanje kvalitete političkih signala, razlike u mišljenjima ulagača i ulogu koju imaju snažni gospodarski uvjeti.²

Nedavno povećanje indeksa EPU europskog područja odražava jačanje uzlaznog trenda tijekom nekoliko godina.

Od 2021. kretanja indeksa EPU europskog područja bila su različita među državama, s tim da su pokazatelji za Njemačku i Francusku dosljedno bili viši od povijesnih prosjeka.³ Posebice je vidljiv uzlazni trend njemačkog indeksa EPU, koji je dosegao dosad najviše razine u travnju 2025. u trenutku najave carinskih tarifa američke administracije (Grafikon B, panel a)). Zbog toga i zbog dostupnosti podataka analiza u ovom okviru usredotočena je na Njemačku. Baza podataka novinskih članaka upotrebljava se za prikaz njemačkog indeksa EPU.⁴ Posebice, replicirani indeks oslanja se na bazu podataka s 1.857.207 njemačkih novinskih članaka u razdoblju od siječnja 2000. do travnja 2025. i usko

² Vidi Białkowski, J., Dang, H. D. i Wei, X., „High policy uncertainty and low implied market volatility: An academic puzzle?“, *Journal of Financial Economics*, sv. 143., br. 3, ožujak 2022., str. 1185. – 1208.; Dumas, B., Kurshev, A. i Uppal, R., „Equilibrium Portfolio Strategies in the Presence of Sentiment Risk and Excess Volatility“, *The Journal of Finance*, sv. 64., br. 2, travanj 2009., str. 579. – 629. i Pástor, L. i Veronesi, P., „Political uncertainty and risk premia“, *Journal of Financial Economics*, sv. 110., br. 3, prosinac 2013., str. 520. – 545.

³ Za pokazatelje EPU za velike četiri države europskog područja vidi Baker, Bloom i Davis, *op. cit.*

⁴ Metodologija upotrijebljena za repliciranje njemačkog indeksa EPU slijedi Bakera, Blooma i Davisa, *op. cit.* Pokazatelj je normaliziran novinskim izvorom i preračunat brojem članaka mjesečno.

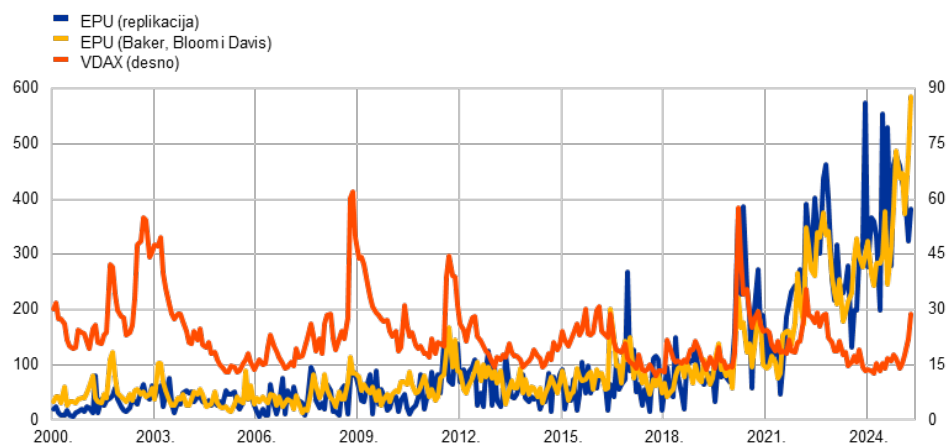
prati izvorni indeks EPU. U usporedbi s indeksom kolebljivosti na njemačkom tržištu vlasničkih vrijednosnih papira (VDAX) očito je da nedosljednost između te dvije mjere od jeseni prošle godine pa do prva tri mjeseca 2025. odražava jačanje trenda primijećenog tijekom nekoliko godina. To odstupanje postojalo je do početka travnja, kada ga je snažan rast indeksa VDAX, što se podudaralo s rasprodajom na globalnim tržištima vlasničkih vrijednosnih papira, uskladio s prethodnim povećanjem indeksa EPU.

Grafikon B

Indeks EPU i kategorije neizvjesnosti

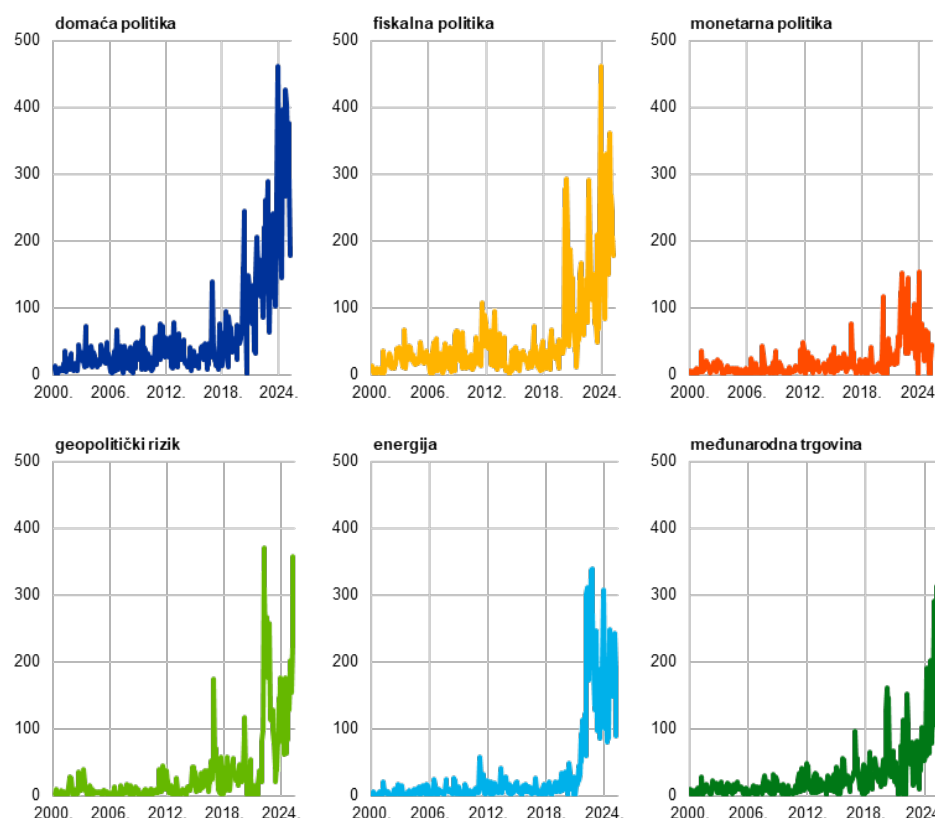
a) indeks EPU i implicitirana kolebljivost na tržištu u Njemačkoj

(indeks)



b) njemački EPU po temama

(indeks)



Izvori: Dow Jones Factiva i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Panel a) uspoređuje izvorni indeks EPU iz Bakera, Blooma i Davisa i njegovu repliciranu verziju s indeksom VDAX. Panel b) prikazuje dekompoziciju tema izvedenih iz repliciranog indeksa EPU s pomoću velikoga jezičnog modela. Svaki članak može se dodijeliti u više kategorija. Posljednji podatci odnose se na travanj 2025.

U analizi novinskih članaka zasnovanoj na temama s pomoću velikog jezičnog modela razmatraju se domaće i globalne neizvjesnosti koje su potaknule

nedavno veliko povećanje njemačkog indeksa EPU. Analizom se potiču fleksibilnost i kontekstualno razumijevanje velikih jezičnih modela s ciljem izdvajanja raznih gospodarskih tema koje utječu na njemački indeks EPU. Posebice, GPT-4o sustav OpenAI upotrebljava se za utvrđivanje višestrukih tema u svakom novinskom članku.⁵ Grafikon B panel b) prikazuje šest utvrđenih kategorija neizvjesnosti. Glavni pokretači povećanja njemačkog indeksa EPU uključuju domaću neizvjesnost, posebice povezanu s politikama i fiskalnom politikom te globalnu neizvjesnost obuhvaćenu geopolitičkim, energetskim i nedavno trgovinskim kategorijama. Povećanje domaće neizvjesnosti i neizvjesnosti povezane s fiskalnom politikom odražava unutarnja pitanja, koja uključuju kretanja realnoga gospodarstva, industrijsku politiku, fiskalni proračun, dinamiku političke koalicije i izbore. Istodobno se pojačao geopolitički rizik nakon neopravdane invazije Rusije na Ukrajinu i tijekom eskalacije sukoba u Gazi. Neizvjesnost povezana s energijom također se povećala uoči ruske invazije na Ukrajinu, pojačana u to doba visokom ovisnošću Njemačke o ruskom plinu. Neizvjesnost povezana s monetarnom politikom povećala se u skladu s kretanjima inflacije nakon pandemije, što su potvrdili razni tržišni pokazatelji. Naposljetku, neizvjesnost povezana s međunarodnom trgovinom obuhvaća važne događaje i šokove, kao što su Brexit, američki predsjednički izbori 2016., pandemija bolesti COVID-19 i nedavna kretanja američke carinske politike, što je sve testiralo otpornost globalnih opskrbnih lanaca.

Formalna empirijska analiza može pomoći u razumijevanju nedavnih kretanja, što uključuje ona nakon najave američkih carinskih tarifa 2. travnja, kada se porast kolebljivosti na financijskim tržištima uskladio s postojano visokim razinama političke neizvjesnosti u uvjetima znatne rasprodaje na tržištima vlasničkih vrijednosnih papira. Pozivajući se na američku literaturu, u ovom se okviru razmatra je li na odnos između kolebljivosti na financijskim tržištima i njemačkog indeksa EPU utjecao „zamaš“ na tržištu vlasničkih vrijednosnih papira, definiran kao broj mjeseci s pozitivnim prinosima dioničkog indeksa tijekom zadanog razdoblja. Posebice, modeli empirijske analize implicirali su kolebljivost („ $\log(VDAX_t)$ “) kao funkciju utvrđenih kategorija indeksa EPU.⁶ Grafikon C prikazuje marginalne učinke povećanja u šest kategorija neizvjesnosti na impliciranu kolebljivost dioničkog tržišta, ovisno o rezultatima na tržištima vlasničkih vrijednosnih papira. Tijekom šest mjeseci do travnja 2025. tržište vlasničkih vrijednosnih papira bilježilo je četiri mjeseca s pozitivnim prinosima (naglašeno sivim stupcima u panelima).

⁵ O upotrebi velikih jezičnih modela za izdvajanje kategorija neizvjesnosti vidi Audrino, F., Gentner, J. i Stalder, S., „[Quantifying uncertainty: a new era of measurement through large language models](#)“, *SNB Working Papers*, br. 12/2024, Swiss National Bank, listopad 2024.

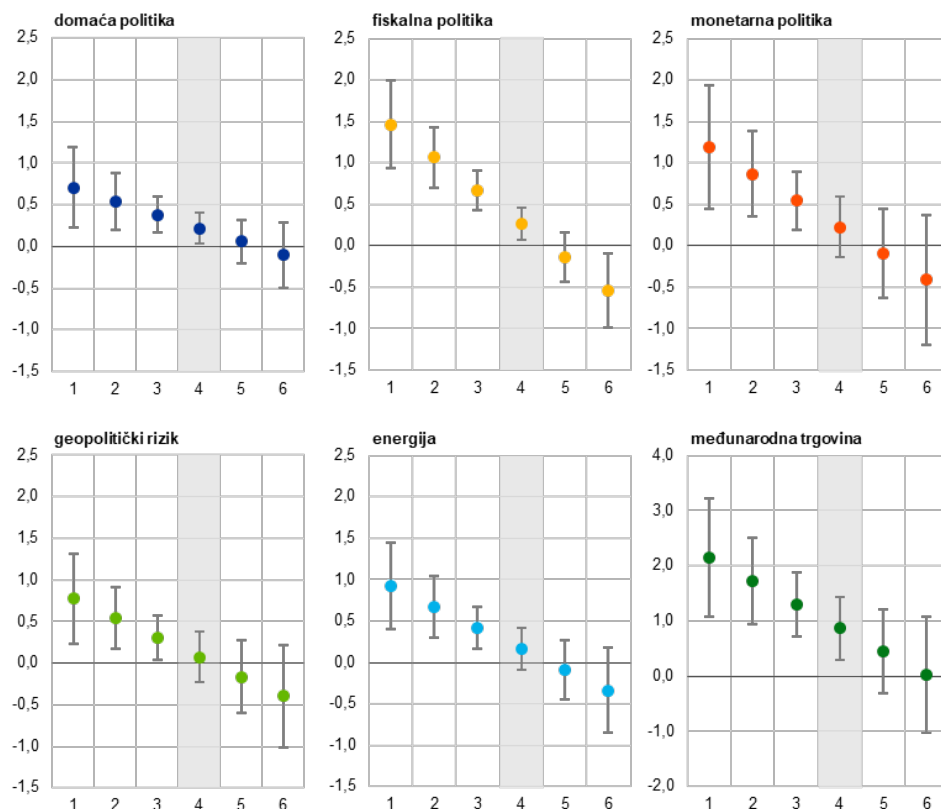
⁶ Empirijski pristup slijedi Białkowski, Dang i Wei, *op. cit.* Uključuje uzimanje u obzir logaritma dnevnog prinosa dioničkih tržišta („ r_t “), logaritam 30-dnevne ostvarene kolebljivosti („ $\log(V_t)$ “) i zamjensku vrijednost za zamaš tržišta vlasničkih vrijednosnih papira konstruiranu kao broj mjeseci pozitivnih prinosa indeksa DAX tijekom proteklih šest mjeseci („ PM_t “). Regresijska specifikacija može se sažeti na sljedeći način:

$$\log(VDAX_t) = \beta_0 + \beta_1 PM_t + \beta_2 (PM_t \cdot EPU_{i,t}) + \beta_3 EPU_{i,t} + \beta_4 r_t + \beta_5 \log(V_t) + \beta_6 Trend_t + \varepsilon_t$$

Grafikon C

Marginalni učinci kategorija indeksa EPU na kolebljivost na financijskim tržištima

(indeks)



Izvori: Dow Jones Factiva i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Paneli prikazuju marginalne koeficijente povećanja kategorija njemačkog indeksa EPU na $\log(VDAX_t)$, ovisno o različitim razinama broja mjeseci pozitivnih prinosa u prethodnih šest mjeseci s pomoću dnevnih podataka tijekom razdoblja uzorka od 2. siječnja 2000. do 16. travnja 2025. Za neizvjesnost povezanu s trgovinskim politikama uzorak je ograničen na 2015. – 2025. Tijekom šest mjeseci do travnja 2025. bila su četiri mjeseca s pozitivnim prinosima (naglašeno sivim stupcima u panelima). Sive linije iznad i ispod točaka prikazuju intervale pouzdanosti od 95 %. Posljednji podatci odnose se na 16. travnja 2025.

Rezultati pokazuju da će se nedosljednost između kolebljivosti na financijskim tržištima i indeksa EPU vjerojatno pojaviti kada zamah tržišta vlasničkih vrijednosnih papira bude snažan. S druge strane, korelacija je vjerojatnija kada je taj zamah slab. Ti rezultati vrijede za sve različite kategorije i snažni su za sve različite specifikacije. Taj je obrazac u skladu sa sve većom nedosljednosti između kolebljivosti na financijskim tržištima i indeksa EPU u šest mjeseci do veljače 2025., razdoblju posebice snažnog zamaha tržišta vlasničkih vrijednosnih papira. Isti nalazi na sličan način objašnjavaju i zatvaranje jaza između kolebljivosti na financijskim tržištima i indeksa EPU nakon najave američkih carinskih tarifa 2. travnja. Tijekom te epizode porast kolebljivosti uskladio se s postojano visokim razinama političke neizvjesnosti zbog znatne rasprodaje na dioničkim tržištima. Moguće je tumačenje tih nalaza da politička neizvjesnost zahtijeva veće premije za rizik tijekom razdoblja slabijih rezultata dioničkog tržišta, posebice kada se smatra da neizvjesnost ima znatne implikacije za ekonomske rezultate.

6. Odrednice inflacijskih očekivanja poduzeća u anketi SAFE

Priredili: Annalisa Ferrando, Sara Lamboglia i Judit Rariga

U okviru se razmatra formiranje inflacijskih očekivanja u europodručju prikazanih u anketi o pristupu financiranju poduzeća u europodručju (SAFE).

Od lipnja 2023. SAFE prikuplja podatke o inflacijskim očekivanjima u europodručju za jednogodišnje, trogodišnje i petogodišnje razdoblje.¹ Od ožujka 2024. obuhvatio je i percipiranu neizvjesnost poduzeća u vezi s petogodišnjim inflacijskim očekivanjima.

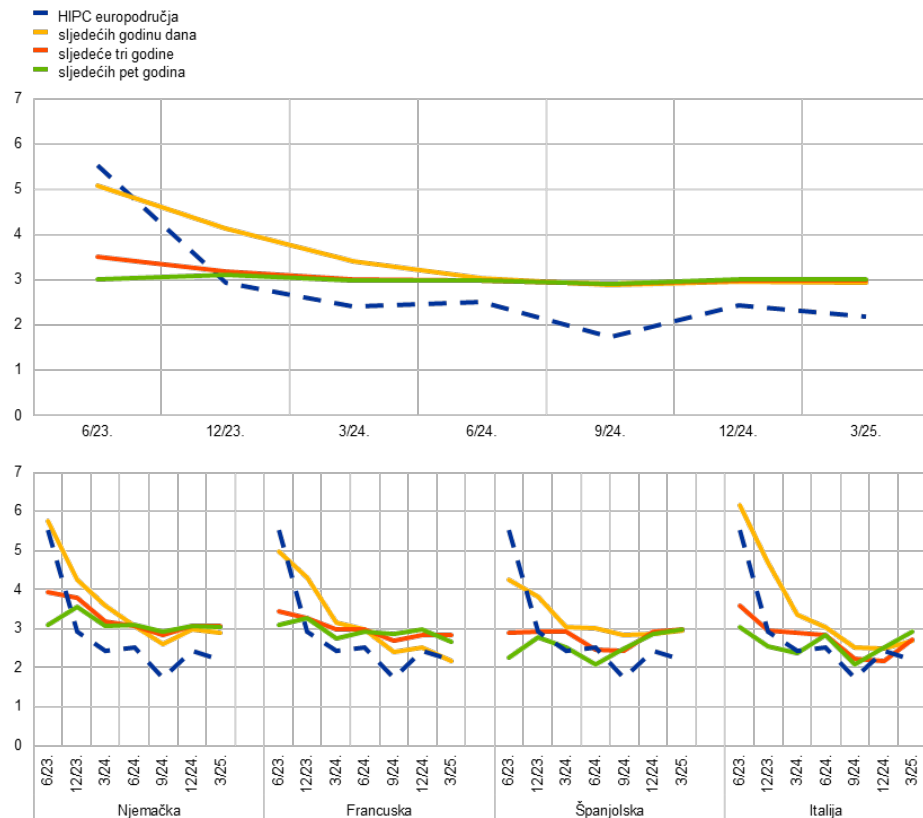
Inflacijska očekivanja poduzeća u kratkoročnom razdoblju kolebljivija su i među državama, u usporedbi sa srednjoročnim i dugoročnim očekivanjima, koja su vrlo stabilna tijekom vremena (Grafikon A). U lipnju 2023. srednja vrijednost inflacijskih očekivanja poduzeća za sljedećih godinu dana iznosila su oko 5 %, što je posljedica dugotrajne visoke inflacije u to vrijeme. Postupno se srednja vrijednost inflacijskih očekivanja spustila na približno 3 % u razdoblju od godinu dana, pri čemu se dinamika kratkoročnih inflacijskih očekivanja uglavnom razvijala u skladu s inflacijom harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena (HIPC). No heterogenosti među zemljama i nadalje prevladavaju. U razdobljima od tri i pet godina inflacijska očekivanja poduzeća prilično su stabilna i iznose 3 %.

¹ Za više informacija o SAFE-u 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. Nakon dvije pilot-ankete, SAFE je postao tromjesečni u ožujku 2024.

Grafikon A

Inflacijska očekivanja SAFE-a

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: SAFE, Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje anketno ponderiranu srednju vrijednost očekivanja poduzeća u europskom području za inflaciju u europskom području u jednoj godini, tri godine i pet godina. Statistički podatci izračunati su nakon isključivanja podataka na prvom i 99. percentilu pojedine države. Tromjesečni su podatci SAFE-a za 30. – 34. anketni ciklus (siječanj – ožujak 2024. do siječnja – ožujka 2025.) i polugodišnji podatci za ranije anketne cikluse. HIPC europsko područje odnosi se na godišnju stopu rasta HIPC-a u europskom području.

Na inflacijska očekivanja utječu obilježja poduzeća po sektoru i državi

poslovanja u svim razdobljima, dok je korelacija sa stvarnom inflacijom u europskom području najviša za kratkoročno razdoblje (Grafikon B).

Regresijska analiza pomaže u utvrđivanju glavnih odrednica inflacijskih očekivanja. U obzir se uzimaju činitelji poput demografije poduzeća (uključujući starost, veličinu, status izvoznika, vlasništvo i prošla kretanja prometa), buduće poslovne odluke povezane s ulaganjem, zapošljavanjem i prometom te stope inflacije u europskom području i industriju te državu u kojoj poduzeća posluju.² Činitelji pojedinih poduzeća nastoje obuhvatiti fundamente poduzeća i služe kao zamjenska vrijednost o tome koliko je poduzeće informirano, dok istodobno fiksni učinci industrije i države čine šire makroekonomsko okruženje koje utječe na poduzeće.³

² Ti su činitelji zajednički za nekoliko studija. Na primjer, vidi Bryan, M., Meyer, B. i Parker, N., „The inflation expectations of firms: what do they look like, are they accurate, and do they matter?“, FRB Atlanta Working Paper, br. 2014 – 27, Banka federalnih rezerva Atlante, 2015.

³ Ta obilježja mogu uključiti zajednička povijesna iskustva s inflacijom, okruženja fiskalne politike te kulturne norme i norme ponašanja, što su sve činitelji koji utječu na način na koji poduzeća unutar iste države slično odgovaraju na potencijalne inflacijske pritiske i oblikuju svoja inflacijska očekivanja.

Analiza otkriva da manja i mlađa poduzeća koja nisu izvoznici, uz ona u uslužnom i građevinskom sektoru, obično očekuju višu inflaciju u jednogodišnjem, trogodišnjem i petogodišnjem razdoblju. To je vjerojatno povezano s činjenicom da mala poduzeća često imaju ograničene informacije pri formiranju očekivanja i manje su izložena međunarodnim tržištima.⁴ Ako se u obzir uzmu svi anketni ciklusi, među glavnim državama, poduzeća u Njemačkoj prosječno imaju veća inflacijska očekivanja nego ona u ostalim državama europodručja. Osim toga, poduzeća u svim državama postojano imaju pozitivan odnos s ostvarenom inflacijom u europodručju u svim razdobljima, pri čemu je jačina odnosa najviša za kratkoročno razdoblje.

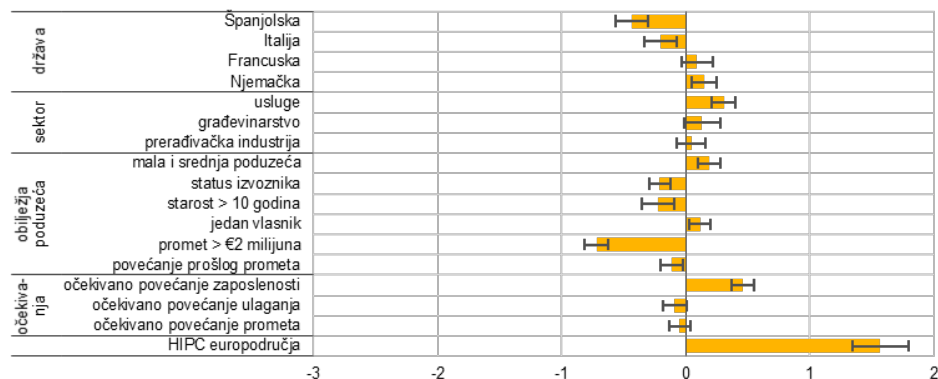
⁴ Vidi Baumann, U., Ferrando, A., Georgarakos, D., Gorodnichenko, Y. i Reinelt, T., „[SAFE to update inflation expectations? New survey evidence on euro area firms](#)”, *Working Paper Series*, br. 2949, ESB, Frankfurt na Majni, 2024.

Grafikon B

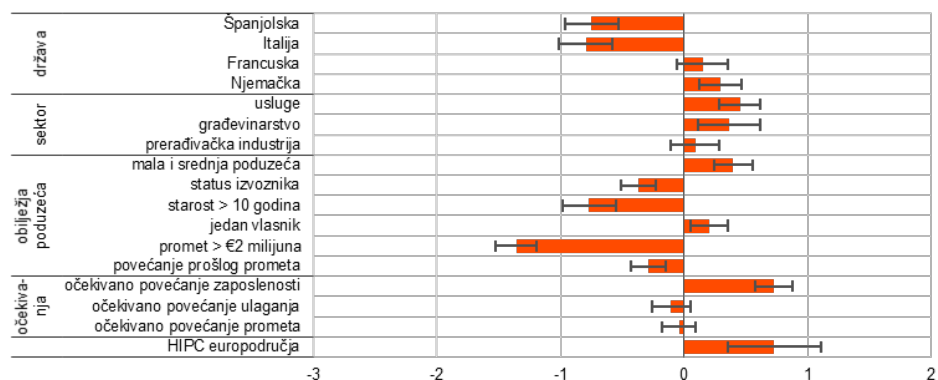
Ordrednice inflacijskih očekivanja poduzeća u različitim razdobljima

(postotni bodovi)

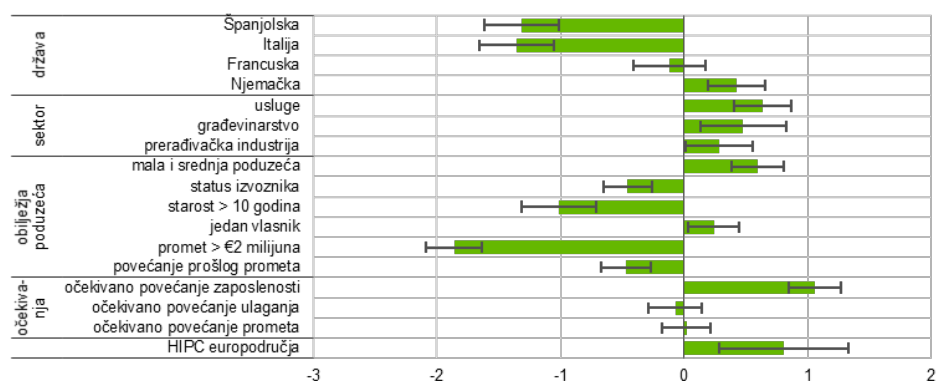
a) sljedećih godinu dana



b) sljedeće tri godine



c) sljedećih pet godina



Izvori: SAFE, Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje procjene koeficijenta iz regresija inflacijskih očekivanja u sljedećoj godini, sljedeće tri godine i sljedećih pet godina za kovarijante navedene na osi y. Kovarijante su sve mjerene kao indikatorske varijable, osim iz HIPC-a europa. Mala i srednja poduzeća imaju manje od 250 zaposlenih, a „povećavanje” pokazuje da je indikatorska varijabla jednaka 1 ako poduzeće ima povećanje u određenom činitelju te 0 u suprotnom slučaju. Za varijablu države propuštena kategorija uključuje sve ostale države europa, dok je trgovina propuštena kategorija za sektor. HIPC europa odnosi se na godišnju stopu rasta harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena u europa. Linije iznad i ispod točaka prikazuju intervale pouzdanosti od 95 %. Procjena se zasniva na 30. – 34. anketnom ciklusu (tromjesečni podatci od siječnja – ožujka 2024. do siječnja – ožujka 2025.) i polugodišnjim podatcima za ranije anketne cikluse.

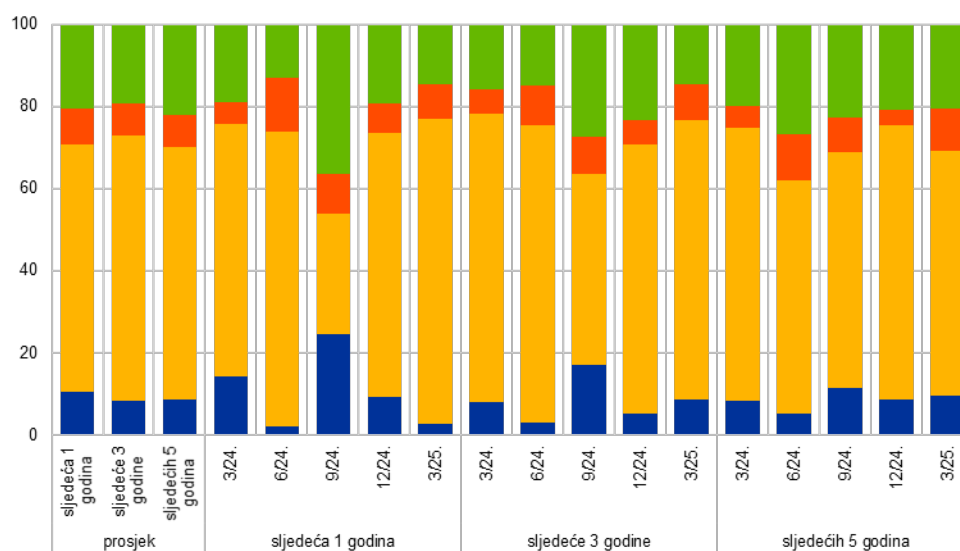
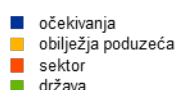
Većina varijacije u inflacijskim očekivanjima u svim razdobljima može se pripisati obilježjima pojedinačnog poduzeća, koje slijede činitelji za

pojedinačnu državu (Grafikon C). Dodatni korak u analiziranju inflacijskih očekivanja određivanje je koliko se njihova varijacija može pripisati prethodno utvrđenim činiteljima.⁵ U svim razdobljima i tijekom vremena obilježja poduzeća prosječno pridonose većini te varijacije (62 %), dok je istodobno doprinos fiksnih učinaka države 21 %. Očekivanja o budućim poslovnim odlukama i povezanosti industrije čine sličan postotak, pri čemu svaki pridonosi manje od 10 %. Razmatranje kretanja u svim anketnim ciklusima: u rujnu 2024. fiksni učinci države i očekivanja o ulaganjima i zapošljavanju privremeno su povećali utjecaj na inflacijska očekivanja za kratkoročna i srednjoročna razdoblja. Nasuprot tome, relativna važnost činitelja koji utječu na inflacijska očekivanja tijekom dužih razdoblja pokazala su veću stabilnost tijekom vremena.

Grafikon C

Glavni pokretači inflacijskih očekivanja poduzeća tijekom vremena

(postotci)



Izvori: SAFE i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje dekompoziciju prilagođenog R^2 regresija u Grafikonu B s pomoću Shapleyevih vrijednosti. Za opis varijabla vidi napomene uz Grafikon B. Procjene se zasnivaju na 30. – 34. anketnom ciklusu (tromjesečni podatci od siječnja – ožujka 2024. do siječnja – ožujka 2025.) i polugodišnjim podatcima za ranije anketne cikluse.

Od početka 2024. više od polovine poduzeća u europodručju smatralo je da je neizvjesnost povezana s njihovim petogodišnjim inflacijskim očekivanjima pozitivna (Grafikon D, panel a)). Počevši u ožujku 2024., poduzećima je postavljeno pitanje smatraju li da su rizici za dugoročne inflacijske izgleda uravnoteženi, pozitivni ili negativni u odnosu na njihova osnovna očekivanja. U najnovijoj anketi za prvo tromjesečje 2025., 30 % poduzeća gleda na rizike za

⁵ Tehnički, Shapley-Owenova metoda primjenjuje se za mjerenje udjela koeficijenta determinacije (R^2) četiri skupine varijabla (obilježja poduzeća, sektora, države, očekivanja o poslovnim odlukama) uključenih u regresijsku analizu na razini poduzeća. Analiza na razini anketnog kruga ne omogućuje procjenu doprinosa HIPC-a europodručja.

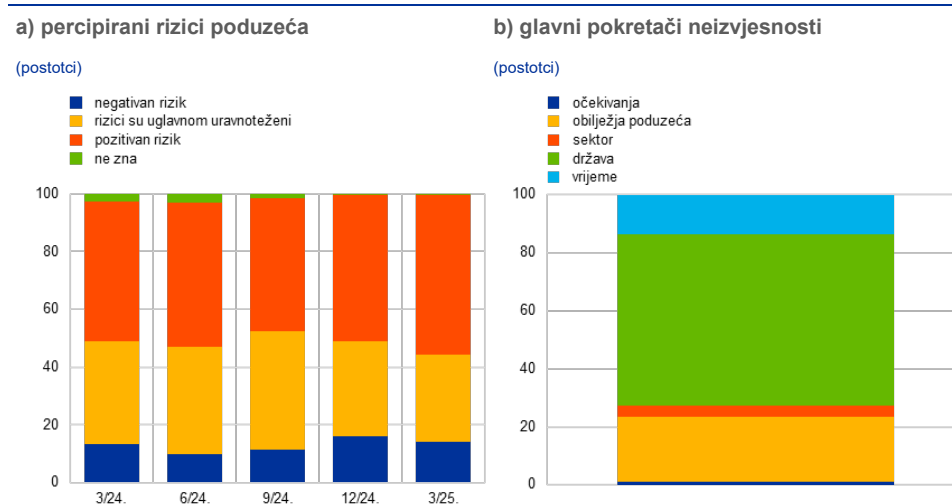
njihove inflacijske izglede u sljedećih pet godina kao uglavnom uravnotežene, dok je više od polovine navelo pozitivne rizike, a oko 14 % smatralo je rizike negativnima.

Na razinu neizvjesnosti povezanu s dugoročnim inflacijskim izgledima poduzeća uglavnom utječe država u kojoj posluje (Grafikon D, panel b)).

Činitelji koji utječu na inflacijska očekivanja vjerojatno objašnjavaju i stupanj razlike koju poduzeća povezuju sa svojim očekivanjima.⁶ Primjenom pristupa sličnog onome koji je prethodno opisan utvrđujemo udio varijacije u neizvjesnosti koja se pripisuje raznim činiteljima. Obilježja pojedinačne države čine većinu ukupne varijacije, a slijede ih obilježja poduzeća. Taj nalaz ponovno naglašava važnost mjesta gdje je poduzeće smješteno u oblikovanju dugoročnih inflacijskih očekivanja.

Grafikon D

Neizvjesnost povezana s inflacijskim očekivanjima u sljedećih pet godina i činitelji kao njezina varijacija



Izvori: SAFE i izračun ESB-a

Napomene: Panel a) prikazuje anketno ponderirane postotke subjektivne neizvjesnosti poduzeća povezane s inflacijskim izgledima u sljedećih pet godina. Panel b) prikazuje dekompoziciju Shapleyevih vrijednosti prilagođenog R^2 regresije neizvjesnosti (indikator jednak 1 ako poduzeće ima pozitivne rizike za inflacijska očekivanja u sljedećih pet godina) o kovariantama opisanima u napomenama uz Grafikon B. Procjene se zasnivaju na 30. – 34. anketnom ciklusu (tromjesečni podatci od siječnja – ožujka 2024. do siječnja – ožujka 2025.).

Općenito, razumijevanje onoga što utječe na očekivanja poduzeća glede

inflacije ključno je za procjenu kako promjene u njihovu poslovnom okružju mogu utjecati na način na koji formiraju očekivanja. Analiza otkriva da, osim

pojedinačnih obilježja poduzeća, države u kojima posluju imaju važnu ulogu. Time se naglašava važnost zajedničkih činitelja pojedinačne države koji poduzeća navode da prilagode svoja inflacijska očekivanja na sličan način.

⁶ Slični modeli nalaze se u Baumann *et al.*, *op.cit.* i McClure, E. M., Yaremko, V., Coibion, O. i Gorodnichenko, Y., „The Macroeconomic Expectations of U.S. Managers”, *Journal of Money, Credit and Banking*, uskoro.

7. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 5. veljače do 22. travnja 2025.

Priredili: Samuel Bieber i Anne-Lise Nguyen

U ovom se okviru opisuju likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike Eurosustava tijekom prvog i drugog razdoblja održavanja pričuva u 2025. Ta su dva razdoblja zajedno trajala od 5. veljače do 22. travnja 2025. („promatrano razdoblje”).

Prosječan višak likvidnosti u bankovnom sustavu europodručja nastavio se smanjivati. 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) nakon obustave reinvestiranja u sklopu APP-a na početku srpnja 2023. i reinvestiranja u sklopu PEPP-a na kraju prosinca 2024. Smanjenje puštanja likvidnosti bilo je i posljedica dospijea posljednje operacije u sklopu treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO III) 18. prosinca 2024. jer ta je operacija nastavila utjecati na prosječne podatke za prethodno promatrano razdoblje. Ono je djelomično neutralizirano kontinuiranim smanjivanjem 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 69 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na 1.354 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 3 mlrd. EUR i iznosile su 167 mlrd. EUR, što je tek neznatno utjecalo na promjenu agregatnih potreba za likvidnošću.

Autonomni činitelji povlačenja likvidnosti povećali su se za 61 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, uglavnom zbog povećanja ostalih autonomnih činitelja. Neto ostali autonomni činitelji porasli su prosječno za 63 mlrd. EUR. To je uglavnom bilo posljedica povećanja salda na računima revalorizacije za oko 79 mlrd. EUR zbog viših cijena zlata (vidi niže u tekstu odlomak o autonomnim činiteljima puštanja likvidnosti), što je djelomično neutralizirano smanjenjem kapitala i pričuva nakon gubitaka u 2024. Državni depoziti ostvarili su blago smanjenje od 2 mlrd. EUR i iznosili su 109 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 je razdoblju prosječna vrijednost novčanica u optjecaju bila stabilna i iznosila je 1.569 mlrd. EUR. Potražnja za novčanicama i nadalje je bila uglavnom stabilna nakon što je dosegla najvišu razinu u srpnju 2022.

Autonomni činitelji puštanja likvidnosti porasli su za 133 mlrd. EUR, ponajprije zbog povećanja neto inozemne imovine za 85 mlrd. EUR. Do povećanja neto inozemne imovine došlo je uglavnom zbog povećanja cijena zlata. Neto imovina nominirana u eurima porasla je za 48 mlrd. EUR u promatranom razdoblju.

Tablica A

Likvidnosni uvjeti u Eurosustavu

Obveze

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 5. veljače – 22. travnja 2025.						prethodno promatrano razdoblje: 23. listopada 2024. – 4. veljače 2025.	
	prvo i drugo razdoblje održavanja		prvo razdoblje održavanja: 5. veljače – 11. ožujka 2025.		drugo razdoblje održavanja: 12. ožujka – 22. travnja 2025.		sedmo i osmo razdoblje održavanja	
autonomni činitelji povlačenja likvidnosti	2.801	(+61)	2.772	(+16)	2.825	(+53)	2.739	(+54)
novčanice u optjecaju	1.569	(–0)	1.567	(–10)	1.571	(+4)	1.569	(+7)
državni depoziti	109	(–2)	119	(+12)	101	(–18)	111	(–7)
ostali autonomni činitelji (neto) ¹⁾	1.122	(+63)	1.086	(+14)	1.152	(+67)	1.059	(+54)
tekući računi iznad minimalnih obveznih pričuva	5	(–0)	6	(–1)	5	(–0)	6	(–1)
minimalne obvezne pričuve²⁾	167	(+3)	167	(+3)	166	(–0)	164	(+1)
novčani depozit	2.825	(–92)	2.847	(–58)	2.807	(–40)	2.917	(–115)
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: 5. veljače – 22. travnja 2025.						prethodno promatrano razdoblje: 23. listopada 2024. – 4. veljače 2025.	
	prvo i drugo razdoblje održavanja		prvo razdoblje održavanja: 5. veljače – 11. ožujka 2025.		drugo razdoblje održavanja: 12. ožujka – 22. travnja 2025.		sedmo i osmo razdoblje održavanja	
autonomni činitelji puštanja likvidnosti	1.613	(+133)	1.560	(+32)	1.657	(+97)	1.480	(+93)
neto inozemna imovina	1.256	(+85)	1.219	(+21)	1.286	(+67)	1.170	(+71)
neto imovina nominirana u eurima	357	(+48)	341	(+12)	371	(+30)	309	(+22)
instrumenti monetarne politike	4.185	(–162)	4.231	(–73)	4.146	(–84)	4.346	(–154)
operacije na otvorenom tržištu	4.185	(–162)	4.231	(–73)	4.146	(–84)	4.346	(–154)
kreditne operacije	26	(–14)	27	(–2)	24	(–2)	40	(–37)
– MRO	9	(–1)	8	(–2)	10	(+2)	10	(+5)
– tromjesečni LTRO	16	(+2)	18	(+1)	15	(–4)	14	(+5)
– TLTRO III	0	(–16)	0	(+0)	0	(+0)	16	(–46)
portfelji izravnih monetarnih transakcija ¹⁾	4.159	(–147)	4.204	(–71)	4.122	(–82)	4.306	(–118)
moгуćnost posudbe na kraju dana	0	(+0)	0	(+0)	0	(–0)	0	(+0)

Izvor: ESB

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

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

Ostale informacije zasnovane na likvidnosti

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 5. veljače – 22. travnja 2025.						prethodno promatrano razdoblje: 23. listopada 2024. – 4. veljače 2025.	
	prvo i drugo razdoblje održavanja		prvo razdoblje održavanja: 5. veljače – 11. ožujka 2025.		drugo razdoblje održavanja: 12. ožujka – 22. travnja 2025.		sedmo i osmo razdoblje održavanja	
agregatne potrebe za likvidnošću ¹⁾	1.354	(–69)	1.378	(–14)	1.334	(–44)	1.423	(–39)
neto autonomni činitelji ²⁾	1.188	(–72)	1.211	(–17)	1.168	(–44)	1.260	(–40)
višak likvidnosti ³⁾	2.830	(–92)	2.852	(–59)	2.812	(–40)	2.923	(–116)

Izvor: ESB

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

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

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

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

Kretanja kamatnih stopa

(prosjeci, postotci i postotni bodovi)

	sadašnje promatrano razdoblje: 5. veljače – 22. travnja 2025.				prethodno promatrano razdoblje: 23. listopada 2024. – 4. veljače 2025.			
	prvo razdoblje održavanja: 5. veljače – 11. ožujka 2025.		drugo razdoblje održavanja: 12. ožujka – 22. travnja 2025.		sedmo razdoblje održavanja: 23. listopada – 17. prosinca 2024.		osmo razdoblje održavanja: 18. prosinca 2024. – 4. veljače 2025.	
MRO	2,90	(–0,25)	2,65	(–0,25)	3,40	(–0,25)	3,15	(–0,25)
moгуćnost posudbe na kraju dana	3,15	(–0,25)	2,90	(–0,25)	3,65	(–0,25)	3,40	(–0,25)
novčani depozit	2,75	(–0,25)	2,50	(–0,25)	3,25	(–0,25)	3,00	(–0,25)
€STR	2,67	(–0,25)	2,42	(–0,25)	3,16	(–0,25)	2,92	(–0,25)
RepoFunds Rate Euro	2,73	(–0,23)	2,49	(–0,25)	3,23	(–0,26)	2,97	(–0,26)

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

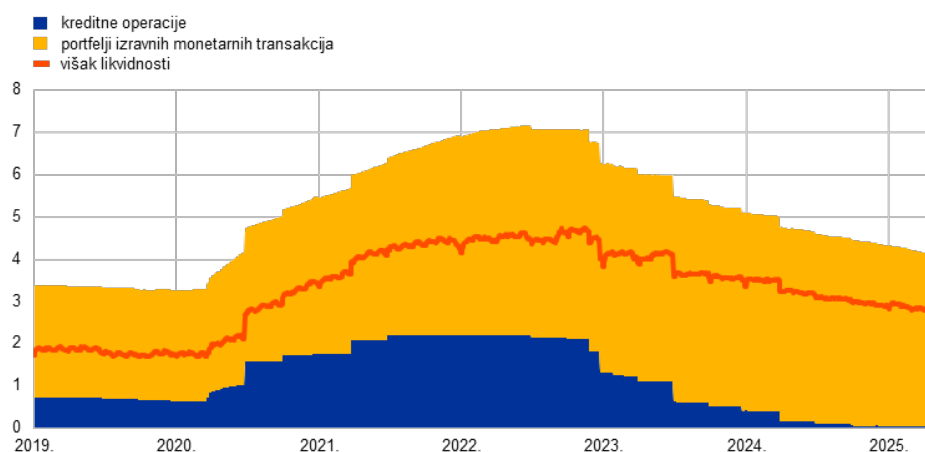
Prosječan iznos likvidnosti osigurane instrumentima monetarne politike smanjio se za 162 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 4.185 mlrd. EUR (Grafikon A).

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 22. travnja 2025.

Prosječan iznos likvidnosti osigurane portfeljima izravnih monetarnih transakcija smanjio se za 147 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 4.159 mlrd. EUR. Budući da nije bilo reinvestiranja, do tog je

smanjenja došlo zbog kontinuiranog dospijanja vrijednosnih papira u sklopu APP-a i u sklopu PEPP-a.¹

Prosječan iznos likvidnosti osigurane kreditnim operacijama smanjio se za 14 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 26 mlrd. EUR.

Spomenuto je smanjenje uglavnom posljedica smanjenja nepodmirenih iznosa u sklopu operacija TLTRO III zbog dospijanja posljednje operacije u sklopu operacija TLTRO III 18. prosinca 2024. (29. mlrd. EUR). Prosječni nepodmireni iznos u sklopu glavnih operacija refinanciranja (MRO) ostvario je blago smanjenje od 1 mlrd. EUR i iznosio je 9 mlrd. EUR, dok je nepodmireni iznos u sklopu tromjesečnih operacija dugoročnijeg refinanciranja (LTRO) ostvario blago povećanje od 2 mlrd. EUR i iznosio je 16 mlrd. EUR. Relativno ograničeno sudjelovanje banaka u tim redovitim operacijama, unatoč otplatama u sklopu operacija TLTRO, upućuje na njihove sveukupno dostatne likvidnosne pozicije i dostupnost alternativnih izvora financiranja po atraktivnim tržišnim stopama i dospeljima.

Višak likvidnosti

Prosječan višak likvidnosti bio je niži za 92 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja i iznosio je 2.830 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 instrumentima monetarne politike i potreba banaka za likvidnošću radi pokrivanja minimalnih pričuva. Nakon što je dosegno najvišu razinu od 4.748 mlrd. EUR u studenome 2022., višak likvidnosti postojano se smanjuje.

Kretanja kamatnih stopa

U promatranom razdoblju Upravno vijeće dvaput je odlučilo smanjiti sve tri ključne kamatne stope monetarne politike ESB-a za 25 baznih bodova, uključujući stopu na novčani depozit kojom usmjerava stajalište monetarne politike. Time su se kamatne stope na novčani depozit, glavne operacije financiranja i mogućnost posudbe na kraju dana spustile na 2,25 %, 2,40 % i 2,65 %, s učinkom od dana neposredno nakon završetka promatranog razdoblja.

Kretanje prosječne eurske kratkoročne kamatne stope (€STR) tijekom promatranog razdoblja odraz je smanjenja kamatnih stopa monetarne politike ESB-a, pri čemu je ona 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 i ostao je nepromijenjen u usporedbi sa sedmim i osmim razdobljem održavanja u 2024. Prijenos promjena

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.

kamatnih stopa monetarne politike na kamatne stope na neosiguranom tržištu novca bio je potpun i neposredan.

Prijenos promjena kamatnih stopa monetarne politike na repo stope također je bio neometan i neposredan. Prosječna repo stopa europodručja, mjerena indeksom RepoFunds Rate Euro, ostala je bliže kamatnoj stopi na novčani depozit nego €STR-u. Repo stopa bila je prosječno za 1,3 bazna boda niža od kamatne stope na novčani depozit tijekom promatranog razdoblja, pri čemu je u sedmom i osmom razdoblju održavanja u 2024. bila niža za 2,6 baznih bodova. Kontinuirano postupno smanjivanje razlike 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. Veća potražnja ulagača s financijskom polugom za financiranje dugih pozicija u obveznicama dodatno je pridonijela pritisku na rast repo stopa.

© **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 4. lipnja 2025.

PDF

ISSN 2363-3603, QB-01-25-079-HR-N