



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

Ekonomski bilten

Broj 6/2025.



Sadržaj

Gospodarska, finansijska i monetarna kretanja	2
Pregled	2
1. Vanjsko okruženje	7
2. Gospodarska aktivnost	13
3. Cijene i troškovi	20
4. Kretanja na finansijskim tržištima	27
5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja	33
6. Fiskalna kretanja	39
Okviri	42
1. Koliko je europodručje osjetljivo na ograničenja na izvoz kineskih rijetkih zemalja?	42
2. Očekivanja i djelovanje potrošača tijekom nedavnih trgovinskih napetosti	49
3. Usporedba prerađivačke industrije i uslužnog sektora: kako su predopskrba i neizvjesnost utjecale na nedavna zbivanja	54
4. Jesu li radnici spremni prihvatiti smanjenja plaća u zamjenu za fleksibilnost rada na daljinu?	59
5. Praćenje pozornosti dane inflaciji u medijskim objavama	64
6. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 23. travnja do 29. srpnja 2025.	71

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja

Pregled

Na sastanku održanom 11. rujna 2025. Upravno vijeće odlučilo je da će tri ključne kamatne stope ESB-a ostati nepromijenjene. Inflacija je trenutačno na razinama oko srednjoročnog cilja od 2 % i ocjena Upravnog vijeća o inflacijskim izgledima uglavnom je nepromijenjena.

Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2025. sadržavaju sličnu sliku inflacije kao projekcije iz lipnja. Stručnjaci predviđaju da će ukupna inflacija prosječno iznositi 2,1 % u 2025., 1,7 % u 2026. i 1,9 % u 2027. U vezi s inflacijom bez energije i hrane očekuju prosječnu stopu od 2,4 % u 2025., 1,9 % u 2026. i 1,8 % u 2027. Predviđa se da će stopa gospodarskog rasta u 2025. iznositi 1,2 %, što je revizija naviše u odnosu na stopu od 0,9 %, koja je predviđena u lipnju. Projekcija rasta za 2026. sada je neznatno niža i iznosi 1,0 %, a projekcija za 2027. ostala je nepromijenjena i iznosi 1,3 %.

Upravno vijeće odlučno se zalaže za stabilizaciju inflacije na ciljnoj razini od 2 % u srednjoročnom razdoblju. Pri određivanju odgovarajućeg stajališta monetarne politike na svakom će sastanku primjenjivati pristup koji se zasniva na podacima. Naime, odluke Upravnog vijeća o kamatnim stopama ovisit će o njegovoj ocjeni inflacijskih izgleda i povezanih rizika, i to na temelju novih gospodarskih i financijskih podataka, te dinamike temeljne inflacije i jačine transmisije monetarne politike. Upravno vijeće ne opredjeljuje se unaprijed za određenu dinamiku promjene stopa.

Gospodarska aktivnost

Gospodarski rast u prvom je polovini 2025. kumulativno iznosio 0,7 % zbog otpornosti domaće potražnje. Kada se promatraju tromjesečna kretanja, rast je bio snažniji u prvom, a slabiji u drugom tromjesečju, djelomično zbog ubrzavanja međunarodne trgovinske aktivnosti u očekivanju povećanja carina i preokreta tog trenda koji je potom uslijedio.

Anketni pokazatelji upućuju na zaključak da su sektor prerađivačke industrije i uslužni sektor nastavili rasti te stoga i na određeni pozitivni temeljni zamah. Premda potražnja za radnom snagom slabi, tržište rada i nadalje je izvor snage, a stopa nezaposlenosti u srpnju 2025. iznosila je 6,2 %. To bi s vremenom trebalo potaknuti osobnu potrošnju, osobito budu li građani, kao što se predviđa u projekcijama iz rujna 2025., odvajali manji dio dohotka za štednju. Prethodna smanjivanja kamatnih stopa Upravnog vijeća, koja se prenose na uvjete financiranja, trebala bi povoljno utjecati na osobnu potrošnju i ulaganje. Ulaganje bi trebali poduprijeti i znatni državni rashodi za infrastrukturu i obranu.

Trgovinske carine i s njima povezana neizvjesnost u prvoj su polovini 2025. pridonijeli snažnim fluktuacijama gospodarske aktivnosti, pri čemu se aktivnost ubrzala, osobito u Irskoj. Očekuje se da će slabljenje tih činitelja u drugoj polovini godine uključivati daljnju kolebljivost i prikrivati signale temeljnog zamaha gospodarstva europodručja. Zapravo, bez obzira na kolebljivost prouzročenu fluktuacijama podataka iz Irske, gospodarski rast u ostatku europodručja bio je stabilniji i očekuje se da će ostati takav i u drugoj polovini godine. Iako novi trgovinski sporazum između SAD-a i EU-a uključuje više carine na izvoz iz europodručja u Sjedinjene Američke Države, pridonio je smanjenju neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama. Ukupni učinak promjena u globalnom okružju ekonomskih politika pokazat će se tek s vremenom. Predviđa se da će u kasnijoj fazi projekcijskog razdoblja gospodarski rast u europodručju ojačati, čemu će pridonijeti nekoliko činitelja. Rast realnih plaća i zaposlenosti, zajedno s novim državnim rashodima za infrastrukturu i obranu, prije svega u Njemačkoj, trebao bi potaknuti domaću potražnju europodručja. Osim toga, smatra se da će izgledima za rast pridonijeti i manje restriktivni uvjeti financiranja, koji su uglavnom posljedica nedavnih odluka o monetarnoj politici, te ponovno povećanje inozemne potražnje u 2027.

Predviđa se da će prosječni rast realnog BDP-a iznositi 1,2 % u 2025., 1,0 % u 2026. i 1,3 % u 2027. U odnosu na projekcije iz lipnja 2025. izgledi za rast BDP-a revidirani su naviše za 0,3 postotna boda za 2025., kao posljedica najnovijih podataka koji su premašili očekivanja i učinka prijenosa revizija povijesnih podataka. Budući da se neki iznenađujuće pozitivni podatci ne odnose na neočekivano snažno ubrzavanje aktivnosti, predviđa se da će u drugoj polovini godine doći do tek djelomične neutralizacije. Aprecijacija eura i slabija inozemna potražnja, djelomično povezana s nešto višim carinama nego što je pretpostavljeno u projekcijama iz lipnja, dovele su do revizije naniže za 0,1 postotni bod za 2026. Projekcija za 2027. ostala je nepromijenjena.

Upravno vijeće smatra ključnim žurno jačati gospodarstvo europodručja i samo europodručje u trenutačnom geopolitičkom okružju. Fiskalne i strukturne politike trebale bi povećati produktivnost, konkurentnost i otpornost gospodarstva. Godinu dana od objave izvješća Marija Draghija o budućnosti europske konkurentnosti i nadalje je potrebno postupati prema njegovim preporukama poduzimanjem daljnjih konkretnih koraka te ubrzati provedbu u skladu s planom djelovanja Europske komisije. Vladama bi prioritet trebale biti strukturne reforme i strateško ulaganje kojima se potiče rast uz istodobno očuvanje održivosti javnih financija. Ključno je dovršiti uniju za štednju i ulaganja i bankovnu uniju u skladu s ambicioznim vremenskim rasporedom te brzo uspostaviti zakonodavni okvir za moguće uvođenje digitalnog eura.

Inflacija

Godišnja inflacija i nadalje je blizu cilja Upravnog vijeća: neznatno se povećala, s 2,0 % u srpnju na 2,1 % u kolovozu 2025. Inflacija cijena energije iznosila je –1,9 %, u odnosu na –2,4 % u srpnju, a inflacija cijena hrane smanjila se s 3,3 % na 3,2 %.

Inflacija bez energije i hrane ostala je nepromijenjena i iznosila je 2,3 %. Inflacija cijena usluga blago se smanjila, s 3,2 % u srpnju na 3,1 % u kolovozu, a inflacija cijena dobara ostala je nepromijenjena i iznosila je 0,8 %.

Pokazatelji temeljne inflacije i nadalje su u skladu sa srednjoročnim ciljem Upravnog vijeća od 2 %. Godišnja stopa rasta naknade po zaposlenom iznosila je 3,9 % u drugom tromjesečju, što je smanjenje u odnosu na 4,0 % u prethodnom tromjesečju i 4,8 % u drugom tromjesečju 2024. Prospektivni pokazatelji, uključujući ESB-ov alat za praćenje plaća i ankete o očekivanjima povezanim s plaćama, upućuju na daljnje smanjivanje rasta plaća. Zahvaljujući tome, kao i rastu produktivnosti, domaći cjenovni pritisci ostat će ograničeni bez obzira na oporavak dobiti sa sadašnjih niskih razina.

Nove makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a sadržavaju sličnu sliku inflacije kao projekcije iz lipnja. Predviđa se da će ukupna inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) uglavnom ostati nepromijenjena i iznositi oko 2 % u preostalom dijelu 2025. te da će se potom smanjiti na prosječno 1,7 % u 2026. i porasti na 1,9 % u 2027. Smanjenje u 2026. upućuje na daljnje postupno smanjivanje sastavnica inflacije bez energije. Inflacija cijena energije trebala bi pak i nadalje biti kolebljiva, ali porasti tijekom projekcijskog razdoblja, djelomično zbog uvođenja sustava EU-a za trgovanje emisijama (ETS2) u 2027. Očekuje se da će inflacija cijena hrane u početku ostati povišena zbog prijenosa odgođenih učinaka prošlih povećanja međunarodnih cijena prehrambenih sirovina, ali da će se u 2026. i 2027. smanjiti na razine malo više od 2 %.

Inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane trebala bi se smanjiti s 2,4 % u 2025. na 1,9 % u 2026. i 1,8 % u 2027. kako budu popuštali pritisci plaća i smanjivala se inflacija cijena usluga te kako se aprecijacija eura bude prenosila kroz cjenovni lanac i ograničavala inflaciju cijena dobara. Očekuje se da će manji rast plaća, kao posljedica nadoknađivanja prošlog pada realnih plaća, zajedno s oporavkom rasta produktivnosti znatno usporiti rast jediničnih troškova rada.

U odnosu na projekcije iz lipnja 2025. izgledi za ukupnu inflaciju mjerenu HIPC-om revidirani su naviše za 0,1 postotni bod za 2025. i 2026. zbog viših stvarnih i pretpostavljenih cijena energenata te zbog odgođenih učinaka viših međunarodnih cijena prehrambenih sirovina, koji više nego neutraliziraju aprecijaciju eura. Kada je riječ o 2027., predviđa se da će prevladavati odgođeni učinci aprecijacije eura, zbog čega je došlo do revizije naniže za 0,1 postotni bod.

Većina mjera dugoročnih inflacijskih očekivanja i nadalje je na razinama od oko 2 %, što podupire stabilizaciju inflacije na razinama oko cilja Upravnog vijeća.

Procjena rizika

Rizici za gospodarski rast postali su uravnoteženiji. Premda su trgovinski sporazumi u posljednje vrijeme pridonijeli smanjenju neizvjesnosti, ponovno pogoršanje trgovinskih odnosa moglo bi dodatno nepovoljno utjecati na izvoz te smanjiti ulaganje i potrošnju. Pogoršanje raspoloženja na financijskim tržištima moglo bi

dovesti do pooštavanja uvjeta financiranja, veće nesklonosti riziku i slabijeg rasta. Geopolitičke napetosti, kao što su neopravdani rat koji Rusija vodi protiv Ukrajine i tragični sukob na Bliskom istoku, i nadalje su važan izvor neizvjesnosti. Nasuprot tomu, neočekivano visoki rashodi za obranu i infrastrukturu te reforme kojima bi se poticala produktivnost pridonijeli bi rastu. Poboljšanje poslovnog pouzdanja moglo bi potaknuti privatno ulaganje. Raspoloženje bi se moglo popraviti, a aktivnost potaknuti kada bi se geopolitičke napetosti smanjile ili se preostali trgovinski sporovi razriješili brže nego što se očekuje.

Inflacijski izgledi i nadalje su neizvjesniji nego inače jer su globalne trgovinske politike još kolebljive. Jači euro mogao bi prouzročiti veće smanjenje inflacije od očekivanoga. Osim toga, inflacija bi mogla biti niža i ako više carine dovedu do smanjenja potražnje za izvozom europodručja i potaknu države s viškom kapaciteta da nastave povećavati izvoz u europodručje. 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, inflacija bi mogla biti viša pridonese li rascjepkanost globalnih opskrbnih lanaca rastu uvoznih cijena i povećanju ograničenja kapaciteta domaćega gospodarstva. Rastu inflacije u srednjoročnom razdoblju moglo bi pridonijeti i povećanje rashoda za obranu i infrastrukturu. Cijene hrane mogle bi biti više od očekivanih zbog ekstremnih vremenskih uvjeta i, općenito govoreći, razvoja klimatske krize.

Financijski i monetarni uvjeti

Od sastanka Upravnog vijeća o monetarnoj politici u srpnju 2025. kratkoročne tržišne kamatne stope povećale su se, a dugoročnije stope ostale su uglavnom nepromijenjene. Međutim, troškovi zaduživanja poduzeća u srpnju su se nastavili smanjivati zbog prethodnih smanjivanja kamatnih stopa Upravnog vijeća. Prosječna kamatna stopa na nove kredite poduzećima smanjila se s 3,6 % u lipnju na 3,5 % u srpnju. Trošak tržišnoga dužničkog financiranja poduzeća ostao je nepromijenjen i iznosio je 3,5 %. Krediti poduzećima porasli su za 2,8 %, malo jače nego u lipnju, a stopa rasta izdavanja korporativnih obveznica povećala se s 3,4 % na 4,1 %. Prosječna kamatna stopa na nove hipotekarne kredite u srpnju je ponovno bila nepromijenjena i iznosila je 3,3 %, a stopa rasta hipotekarnoga kreditiranja povećala se s 2,2 % na 2,4 %.

Odluke o monetarnoj politici

Ključne kamatne stope ESB-a ostale su nepromijenjene: kamatna stopa na novčani depozit iznosi 2,00 %, kamatna stopa za glavne operacije refinanciranja iznosi 2,15 % i kamatna stopa za mogućnost posudbe na kraju dana iznosi 2,40 %.

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 11. rujna 2025. Upravno vijeće odlučilo je da će tri ključne kamatne stope ESB-a ostati nepromijenjene. Upravno vijeće odlučno se zalaže za stabilizaciju inflacije na ciljnoj razini od 2 % u srednjoročnom razdoblju. Pri određivanju odgovarajućeg stajališta monetarne politike na svakom će sastanku primjenjivati pristup koji se zasniva na podacima. Odluke Upravnog vijeća o kamatnim stopama ovisit će o njegovoj ocjeni inflacijskih izgleda i povezanih rizika, i to na temelju novih gospodarskih i financijskih podataka, te 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

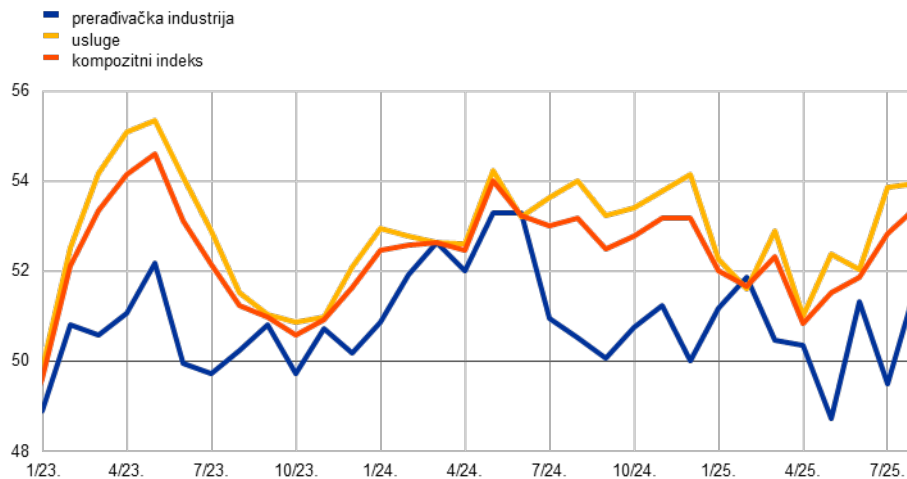
Očekuje se da će globalna gospodarska aktivnost u kratkoročnom razdoblju i nadalje ostati stabilna, ali slaba, nakon rasta u prvoj polovini 2025. snažnijega od očekivanog, koji se vjerojatno neće nastaviti. Očekuje se da će se rast globalnog uvoza smanjiti s obzirom na to da se očekuje postupno slabljenje snažnog rasta predopskrbe zabilježenog ranije tijekom godine u očekivanju povećanja carina. Više carine u SAD-u i još uvijek povećana neizvjesnost mijenjaju globalne trgovinske tokove i stvaraju logističke rizike premda se čini da su pritisci na opskrbe lance zasad ograničeni. Čini se da se dezinflacija u nekim razvijenim gospodarstvima privremeno zaustavila, pri čemu temeljna inflacija cijena proizvoda iskazuje novi zamah, osobito u Sjedinjenim Američkim Državama. U tim okolnostima, u makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2025. predviđa se slabiji globalni rast u budućnosti. Unatoč tome, očekuje se da će usporavanje globalne aktivnosti biti manje snažno nego što je predviđeno u makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2025. zbog pozitivnih iznenađujućih vrijednosti podataka, dok bi fiskalna ekspanzija u Sjedinjenim Američkim Državama, smanjenje neizvjesnosti povezane s trgovinskom politikom i poboljšanje financijskih uvjeta trebali ublažiti učinak novih carina. Na globalnoj razini, očekuje se da će tijekom projekcijskog razdoblja doći do smanjenja ukupne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena (IPC), neovisno o predviđenom jačanju ukupne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena u Sjedinjenim Američkim Državama u 2026. zbog carina, fiskalne ekspanzije i deprecijacije američkog dolara.

Očekuje se da globalan rast (bez europodručja) tijekom kratkoročnog razdoblja i nadalje ostane na niskim razinama, ali stabilan. Globalni BDP povećao se po tromjesečnoj stopi od 0,9% u drugom tromjesečju, nakon povećanja od 0,7% u prva tri mjeseca. Iznenađujuće snažna aktivnost u velikim gospodarstvima, kao što su Sjedinjene Američke Države i Kina, odražavala je velike oscilacije neto izvoza i zaliha, a ne temeljnu snagu globalnoga gospodarstva. Očekuje se da će te nepravilnosti povezane s predopskrbom – uzrokovane oprezom poduzeća i potrošača prije uvođenja carina – postupno nestajati, pri čemu nije vjerojatno da će se njihov privremeni doprinos aktivnosti nastaviti u drugoj polovini godine. Najnoviji podatci podupiru tu procjenu, pri čemu najnoviji model za brzu procjenu stručnjaka ESB-a upućuje na slabiji realni rast BDP-a u trećem tromjesečju. Globalni kompozitni indeks PMI za proizvodnju poboljšao se u kolovozu, potpomognut oporavkom sektora prerađivačke industrije u pozitivan teritorij od 51,6, dok je proizvodnja usluga ostala uglavnom stabilna na 54,0 (Grafikon 1.).

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 kolovoz 2025.

Izgledi za globalni rast trebali bi oslabjeti, premda manje nego što je predviđeno u makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2025. Očekuje se da će se globalni rast usporiti tijekom projekcijskog razdoblja, lagano se smanjujući ispod razine svojega prosjeka prije izbijanja pandemije (3,6 %), kako carine i neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama budu nepovoljno utjecale na potrošnju i narušavale izgleda za ulaganja. Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2025. predviđa se rast globalnog BDP-a od 3,3 % u 2025. (što je smanjenje s 3,6 % u 2024.), pri čemu će se rast dodatno smanjiti na 3,1 % u 2026. prije nego što se blago poveća na 3,3 % u 2027.¹ Iako je rast realnog BDP-a bio iznenađujuće snažan u drugom tromjesečju 2025. u velikim gospodarstvima (uključujući Sjedinjene Američke Države, Kinu i Ujedinjenu Kraljevinu), nedavni gospodarski podatci upućuju na usporavanje aktivnosti u drugoj polovini godine, osobito u okolnostima slabljenja potražnje za radnom snagom u Sjedinjenim Američkim Državama i smanjenja maloprodaje i ulaganja u Kini. Rizici povezani s izgledima za globalni rast usmjereni su negativno, s obzirom na to da bi ponovno pooštavanje trgovinskog rata moglo oslabiti aktivnost. Osim toga, zabrinutosti glede fiskalne održivosti u razvijenim gospodarstvima mogle bi uzrokovati znatno povećanje financijske kolebljivosti na financijskim tržištima i prelijevanje negativnih učinaka na globalnoj razini. S pozitivne strane, uspješni trgovinski pregovori – osobito između Sjedinjenih Američkih Država i Kine – mogli bi spriječiti veliku eskalaciju carina te pomoći smanjiti neizvjesnosti povezane s politikama na globalnoj razini.

Unatoč zabilježenoj otpornosti u prvoj polovini 2025., očekuje se slabljenje dinamike globalne trgovine u okolnostima viših carina i trajne neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama. Globalna trgovina usporila se u drugom tromjesečju i očekuje se njezino daljnje slabljenje, čime će neutralizirati snažan rast

¹ Za više pojedinosti vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europa područje, rujna 2025.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 11. rujna 2025.

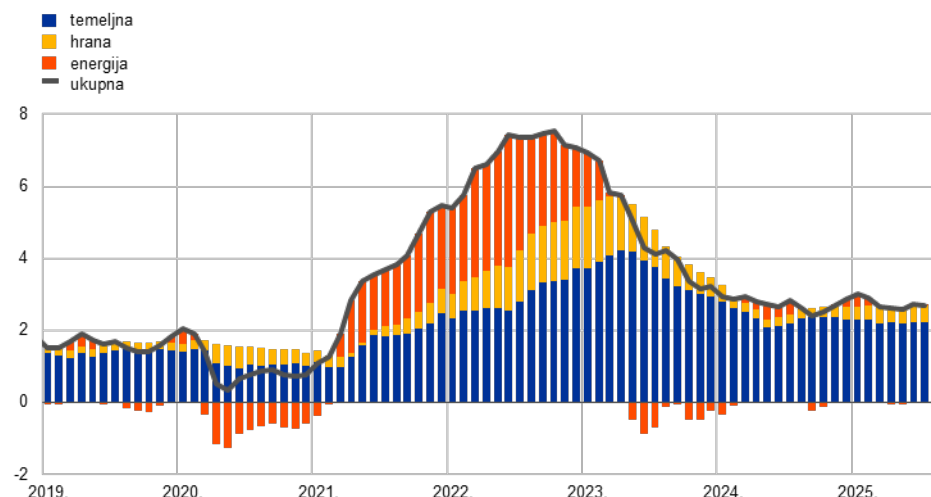
zabilježen u prvom tromjesečju. ESB-ov alat za praćenje trgovine, koji se zasniva na novim visokofrekventnim pokazateljima, upućuje na smanjenu dinamiku trgovine u trećem tromjesečju, pri čemu zamah ostaje negativan u srpnju i kolovožu. Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2025. očekuje se da će se rast globalnog uvoza znatno smanjiti s 4,2 % u 2024. na 2,8 % u 2025. i potom na 1,5 % u 2026. prije nego što se oporavi na 3,1 % u 2027. Predviđeno naglo usporavanje u budućnosti odražava postupno smanjivanje prethodne predopskrbe te učinke carina i povećane neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama, koji nepovoljno utječu na ulaganja i dovode do strukture globalne potražnje koja se u manjoj mjeri zasniva na trgovini. Očekuje se određeni oporavak globalne trgovine u 2027., iako sporije od rasta globalnoga realnog BDP-a, zbog očekivanoga ponovnog povećanja uvoza SAD-a nakon smanjenja u 2026. U usporedbi s makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2025., rast globalnog uvoza revidiran je naniže, uglavnom zahvaljujući nedavno uvedenim carinama čemu dodatno pridonosi nova procjena naniže rasta intenziteta uvoza u Kini. Naposljetku, iako carine mogu predstavljati logistički izazov, sveobuhvatni globalni pritisci na opskrbne lance trenutačno su obuzdani. Određene naznake napetosti vidljive su u sektorima kao što su proizvodnja aluminijskih proizvoda, čelika i tekstila, ali su i nadalje prigušenije od poremećaja zabilježenih u razdoblju poslije pandemije.

Ukupna inflacija u državama članicama Organizacije za gospodarsku suradnju i razvoj (OECD) ostala je iznad 2 %, a temeljna inflacija blago se povećala u lipnju. Ako se isključi Turska, godišnja razina inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena u državama članicama OECD-a ostala je nepromijenjena na razini od 2,7 % u srpnju (Grafikon 2). I dok su inflacija cijena energije i inflacija cijena hrane oslabjele u srpnju (za 0,6 postotnih bodova u odnosu na lipanj na 0,2 % kad je riječ o energiji, i za 0,1 postotni bod na 3,4 % kad je riječ o hrani), temeljna inflacija blago se povećala na 3,1 %, s 3,0 % u svibnju i lipnju. U nadolazećem razdoblju, ankete zasnovane na indeksu PMI i ulazne i izlazne cijene upućuju na blagi porast tijekom kratkoročnog razdoblja u razvijenim gospodarstvima, uglavnom potaknut kretanjima u Sjedinjenim Američkim Državama.

Grafikon 2.

Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena na području OECD-a

(godišnje promjene u postotcima, 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 srpanj 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 unatoč inflacijskim pritiscima u Sjedinjenim Američkim Državama. U usporedbi s makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2025., inflacija za 2025. revidirana je blago naniže u velikim gospodarstvima, kao što su Sjedinjene Američke Države, Kina i Indija, zbog ostvarenja koja su bila slabija od očekivanih u drugom tromjesečju. Nasuprot tome, projekcije inflacije u široj grupi razvijenih gospodarstava i tržišta u nastajanju revidirane su naviše za 2026., zbog projekcija da će više carine i fiskalna ekspanzija ojačati inflacijske pritiske u Sjedinjenim Američkim Državama. To djelomično odražava i odgođeni prijenos carina, s obzirom na to da su carine ponajprije utjecale na robu koja se nalazi na početku opskrbnog lanca, a predopskrba je omogućila poduzećima da stvore zalihe robe koja podliježe carinama. Na globalnoj razini, revizija naviše ukupne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena u SAD-u 2026. djelomično je neutralizirana revizijom naniže u zemljama s tržištima u nastajanju, što prije svega odražava zamah inflacije u Kini i Indiji koji je bio manje snažan od očekivanog. Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2025. predviđa se da će se globalni kompozitni indeks ukupne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena u razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju smanjiti s 4,0 % u 2024. na 3,2 % u 2025., a potom dodatno na 2,9 % u 2026. i 2,5 % u 2027.²

Cijene nafte porasle su zbog geopolitičke napetosti na Bliskom istoku, dok su se cijene plina smanjile nakon mirovnih pregovora između Rusije i Ukrajine.

Cijene nafte povećale su se za 1,4 % tijekom promatranog razdoblja (od 5. lipnja do

² Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a ukupne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena uključuju širu skupinu zemalja, posebice velike zemlje s tržištima u nastajanju (npr. Kinu, Indiju, Brazil i Rusiju) koje nisu obuhvaćene inflacijom mjereno indeksom potrošačkih cijena na području OECD-a.

10. rujna), kao posljedica naglog porasta nakon izraelskoga i američkoga vojnog napada na Iran sredinom lipnja. To početno povećanje ponovno se smirilo kad se smanjio rizik od daljnje eskalacije. Dodatni pritisak na smanjenje proizšao je iz dvije uzastopne odluke skupine zemalja OPEC+ da povećaju proizvodnju, čime je završeno smanjenje proizvodnje od 2,2 milijuna barela nafte dnevno započeto u studenom 2023. po stopi koja je iznenadila tržišta. Europske cijene plina u početku su se našle pod pritiskom izdašne opskrbe ukapljenim prirodnim plinom i smanjene domaće potražnje, čime je popunjenost skladišta plina ostala na dobrom putu da budu ostvarene primjerene razine popunjenosti prije sljedeće zime. Cijene su se nastavile smanjivati nakon nastavka mirovnih pregovora između Rusije i Ukrajine te su pale na najnižu razinu u više od godinu dana, smanjivši se za 14,6 % tijekom promatranog razdoblja. Cijene metala porasle su za 1 %, čemu je najviše pridonio bakar jer su tržišta očekivala uvođenje američkih carina na taj metal. Međutim, početno povećanje kasnije se djelomično promijenilo nakon što su Sjedinjene Američke Države neočekivano isključile rafinirani bakar iz mjera i ograničile carine na polugotove proizvode. Cijene hrane smanjile su se za 7,7 % uglavnom kao posljedica pada cijene kakaa čija su kretanja tijekom razdoblja bila kolebljiva zbog čimbenika povezanih s vremenskim prilikama.

U Sjedinjenim Američkim Državama temeljne komponente BDP-a (osobna potrošnja i ulaganje) usporile su se u prvoj polovini 2025., dok je inflacija porasla zbog carina. Rast realnog BDP-a ponovno se povećao na 0,7 % na tromjesečnoj razini u drugom tromjesečju (nakon smanjenja BDP-a od 0,1 % u prvom tromjesečju), pod utjecajem snažnog doprinosa neto trgovine i smanjenja zaliha koji su uvelike neutralizirali prethodnu dinamiku trgovine povezanu s carinama. No kada je riječ o stvarnoj konačnoj prodaji privatnim domaćim kupcima (isključujući državnu potrošnju, neto trgovinu i zalihe), ona se u drugom tromjesečju nastavila smanjivati. Očekuje se da će se aktivnost smanjiti u drugoj polovini godine kako cijene, niska razina pouzdanja i usporavanje rasta realnoga raspoloživog dohotka budu nepovoljno utjecali na potrošnju i ulaganja. To je u skladu sa znakovima slabljenja potražnje za radnom snagom s obzirom na to da su plaće izvan poljoprivrednog sektora bile niže od očekivanih u srpnju i kolovožu, uz znatne revizije naniže i za prethodne mjesece. S nominalne strane, ukupna PCE (engl. *personal consumption expenditures*) inflacija ostala je nepromijenjena i iznosila je 2,6 % u srpnju, dok je temeljna PCE inflacija porasla na 2,8 % (za 0,1 postotni bod u odnosu na prethodni mjesec) s obzirom na znakove da su se carine počele prenositi na temeljne cijene proizvoda, osobito u kategorijama usko povezanim s uvozom koji podliježe carinama (npr. oprema za kućanstvo, proizvodi za rekreaciju). Iako trenutačno proizvođači i trgovci na malo iz SAD-a apsorbiraju većinu povećanja carina – pri čemu visoka dobit poduzeća i preventivno povećavanje zaliha djeluju kao privremena zaštita – s vremenom se očekuje prijenos viših carina na potrošačke cijene. U tim uvjetima, i uz inflacijske pritiske prouzročene američkom fiskalnom ekspanzijom i deprecijacijom američkog dolara, prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2025. predviđa se porast ukupne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena na 3,3 % u 2026, što je znatno više od 2,8 % u 2025. U svom govoru od 22. kolovoza na simpoziju održanom u dolini Jackson Hole u Wyomingu, predsjednik Federalnih rezervi Jerome Powell potvrdio je da se

„negativni rizici za zaposlenost povećavaju” te naglasio da je moguće da će za ravnotežu rizika biti potrebna prilagodba politike.

U Kini je rast izvoza nastavio biti otporan, a domaća potražnja dodatno se smanjila. Gospodarstvo je ostalo uglavnom snažno u prvoj polovini 2025. u uvjetima rasta izvoza. Međutim, zamah je usporen u trećem tromjesečju kad su srpanjski podatci o maloprodaji, industrijskoj proizvodnji i ulaganjima u dugotrajnu imovinu bili manji od očekivanih. Kad se isključe sektori koje imaju potporu politika, domaća potražnja i nadalje je slaba s trajno slabim tržištem stambenih nekretnina i smanjenom osobnom potrošnjom osim kad je riječ o subvencioniranim proizvodima. Izvoz je, međutim, nastavio ostvarivati dobre rezultate u srpnju i očekuje se da će se njegova otpornost nastaviti u kratkoročnom razdoblju zahvaljujući produljenju kinesko-američkog zamrzavanja carina do studenoga. Inflacijski pritisci ostali su potisnuti u srpnju, bez promjena potrošačkih cijena s 0,0 % na godišnjoj razini (što je smanjenje od 0,1 postotnih bodova u odnosu na prethodni mjesec) i izrazito negativnim proizvođačkim cijenama koje bilježe –3,6 % na godišnjoj razini (bez promjene u odnosu na prethodni mjesec). Kao posljedica, nadležna su tijela intenzivirala takozvanu kampanju protiv involucije (engl. *anti-involution campaign*) radi ograničavanja predatorskoga cjenovnog natjecanja i viška kapaciteta, osobito u zelenim sektorima, kao što su proizvodnja solarnih panela, baterija i električnih vozila. Međutim, i nadalje je nejasno hoće li te inicijative biti dostatne da u budućnosti znatno ublaže deflacijske pritiske.

U Ujedinjenoj Kraljevini rast realnog BDP-a smanjio se u drugom tromjesečju, a inflacija je nastavila rasti. Tromjesečni rast proizvodnje povećao se za 0,3% u drugom tromjesečju i bio je iznenađujuće snažan, ali se usporio u odnosu na prvo tromjesečje kad je aktivnost snažno podupirala potražnja za predopskrbom prije uvođenja carina i poreznih mjera. Što se tiče sljedećeg razdoblja, očekuje se da će aktivnost u kratkoročnom razdoblju i nadalje ostati smanjena u uvjetima globalnih nepovoljnih utjecaja i neizvjesnosti povezane s jesenskim proračunom, pri čemu će očekivana povećanja poreza nepovoljno utjecati na pouzdanje. Godišnja stopa ukupne inflacije dodatno se povećala na 3,8 % u srpnju (za 0,2 postotna boda u odnosu na prethodni mjesec), potaknuta postojanom inflacijom cijena usluga, pri čemu je najveći doprinos dao prijevoz – osobito kolebljive cijene avionskih karata. Očekuje se da će inflacija dosegnuti vrhunac u trećem tromjesečju zbog promjena reguliranih cijena energije i potom postupno slabjeti prema ciljnoj razini. U tim uvjetima, središnja banka Bank of England snizila je svoju stopu za 25 baznih bodova na 4 % u kolovožu.

2. Gospodarska aktivnost

Carine i s njima povezana neizvjesnost u prvoj su polovini 2025. pridonijeli snažnim fluktuacijama gospodarske aktivnosti, pri čemu se aktivnost ubrzala, osobito u Irskoj. Rast se realnog BDP-a nakon snažnog rezultata od 0,6 % u prvom tromjesečju počeo usporavati u drugom tromjesečju, pri čemu je na tromjesečnoj osnovi porastao za 0,1 %. Zaposlenost se u drugom tromjesečju povećala za 0,1 %, po istoj stopi kao i BDP. Sa sektorskog stajališta uslužni sektor pružio je najznatniji doprinos rastu u drugom tromjesečju sličnom dinamikom rasta kao u prvom tromjesečju. S druge strane, rast industrije usporio se u odnosu na prvo tromjesečje zbog slabljenja učinaka predopskrbe, viših carina i nastavka povećane neizvjesnosti povezane s geopolitičkim okolnostima i trgovinskim politikama. Anketni podatci upućuju na donekle različite zaključke, no općenito upućuju na to da se skroman rast aktivnosti nastavio u trećem tromjesečju 2025. Iako se neizvjesnost smanjila nakon trgovinskog sporazuma između SAD-a i EU-a, i nadalje je povećana u odnosu na povijesne standarde, što u kombinaciji s povećanjem carina, aprecijacijom eura i sve većom globalnom konkurencijom nepovoljno utječe na kratkoročne izgleda, osobito za sektor prerađivačke industrije. Istodobno se očekuje da će rast usluga ostati glavni pokretač rasta s obzirom na to da potrošači i nadalje usmjeravaju potrošnju na usluge. Tržište rada u proteklom je mjesecima oslabjelo, ali je i nadalje snažno. Što se tiče sljedećeg razdoblja, povećana osobna potrošnja, osobito uz smanjeno odvajanje prihoda u svrhu štednje, i novi državni rashodi za infrastrukturu i obranu trebali bi ojačati domaću potražnju u europodručju. Osim toga, manje restriktivni uvjeti financiranja koji uglavnom odražavaju nedavne odluke o monetarnoj politici također podupiru postupni oporavak.

Takve izgleda potvrđuju osnovni scenariji [makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2025.](#), u kojima se predviđa da će godišnji rast realnog BDP-a iznositi 1,2 % u 2025., 1,0 % u 2026. i 1,3 % u 2027. U usporedbi s makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2025. izgledi za rast BDP-a revidirani su naviše za 2025. za 0,3 postotna boda zbog najnovijih podataka koji su bolji od očekivanih i učinka prijenosa iz revizija povijesnih podataka. Usto, rast BDP-a za 2026. blago je revidiran naniže, za 0,1 postotni bod, zbog aprecijacije tečaja eura i slabije inozemne potražnje, dok su izgledi za 2027. ostali nepromijenjeni.

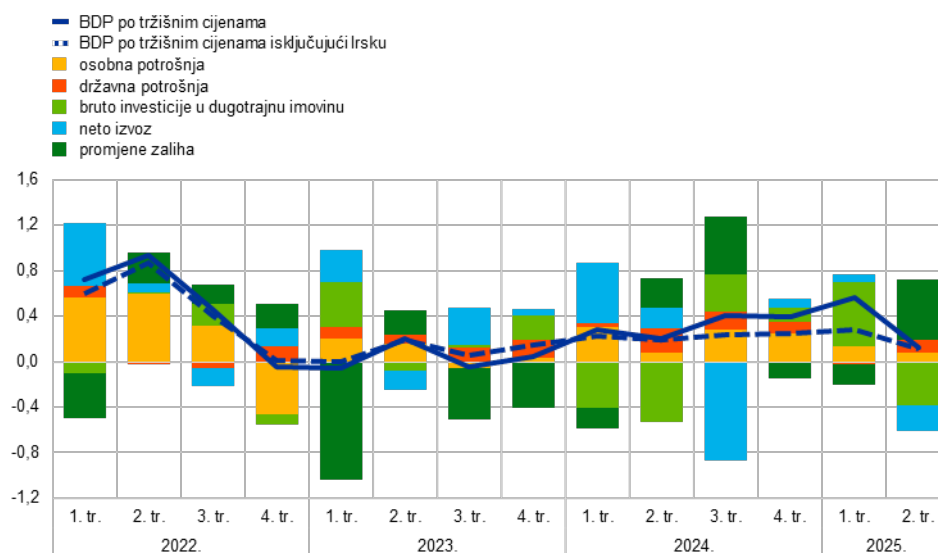
Rast realnog BDP-a usporio se u drugom tromjesečju 2025. u okružju trajne neizvjesnosti povezane s geopolitičkim okolnostima i trgovinskim politikama (Grafikon 3.). Nakon snažnih rezultata u prvom tromjesečju koji se djelomično mogu pripisati ubrzanom izvozu poduzeća prije očekivanog povećanja carina BDP se u drugom tromjesečju usporio kao posljedica slabljenja spomenutih učinaka, pri čemu je porastao za 0,1 % na tromjesečnoj razini (vidi [Okvir 3.](#) za više informacija o tome kako su predopskrba i neizvjesnost oblikovali nedavna kretanja). Unatoč povećanoj kolebljivosti u protekla dva tromjesečja (uvelike povezanoj s utjecajem podataka iz Irske) najnoviji rezultati upućuju na sedmo tromjesečje pozitivnog rasta u europodručju zaredom. Skroman rast realnog BDP-a europodručja u drugom tromjesečju poduprle su osobna i javna potrošnja i promjene zaliha. Istodobno je došlo do smanjenja izvoza i ulaganja, pri čemu su se ulaganja smanjila zbog

relativno velikog pada ulaganja izvan građevinarstva potaknutoga kretanjima vezanima uz irske proizvode intelektualnog vlasništva. Budući da je zabilježena nulta stopa rasta uvoza, neto trgovinski doprinos rastu u drugom je tromjesečju bio negativan. Sa sektorskog stajališta uslužni sektor dao je najveći doprinos rastu sličnom dinamikom rasta kao u prvom tromjesečju. S druge strane, rast industrije usporio se u odnosu na prvo tromjesečje kao posljedica slabljenja učinaka predopskrbe i povećanja carina. Usto se smanjila i dodana vrijednost u građevinarstvu, čime je znatno neutraliziran snažan rast zabilježen u prvom tromjesečju.

Grafikon 3.

Realni BDP europa područja i njegove komponente

(tromjesečne promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2025.

Anketni podatci upućuju na donekle različite zaključke, no općenito upućuju na to da se skroman rast aktivnosti nastavio u trećem tromjesečju 2025.

Još uvijek povišena razina neizvjesnosti, više carine i aprecijacija eura nepovoljno djeluju na kratkoročne izgleda. Kompozitni indeks PMI za proizvodnju prosječno se povećao na 51,0 u srpnju i kolovozu (u usporedbi s 50,4 u drugom tromjesečju), što upućuje na blagi rast po približno jednakoj stopi kao i u drugom tromjesečju. Iako se procjenjuje da se rast uslužnog sektora usporio, očekuje se da će usluge i nadalje biti pokretač rasta, što uvelike odražava njihovu veličinu u odnosu na industrijski sektor. Istodobno se u kratkoročnom razdoblju očekuje prigušenija aktivnost sektora prerađivačke industrije nakon dinamičnijeg početka godine potaknutog ubrzanom izvozom prije povećanja carina, iako najnovije vrijednosti upućuju na određeno poboljšanje (Grafikon 4.). Indeks PMI za nove narudžbe upućuje na slična kretanja uz općenito sporu dinamiku. Međutim, taj pokazatelj, koji je više okrenut budućnosti, upućuje na to da će poboljšanje u četvrtom tromjesečju ove godine biti donekle prigušenije.

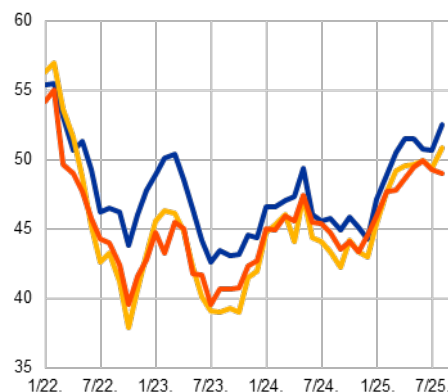
Grafikon 4.

Pokazatelji mjereni indeksom PMI po sektorima gospodarstva

a) prerađivačka industrija

(indeksi rasprostranjenosti)

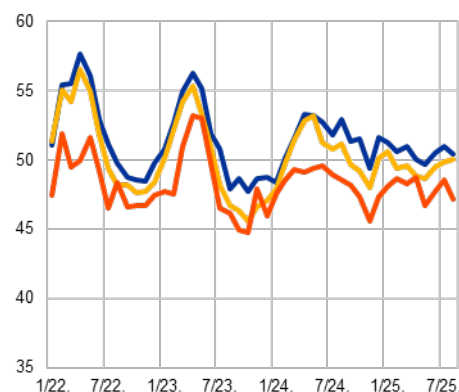
— proizvodnja
— nove narudžbe
— nove izvozne narudžbe



b) usluge

(indeksi rasprostranjenosti)

— poslovna aktivnost
— novi poslovi
— nove izvozne narudžbe



Izvor: S&P Global Market Intelligence

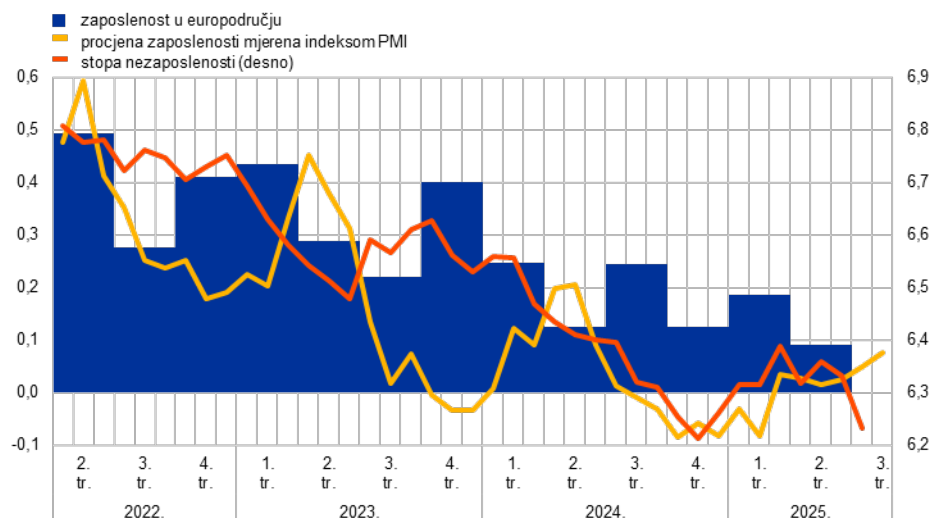
Napomena: Posljednji podatci odnose se na kolovoz 2025.

Zaposlenost se u drugom tromjesečju 2025. povećala za 0,1 %. Nakon rasta od 0,2 % u prvom tromjesečju 2025., rast zaposlenosti u drugom se tromjesečju usporio na 0,1 % (Grafikon 5.). Navedeni rast prikriva neujednačena kretanja u europodručju. Među najvećim gospodarstvima europodručja glavni je pokretač rasta zaposlenosti bila Španjolska, dok je zaposlenost u Njemačkoj, Francuskoj i Italiji uglavnom ostala ista ili je čak zabilježila blago negativne rezultate. U srpnju je stopa nezaposlenosti u europodručju pala na 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 drugom tromjesečju pala na 2,3 %, što je razina jednaka onoj zabilježenoj u četvrtom tromjesečju 2019.

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 drugo tromjesečje 2025. za zaposlenost u europodručju, na kolovoz 2025. za procjenu zaposlenosti mjerenu indeksom PMI i na srpanj 2025. za stopu nezaposlenosti.

Kratkoročni pokazatelji tržišta rada upućuju na skroman rast zaposlenosti u trećem tromjesečju.

Mjesečni pokazatelj zaposlenosti mjerjen kompozitnim indeksom PMI povećao se s 50,5 u srpnju na 50,8 u kolovozu, što upućuje na blagi rast zaposlenosti u trećem tromjesečju. Pokazatelj zaposlenosti mjerjen indeksom PMI za usluge povećao se s 50,9 u srpnju na 51,2 u kolovozu, a pokazatelji zaposlenosti mjereni indeksom PMI za prerađivačku industriju blago su se smanjili, s 49,5 na 49,4.

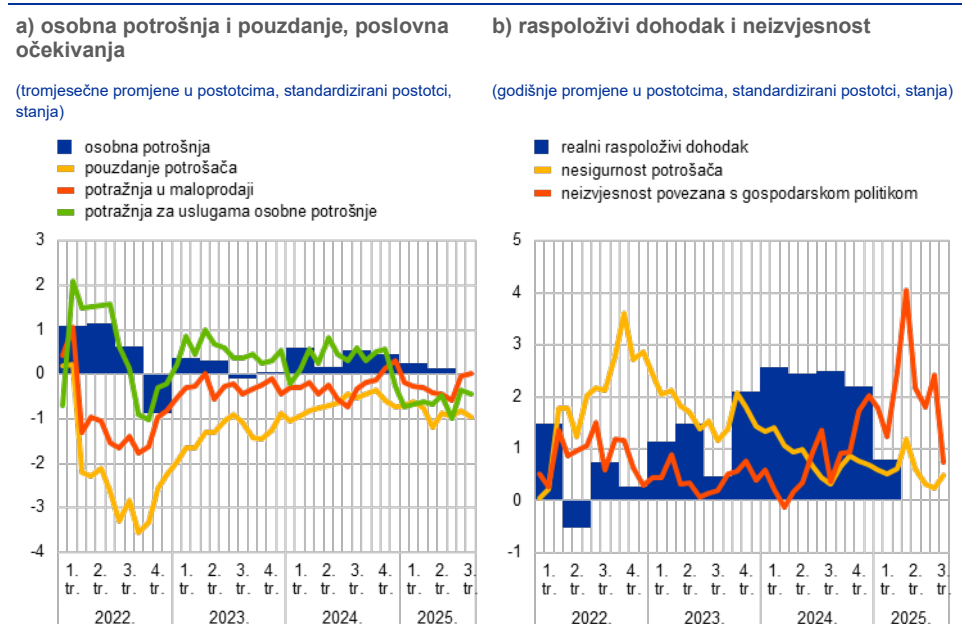
Rast osobne potrošnje usporio se u drugom tromjesečju 2025., pri čemu anketni podatci upućuju na određeno poboljšanje zamaha potrošnje u trećem tromjesečju.

Osobna potrošnja tromjesečno je porasla za 0,1 % u drugom tromjesečju 2025. (Grafikon 6., panel a)) nakon povećanja od 0,3 % u prvom tromjesečju ove godine. Potrošnja kućanstava na usluge nastavila je rasti, no potrošnja robe stagnirala je zbog pada potrošnje netrajnih proizvoda za široku potrošnju. Najnoviji podatci upućuju na oporavak zamaha rasta potrošnje kućanstava u kratkoročnom razdoblju, pri čemu su i nadalje prisutne razlike u trendovima među sektorima. Iako je pokazatelj pouzdanja potrošača Europske komisije i nadalje prigušen nakon smanjenja u kolovozu, njegova je prosječna razina u srpnju i kolovozu bila veća nego u drugom tromjesečju. Maloprodaja se smanjila u srpnju. Ipak, pokazatelji Europske komisije koji se odnose na poslovna očekivanja glede potražnje u maloprodaji i potražnje za uslugama ponderiranim prema potrošnji znatno su se poboljšali od drugog tromjesečja (Grafikon 6., panel a)) zahvaljujući oporavku aktivnosti u sektoru usluga potrošačima (vidi Okvir 3.). U skladu s poboljšanjem očekivanja potrošača u vezi s velikim kupnjama u sljedećih 12 mjeseci zabilježenima u srpnju i kolovozu, najnovija ESB-ova anketa o očekivanjima

potrošača također upućuje na to da su očekivanja povezana s kupovinom paket-aranžmana i nadalje snažna. Što se tiče sljedećeg razdoblja, na rast potrošnje i nadalje bi trebalo povoljno utjecati ranije povećanje kupovne moći u uvjetima povoljnijih uvjeta financiranja i znatnog smanjenja neizvjesnosti kućanstava oko vlastite financijske situacije koja je krajem 2022. dosegla vrhunac (Grafikon 6., panel b)). Ipak, unatoč poboljšanju zabilježenom u kolovozu, izgledno je da će i nadalje povećana razina općenite neizvjesnosti vezane uz gospodarsku politiku u odnosu na globalna kretanja, osobito nedavne trgovinske napetosti, nastaviti nepovoljno utjecati na rast potrošnje, pri čemu će kućanstva prilagođavati svoje potrošačke navike smanjenjem ukupnih rashoda ili zamjenom američkih proizvoda drugim proizvodima (vidi [Okvir 2.](#)).

Grafikon 6.

Potrošnja i pouzdanje kućanstava, poslovna očekivanja, raspoloživi dohodak i neizvjesnost



Izvori: Eurostat, Europska komisija i izračun ESB-a

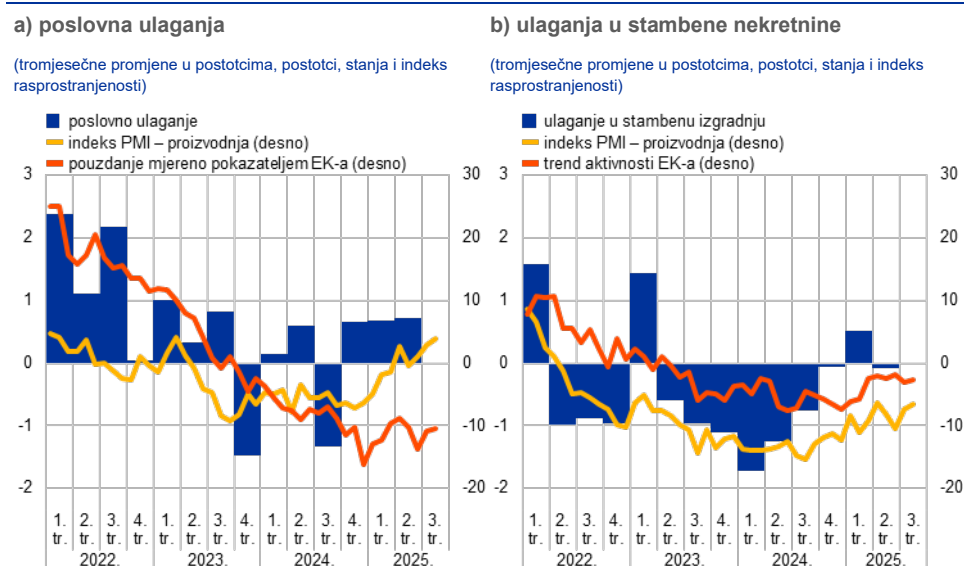
Napomene: Poslovna očekivanja vezana uz potrošnju u maloprodaji (isključujući motorna vozila) i potražnju za uslugama ponderiranim prema potrošnji odnose se na sljedeća tri mjeseca. „Potražnja za uslugama osobne potrošnje” zasniva se na očekivanim sektorskim pokazateljima potražnje u sklopu ankete poduzeća vezane uz usluge koju provodi Europska komisija, ponderiranim prema sektorskim udjelima u domaćoj osobnoj potrošnji u skladu s tablicama inputa-outputa za 2022. iz baze podataka FIGARO. Serija podataka koji se odnose na potražnju za uslugama osobne potrošnje standardizirana je za razdoblje od 2005. do 2019., nesigurnost potrošača i neizvjesnost povezana s gospodarskom politikom standardizirane su za razdoblje od travnja 2019. do kolovoza 2025. u odnosu na njihove prosjeke za 2019. zbog raspoloživosti podataka. Sve su druge serije standardizirane za razdoblje od 1999. do 2019. Pokazatelj neizvjesnosti povezan s gospodarskom politikom jest prosjek standardiziranih serija podataka za Njemačku, Francusku, Italiju i Španjolsku ponderiran BDP-om. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2025. za osobnu potrošnju, prvo tromjesečje 2025. za realni raspoloživi dohodak i kolovoz 2025. za sve ostale stavke.

Poslovno ulaganje snažno je poraslo u drugom tromjesečju 2025., no očekuje se da će se u drugoj polovini godine usporiti. Očekuje se da će ulaganja izvan građevinarstva (osim irske nematerijalne imovine) u nadolazećim tromjesečjima biti prigušena nakon tromjesečnog rasta od 0,7 % zabilježenog i u prvom i u drugom tromjesečju. Ankete o kapitalnim dobrima dostupne za razdoblje do kolovoza upućuju na donekle različite zaključke, pri čemu se indeks PMI za proizvodnju kreće iznad 50, a indeks raspoloženja Europske komisije upućuje na slabu aktivnost. Domaća potražnja podupire ulaganja, ali ostali pokretači ulaganja potvrđuju

kratkoročnu slabost. Primjerice, neizvjesnost je i nadalje povećana unatoč određenom smanjenju nakon postizanja trgovinskog sporazuma između SAD-a i EU-a krajem srpnja i blagog rasta bruto operativnog viška u sektoru nefinancijskih društava u prvom tromjesečju koji je uslijedio nakon negativnih stopa zabilježenih prošle godine. Uz povećanje carina i pozivi o zaradi otkrivaju mogući nepovoljan utjecaj aprecijacije eura na dobit poduzeća. Spomenuti bi činitelji mogli smanjiti ulaganja ovisno o načinu na koji se poduzeća štite od valutnog rizika, diversificiraju aktivnost i prilagođavaju svoje marže. U tom kontekstu, stečajevi u europodručju dodatno su porasli u drugom tromjesečju 2025. i dosegli razinu koja je za oko 25 % viša od razine zabilježene 2019., što odražava potrebu tržišta za prilagodbom u razdoblju obilježenom strukturnim promjenama do kojih je dovelo znatno povećanje broja registracija poduzeća u odnosu na pretpandemijsko razdoblje i slabijim gospodarskim uvjetima. Gledano dugoročnije, očekuje se da će veća potražnja i prelijevanja iz povećanih rashoda za obranu potaknuti ulaganja.

Grafikon 7.

Dinamika realnih ulaganja i anketni podatci



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

Napomene: Linije označuju mjesečna kretanja, a stupci se odnose na tromjesečne podatke. Indeksi PMI izraženi su kao odstupanje od vrijednosti 50. Na panelu a) poslovno ulaganje mjeri se ulaganjima izvan građevinarstva isključujući nematerijalnu imovinu u Irskoj. Kratkoročni pokazatelji odnose se na sektor kapitalnih dobara. Na panelu b) linija pokazatelja Europske komisije o trendu aktivnosti odnosi se na ponderirani prosjek procjene sektora gradnje zgrada i specijalizirane građevinske djelatnosti glede trenda aktivnosti u odnosu na prethodna tri mjeseca. Linija proizvodnje mjerene indeksom PMI odnosi se na aktivnost stambene izgradnje. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2025. za ulaganje i kolovoz 2025. za sve ostale stavke.

Ulaganje u stambenu izgradnju blago se smanjilo u drugom tromjesečju 2025.

U drugom tromjesečju 2025. ulaganja u stambene nekretnine smanjila su se po tromjesečnoj stopi od 0,1%, nakon povećanja od 0,5% u prethodnom tromjesečju. Međutim, proizvodnja u sektorima gradnje zgrada i specijaliziranih građevinskih djelatnosti prosječno je porasla za 1,3 %, u odnosu na povećanje od 0,6 % u prvom tromjesečju. Što se tiče sljedećeg razdoblja, anketni pokazatelji aktivnosti upućuju na različite zaključke glede kratkoročnih izgleda za ulaganje u stambene nekretnine. Pokazatelj Europske komisije kojim se bilježi trend aktivnosti u sektorima gradnje zgrada i specijaliziranih građevinskih djelatnosti prosječno se blago smanjio u srpnju i kolovozu, a indeks PMI za gradnju stambenih nekretnina zamjetno se poboljšao

(Grafikon 7., panel b)). Iako su oba pokazatelja zadržala negativne vrijednosti, očekuje se umjeren oporavak ulaganja u stambene nekretnine u kratkoročnom razdoblju. Takva očekivanja podupire nastavak rasta broja izdanih građevinskih dozvola, koji se u travnju i svibnju prosječno povećao za 1,1 % u odnosu na prosjek prvog tromjesečja nakon povećanja u prethodna dva tromjesečja. Iako se dozvole i nadalje nalaze na relativno niskim razinama, kontinuirani uzlazni trend upućuje na jačanje potražnje za novim stambenim objektima, što će, prema očekivanjima, poduprijeti zamah ulaganja u stambene nekretnine.

Trend snažnog rast izvoza europodručja kao posljedica predopskrbe djelomično se preokrenuo u drugom tromjesečju 2025., a izvoz je tijekom ljeta vjerojatno bio prigušen. Izvoz dobara i usluga smanjio se za 0,5 % u drugom tromjesečju 2025. Na sličan način kao i povećanje zabilježeno u prvom tromjesečju, gotovo polovina pada izvoza robe bila je povezana s farmaceutskim proizvodima, uglavnom iz Irske. Anketni pokazatelji upućuju na prigušen izvoz tijekom ljeta. Iako je sporazum između SAD-a i EU-a donekle smanjio neizvjesnost povezanu s trgovinskim politikama nakon što je gornja granica carina na američki uvoz postavljena na 15 % za većinu izvoza robe iz EU-a, aprecijacija eura imat će nepovoljan utjecaj na budući izvoz. Kad je riječ o uvozu, obujam robe i usluga ostao je slab u drugom tromjesečju 2025. (+0,0 %), pri čemu je povećanje uvoza iz Sjedinjenih Američkih Država i Kine neutraliziralo slabiji uvoz iz ostatka svijeta.

U usporedbi s makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2025., izgledi za rast BDP-a u 2025. revidirani su naviše. Takva prognoza zasniva se na najnovijim podacima koji upućuju na ostvarenja bolja od očekivanih. Istodobno, izgledi za rast za 2026. blago su revidirani naniže zbog smanjenja konkurentnosti koje proizlazi iz aprecijacije eura i slabije inozemne potražnje. Očekuje se da će prosječni rast realnog BDP-a iznositi 1,2 % u 2025., 1,0 % u 2026. i 1,3 % u 2027. Carine i povezana neizvjesnost pridonijeli su fluktuacijama gospodarske aktivnosti u prvoj polovini godine i očekuje se da će u kratkoročnom razdoblju ograničiti rast. No, uz prilagodbu izvoznika novom sporazumu o trgovini između SAD-a i EU-a i smanjenje neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama izgledno je da će se rast oporaviti. U sljedećem razdoblju rast realnih plaća i zaposlenosti te novi državni rashodi za infrastrukturu i obranu trebali bi poduprijeti domaću potražnju u europodručju. Manje restriktivni uvjeti financiranja, koji su uglavnom posljedica nedavnih odluka o monetarnoj politici, te očekivani oporavak inozemne potražnje u kasnijoj fazi projekcijskog razdoblja također bi trebali poduprijeti gospodarsku aktivnost.

3. Cijene i troškovi

Ukupna inflacija u europodručju mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) i nadalje je blizu srednjoročnog cilja Upravnog vijeća od 2 %. Prema brzoj procjeni Eurostata blago je porasla s 2,0 % u srpnju na 2,1 % u kolovozu 2025.³ To je povećanje uglavnom potaknuto rastom inflacije cijena energije, koji je više nego neutralizirao pad inflacije cijena hrane. Inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane (HIPCX) ostala je nepromijenjena te odražava smanjenje inflacije cijena usluga i stabilnu inflaciju cijena industrijskih proizvoda bez energije (IPE). Mjere temeljne inflacije i nadalje su u skladu sa srednjoročnim ciljem ESB-a od 2 %. Rast plaća i nadalje se smanjuje, a godišnja stopa rasta naknade po zaposlenom smanjila se na 3,9 % u drugom tromjesečju 2025., u odnosu na 4,0 % u prethodnom tromjesečju i 4,8 % u drugom tromjesečju 2024. te 5,7 % u drugom tromjesečju 2023. Većina mjera dugoročnih inflacijskih očekivanja i nadalje je na razinama od oko 2 %, što podupire stabilizaciju inflacije na razinama oko ESB-ova cilja.

Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2025. sadržavaju sličnu sliku inflacije kao projekcije iz lipnja 2025. i u njima se predviđa da će ukupna inflacija u prosjeku iznositi 2,1 % u 2025., 1,7 % u 2026. i 1,9 % u 2027.⁴

Prema brzoj procjeni Eurostata inflacija mjerena HIPC-om za europodručje povećala se s 2,0 % u srpnju na 2,1 % u kolovozu 2025. (Grafikon 8.).⁵ To je povećanje posljedica rasta godišnje stope promjene cijena energije s –2,4 % u srpnju na –1,9 % u kolovozu, čemu su najviše pridonijeli pozitivni bazni učinci; drugim riječima, godišnja inflacija cijena energije povećala se, a cijene energije smanjivale su se na mjesečnoj razini. Iako detaljna raščlamba za kolovoz još nije dostupna, podatci iz srpnja upućuju na povećanje godišnjih stopa cijena električne energije i goriva za prijevoz premda su potonje ostale negativne, a cijene plina smanjile su se. Inflacija cijena hrane blago se smanjila s 3,3 % u srpnju na 3,2 % u kolovozu, potaknuta smanjenjem godišnje stope rasta kada je riječ o cijenama prerađenih prehrambenih proizvoda s 2,7 % na 2,6 %, što nije u potpunosti neutralizirano povećanjem inflacije cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda s 5,4 % na 5,5 %. Inflacija mjerena HIPCX-om ostala je nepromijenjena četvrti mjesec zaredom i iznosila je 2,3 % u kolovozu, potaknuta nepromijenjenom stopom inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije od 0,8 %, unatoč blagom padu inflacije cijena usluga s 3,2 % na 3,1 %. Inflacija cijena usluga posljednjih se mjeseci smanjuje. Prema raščlambi iz srpnja smanjenje inflacije cijena usluga ponajprije je bilo potaknuto padom inflacije cijena rekreacijskih usluga, osobito kada je riječ o smještaju, paket-aranžmanima i restoranskim uslugama.

³ Krajnji datum za podatke uključene u ovaj broj Ekonomskog biltena bio je 10. rujna 2025. Eurostat je 17. rujna 2025. potvrdio da je godišnja stopa inflacije mjerene HIPC-om u kolovozu iznosila 2,0 %, čime je brza procjena revidirana naniže za 0,1 postotni bod, odnosno s 2,1 %.

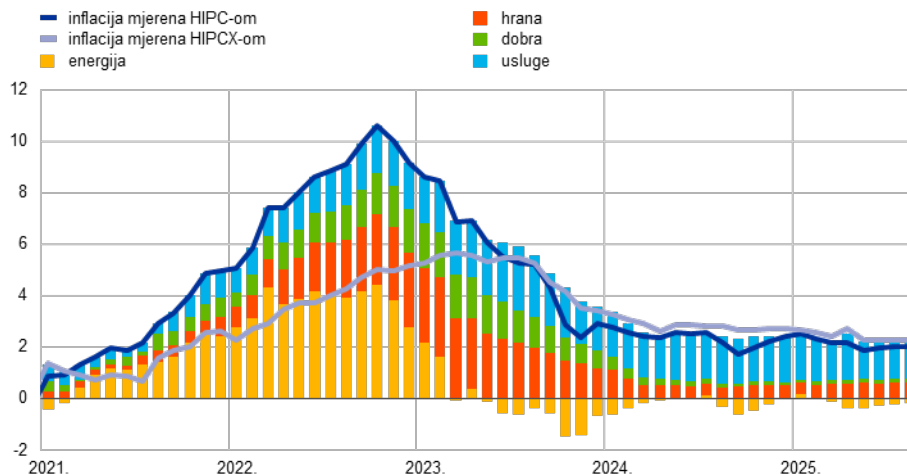
⁴ Vidi „[Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, rujan 2025.](#)“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 11. rujna 2025.

⁵ Za više informacija o reviziji stope inflacije mjerene HIPC-om za kolovoz, nakon objave potpunog skupa podataka o HIPC-u 17. rujna 2025., vidi bilješku 1.

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 kolovoz 2025. (brza procjena Eurostata).

Većina pokazatelja temeljne inflacije ostala je uglavnom nepromijenjena u srpnju i kolovozu 2025.

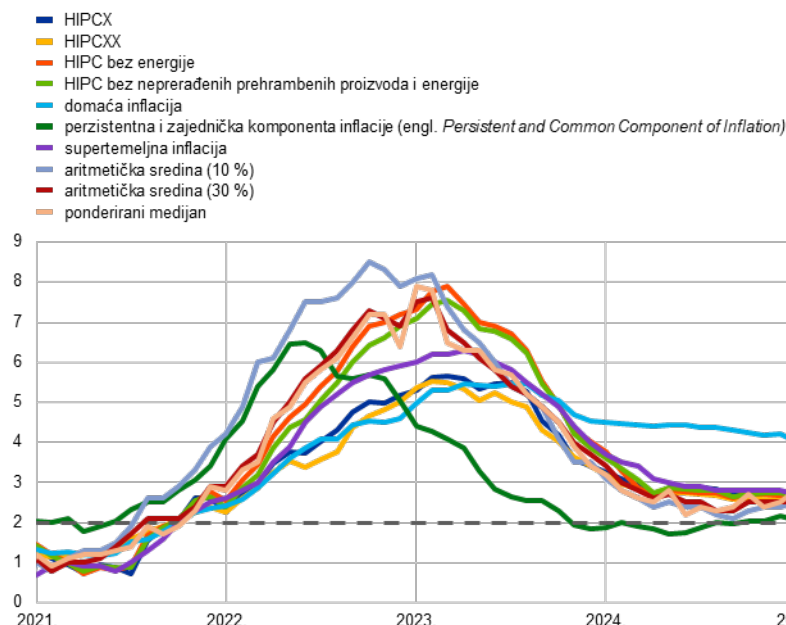
U srpnju je raspon mjera temeljne inflacije ostao relativno stabilan između 2,1 % i 2,6 %.⁶ Gotovo sve mjere zasnovane na izuzimanju, uključujući inflaciju mjerenu HIPCX-om bez stavki usluga povezanih s putovanjima, odjeće i obuće (HIPCXX) i aritmetičke sredine modificirane za 10 % odnosno 30 %, ostale su nepromijenjene u srpnju i iznosile 2,5 %, 2,1 % odnosno 2,3 %. Iznimke su bili pokazatelj ponderiranog medijana, koji se povećao s 2,3 % u lipnju na 2,6 % u srpnju, i domaća inflacija, koja se u istom razdoblju blago smanjila s 3,7 % na 3,6 %, što je u skladu s nedavnim usporavanjem inflacije cijena usluga. Kada je riječ o mjerama zasnovanim na modelu, perzistentna i zajednička komponenta inflacije (engl. *Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) blago se povećala, na 2,2 % u srpnju s 2,1 %, koliko je iznosila u lipnju, a pokazatelj supertemeljne (engl. *Supercore*) komponente inflacije (koji se sastoji od stavaka HIPC-a osjetljivih na poslovni ciklus) malo se smanjio na 2,5 % u srpnju, nakon što je četiri uzastopna mjeseca iznosio 2,6 %. Većina mjera zasnovanih na izuzimanju dostupnih za kolovoz ostala je uglavnom stabilna.

⁶ Srpanj 2025. posljednji je mjesec za koji su svi pokazatelji dostupni. Raspon ne uključuje domaću inflaciju.

Grafikon 9.

Pokazatelji temeljne inflacije

(godišnje promjene u postocima)



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

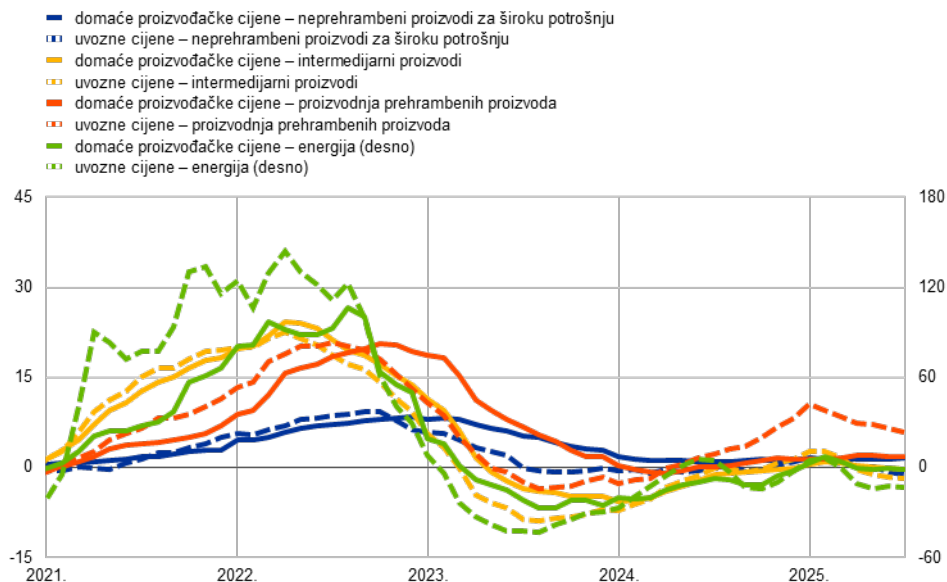
Većina mjera pritiska proizvođačkih troškova upućuje na nastavak postupnog popuštanja u početnim fazama cjenovnog lanca, pri čemu su uvjeti u kasnijim fazama i nadalje uglavnom nepromijenjeni (Grafikon 10.).

U ranim fazama cjenovnog lanca inflacija proizvođačkih cijena energije smanjila se s 0,0 % u lipnju na –1,2 % u srpnju 2025., znatno ispod najviše vrijednosti od 7,8 %, koliko je iznosila u veljači. Godišnja stopa rasta proizvođačkih cijena za domaću prodaju intermedijarnih proizvoda nastavila se smanjivati od veljače, a u srpnju se blago smanjila, na –0,3 % s –0,1 %, koliko je iznosila u lipnju. U kasnijim fazama cjenovnog lanca inflacija domaćih proizvođačkih cijena neprehrambenih proizvoda za široku potrošnju blago se povećala, s 1,5 % u lipnju na 1,6 % u srpnju, a proizvođačke cijene proizvodnje prehrambenih proizvoda ostale su nepromijenjene u srpnju i iznosile su 1,9 %. Inflacija uvoznih cijena proizvodnje prehrambenih proizvoda također se nastavila smanjivati u odnosu na najvišu razinu od 10,6 % u siječnju i u srpnju je iznosila 5,9 %, što je smanjenje u odnosu na 6,6 %, koliko je iznosila u lipnju. Kada je riječ o intermedijarnim proizvodima, godišnja stopa rasta uvoznih cijena ostala je negativna i smanjila se s –1,5 % u lipnju na –1,8 % u srpnju. Za energiju se bilježi slično kretanje, pri čemu se godišnja stopa rasta uvoznih cijena smanjila s –12,7 % na –13,1 % u istom razdoblju. Općenito, inflacija uvoznih cijena smanjila se znatno ispod najviših razina zabilježenih ranije ove godine, što upućuje na pad inflacijskih pritiska zbog popuštanja pritiska u stranim opskrbnim lancima i aprecijacije eura.

Grafikon 10.

Pokazatelji pritiska proizvođačkih troškova

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na srpanj 2025.

Domaći troškovni pritisci, mjereni porastom deflatora BDP-a, povećali su se na 2,5 % u drugom tromjesečju 2025. s 2,3 %, koliko su iznosili u prvom tromjesečju (Grafikon 11.). Povećanje godišnje stope rasta deflatora BDP-a odražava veći doprinos jedinične dobiti, koji je nadmašio manji doprinos jediničnih troškova rada i jediničnih neto poreza. Blago smanjenje jediničnih troškova rada odražava smanjivanje rasta naknade po zaposlenom, pri čemu se njezina godišnja stopa rasta smanjila na 3,9 % u drugom tromjesečju 2025. s 4,0 %, koliko je iznosila u prethodnom tromjesečju. Istodobno, to smanjenje upućuje na pad godišnje stope rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće (na -0,3 % u drugom tromjesečju 2025., što je smanjenje u odnosu na 1,2 % u prethodnom tromjesečju), što je djelomično neutralizirano povećanjem stope rasta dogovorenih plaća (na 4,0 %, što je povećanje u odnosu na 2,5 % u istom razdoblju). To povećanje odražava nisku stopu rasta dogovorenih plaća u prvom tromjesečju 2025., što je djelomično bilo posljedica negativnih baznih učinaka koji su proizlazili iz velikih jednokratnih isplata u prvom tromjesečju 2024., a koji više nemaju učinak u 2025. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, podatci iz ESB-ova alata za praćenje plaća, koji uključuju podatke o sporazumima o plaćama sklopljenima do kraja kolovoza 2025., pokazuju da će se pritisci na rast plaća ublažiti u drugoj polovini 2025. i stabilizirati u prvoj polovini 2026.⁷ Očekuje se da će to daljnje smanjenje odražavati normalizaciju pregovora o plaćama nakon razdoblja visokih zahtjeva povezanih s plaćama kako bi se uspješno (iako tek postupno) vratila kupovna moć radnika u odnosu na četvrto tromjesečje 2021. U makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za

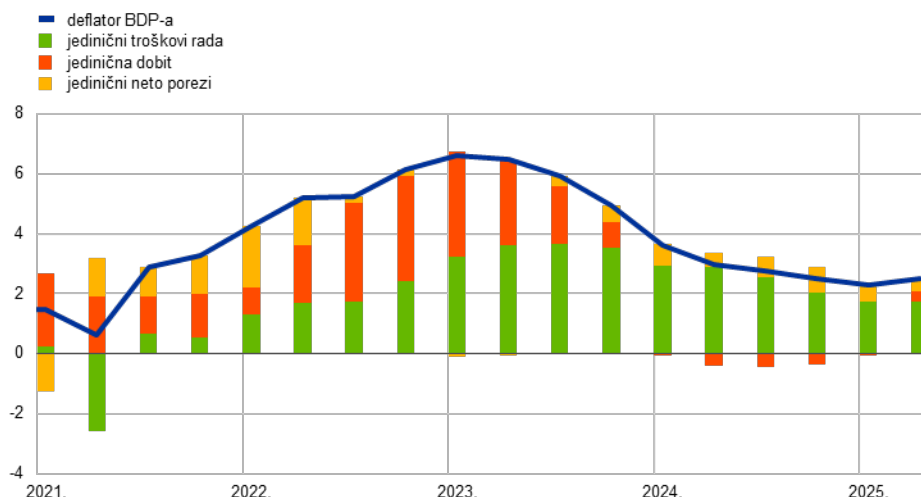
⁷ Za više pojedinosti vidi priopćenje za javnost pod naslovom „[New data release: Early signals from ECB wage tracker suggest lower and more stable wage pressures in first half of 2026](#)“, objavljeno na mrežnim stranicama ESB-a 17. rujna 2025.

europodručje iz rujna 2025. predviđa se da će rast naknade po zaposlenom u prosjeku iznositi 3,4 % u 2025. i da će se potom dodatno smanjiti na 2,7 % u 2026.

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 drugo tromjesečje 2025.

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 srpnju. Mjerila kratkoročne naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima uglavnom su bila stabilna na razinama ispod 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 treće tromjesečje 2025. i u ESB-ovoj Anketi monetarnih analitičara (engl. *Survey of Monetary Analysts*) za rujna 2025. Kratkoročnija očekivanja za 2025. zasnovana na anketama također su bila na razini od oko 2 %, uz male promjene ovisno o najnovijim podacima i kretanjima cijena energenata. Jednogodišnja kamatna stopa na jednogodišnje terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije, mjerilo kratkoročne naknade za inflaciju zasnovano na tržišnim pokazateljima, ostala je uglavnom stabilna i iznosila je oko 1,8 %, što je povećanje od 7 baznih bodova od sastanka Upravnog vijeća u lipnju, s obzirom na to da su nešto više cijene nafte potaknule rast kratkoročnih inflacijskih očekivanja, što je nadjačalo negativan učinak aprecijacije eura. Kada je riječ o srednjoročnim i dugoročnim dospeljima, blago povećanje naknade za inflaciju prije svega odražava povećanje premije za inflacijski rizik. Zbog takvih kretanja petogodišnje kamatne stope na petogodišnje terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije, prilagođene za premiju za inflacijski rizik, ostale su blizu 2 %.

Percepcija potrošača o prošloj inflaciji i njihova kratkoročna inflacijska očekivanja ostali su stabilni u srpnju 2025., a njihova srednjoročna očekivanja blago su se povećala (Grafikon 12.). Prema ESB-ovoj anketi o očekivanjima

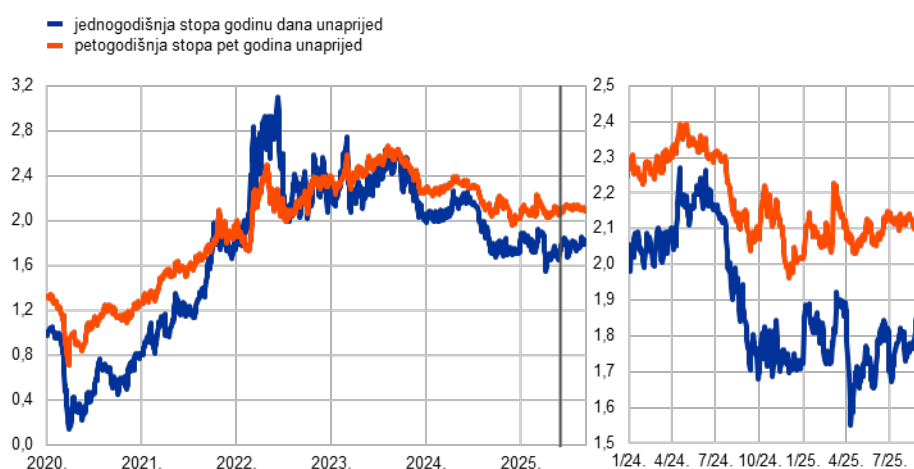
potrošača iz srpnja 2025. medijan percepcije inflacije u prethodnih godinu dana također je ostao nepromijenjen na razini od 3,1 % šesti mjesec zaredom. Medijan očekivanja glede ukupne inflacije u sljedećih godinu dana ostao je nepromijenjen i iznosio je 2,6 %, što je znatno smanjenje u odnosu na 3,1 %, koliko je iznosio u travnju 2025. Međutim, medijan očekivanja za sljedeće tri godine malo se povećao na 2,5 % u srpnju, u odnosu na 2,4 %, koliko je iznosio u lipnju.

Grafikon 12.

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

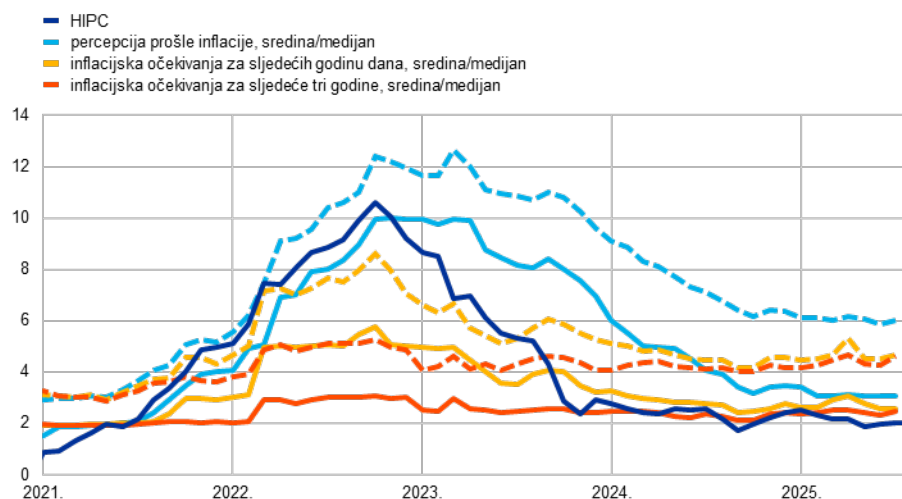
a) mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima

(godišnje promjene u postotcima)



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

(godišnje promjene u postotcima)



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

Napomene: Panel a) prikazuje kamatne stope na terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije za različita razdoblja za europodručje. Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 5. lipnja 2025. Na panelu b) isprekidane linije označuju sredinu, a pune linije označuju medijan. Posljednji podatci odnose se na 10. rujna 2025. za panel a), kolovoz 2025. (brza procjena Eurostata) za HIPC i srpanj 2025. za ostala mjerila na panelu b).

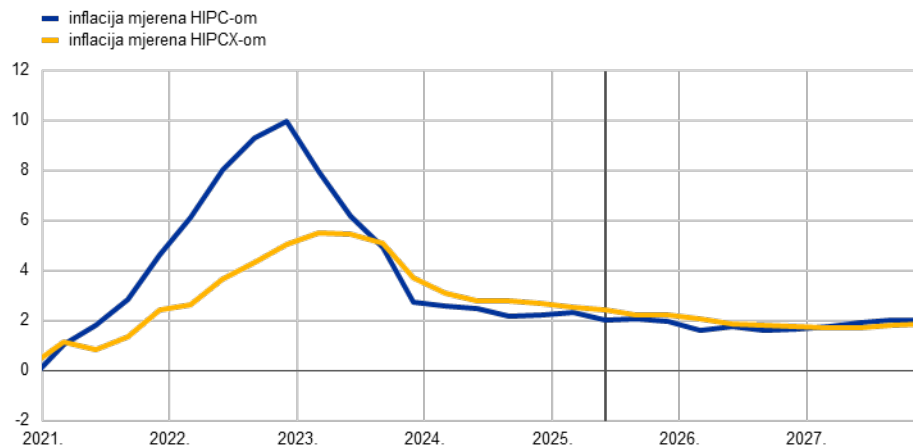
U projekcijama iz rujna 2025. predviđa se da će prosječna stopa ukupne inflacije iznositi 2,1 % u 2025. i 1,7 % u 2026., a potom se povećati na 1,9 %

u 2027. (Grafikon 13.). Očekuje se da će ukupna inflacija ostati blizu 2 % u drugoj polovini 2025. te da će pasti ispod 2 % u 2026. i ostati na toj razini tijekom te godine. Ta niža stopa ukupne inflacije u 2026. odražava smanjenje inflacije cijena usluga i hrane te blago negativnu inflaciju cijena energije. Očekuje se da će se ukupna inflacija potom povećati u 2027., uglavnom zbog pozitivnog učinka inflacije cijena energije, povezanog s uvođenjem novog sustava EU-a za trgovanje emisijama (ETS2). U odnosu na projekcije iz lipnja 2025. izgledi za ukupnu inflaciju revidirani su naviše za 0,1 postotni bod za 2025. i 2026. i naniže za 0,1 postotni bod za 2027. Revizija naviše odražava više stope inflacije cijena energije i hrane, potaknute neočekivano visokim cijenama energenata, i odgođeni učinak prošlih povećanja međunarodnih cijena prehrambenih sirovina, što je nadjačalo učinak aprecijacije eura. Kada je riječ o 2027., predviđa se da će prevladavati odgođeni učinci aprecijacije eura, zbog čega je došlo do revizije naniže. Inflacija mjerena HIPCX-om trebala bi se smanjiti s 2,4 % u 2025. na 1,9 % u 2026. i 1,8 % u 2027. kako se budu smanjivali pritisci plaća i inflacija cijena usluga te kako se aprecijacija eura bude postupno prenosila kroz cjenovni lanac i ograničavala inflaciju cijena dobara. U odnosu na projekcije iz lipnja 2025. inflacija mjerena HIPCX-om ostala je uglavnom nerevidirana za 2025. i 2026. i revidirana je naniže za 0,1 postotni bod za 2027.

Grafikon 13.

Inflacija mjerena HIPC-om i HIPCX-om za europodručje

(godišnje promjene u postotcima)



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

Napomene: Siva vertikalna linija označuje posljednje tromjesečje prije početka projekcijskog razdoblja. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2025. za podatke i četvrto tromjesečje 2027. za projekcije. Projekcije iz rujna 2025. dovršene su 28. kolovoza 2025., a krajnji datum za tehničke pretpostavke bio je 15. kolovoza 2025. Povijesni i projicirani podatci za inflaciju mjerenu HIPC-om i HIPCX-om na tromjesečnoj su osnovi.

4. Kretanja na financijskim tržištima

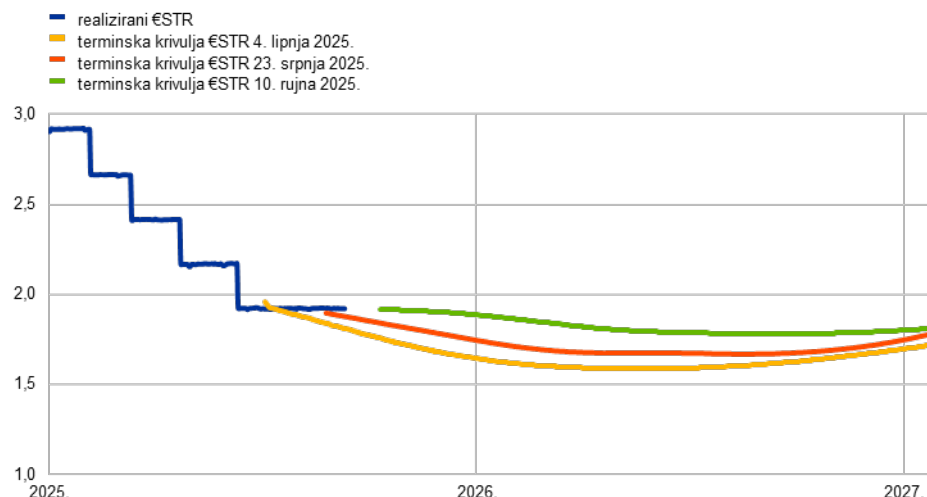
Tijekom promatranog razdoblja od 5. lipnja do 10. rujna 2025. kratkoročne nerizične kamatne stope u europodručju su porasle, a dugoročne nerizične kamatne stope uglavnom su ostale nepromijenjene. Prinosi na dugoročne državne obveznice su bili viši na kraju promatranog razdoblja, a razlike prinosa u odnosu na nerizične kamatne stope na prekonoćne kamatne ugovore o razmjeni (OIS) malo su se povećale uz određene razlike među državama. Trgovanje na tržištima vrijednosnih papira europodručja odvijalo se uglavnom unutar uskog raspona i ono je bilo znatno slabije od onog na tržištima SAD-a, pri čemu su očekivanja slabije zarade nefinancijskih društava, posebice izvoznika koji su izloženi američkim carinama, uglavnom bila neutralizirana dobrim rezultatima financijskog sektora. Razlika prinosa na tržištima korporativnih obveznica dodatno se smanjila, što je u potpunosti poništilo povećanje povezano s carinama na početku godine. Na deviznom tržištu tečaj eura ojačao je i u odnosu na američki dolar (2,8 %) i ponderiran obujmom trgovine (2,1 %). To odražava ponovno određivanje cijena naniže kada je riječ o očekivanjima sudionika na tržištu glede kamatnih stopa u SAD-u i poboljšano raspoloženje s obzirom na euro, potpomognuto relativno snažnim fundamentima u europodručju u okružju zabrinutosti vezano uz carinsku politiku Sjedinjenih Američkih Država i fiskalnu održivost.

Kratkoročne nerizične kamatne stope u europodručju porasle su tijekom promatranog razdoblja, a dugoročne nerizične kamatne stope uglavnom su ostale nepromijenjene (Grafikon 14.). Referentna stopa €STR iznosila je 1,92 % na kraju promatranog razdoblja nakon odluka Upravnog vijeća o smanjivanju triju ključnih kamatnih stopa ESB-a za 25 baznih bodova na sastanku u lipnju 2025. i njihovu zadržavanju na istoj razini na sastanku u srpnju. Višak likvidnosti smanjio se za oko 57 mlrd. EUR i iznosio je 2,651 mlrd. EUR. To uglavnom odražava daljnje smanjenje portfelja vrijednosnih papira koji se drže za potrebe monetarne politike koje je djelomično neutralizirano smanjenjem obveza nominiranih u eurima, kao što su državni depoziti. Vrlo kratkoročne terminske stope znatno su porasle nakon sastanaka Upravnog vijeća u lipnju i srpnju. Nakon sastanka u srpnju kratkoročna očekivanja glede kamatnih stopa monetarne politike postupno su porasla, a izgledi za kamatne stope ograničeno su reagirali na vijesti o carinama Sjedinjenih Američkih Država, kao što je najava o trgovinskom sporazumu između EU-a i SAD-a od 27. srpnja i na geopolitičke tenzije na Bliskom istoku. Na kraju promatranog razdoblja u terminsku krivulju uključena su kumulativna smanjenja kamatnih stopa od 8 baznih bodova do kraja 2025., što je smanjenje u odnosu na 25 baznih bodova na početku promatranog razdoblja. Gleda li se dalje unaprijed, terminska krivulja €STR nakon 2027. ostaje uglavnom nepromijenjena.

Grafikon 14.

Terminske stope €STR

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: Bloomberg Finance L.P. i izračun ESB-a

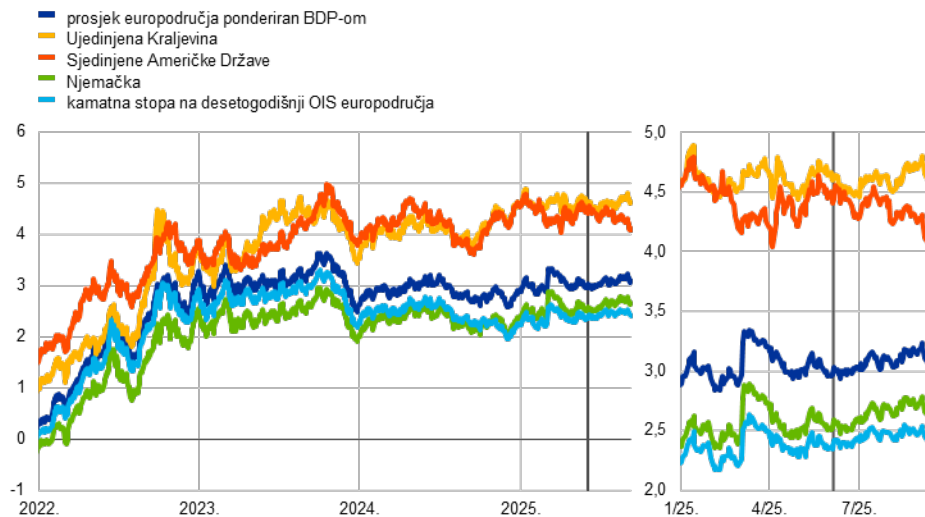
Napomena: Terminska krivulja procjenjuje se s pomoću promptnih kamatnih stopa na prekonoćne kamatne ugovore o razmjeni (OIS) (€STR).

Prinosi na dugoročne državne obveznice bili su viši na kraju promatranog razdoblja, pri čemu su se razlike prinosa malo povećale (Grafikon 15. i Grafikon 16.). Unatoč nekim fluktuacijama, nominalna je kamatna stopa na desetogodišnji OIS ostala uglavnom nepromijenjena na razini od 2,4 % tijekom promatranog razdoblja. Dugoročne realne stope pretežito su bile stabilne i odražavaju uglavnom neutralan stav sudionika na tržištu o makroekonomskim i geopolitičkim vijestima tijekom promatranog razdoblja. Prinos na desetogodišnje državne obveznice europodručja ponderiran BDP-om povećao se za 6 baznih bodova i iznosio je oko 3,1 %. Razlike prinosa na državne obveznice u odnosu na nerizične kamatne stope na OIS povećale su se na kraju promatranog razdoblja, pri čemu je ukupna razlika prinosa porasla za 6 baznih bodova u okružju globalnoga ponovnog određivanja cijena djelomično potaknutog zabrinutošću glede fiskalne održivosti u razvijenim gospodarstvima. U takvim su uvjetima sudionici na tržištu budnije pratili fiskalna kretanja, posebice u Francuskoj, gdje je najava glasanja o povjerenju vladi početkom rujna potaknula zabrinutost glede kašnjenja s fiskalnom konsolidacijom. Prinos na francuske državne obveznice porastao je za 20 baznih bodova i iznosio je oko 3,5 % na kraju promatranog razdoblja. Nasuprot tomu, prinosi na talijanske državne obveznice smanjili su se za 6 baznih bodova i jačaju već duže vrijeme prisutan trend konvergencije prinosa na francuske i talijanske državne obveznice. Za razliku od globalnoga ponovnog određivanja cijena na više, prinos na desetogodišnje državne obveznice SAD-a smanjio se tijekom promatranog razdoblja za oko 35 baznih bodova na 4,1 %. Taj su pad potaknuli prije svega lošiji podatci o zaposlenosti od očekivanih, koji su objavljeni krajem srpnja i kolovoza, što je dovelo do znatnog pomaka naniže u procjenama kratkoročnih očekivanja glede kamatnih stopa monetarne politike SAD-a. Stoga se razlika između dugoročnih kamatnih stopa u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama smanjila za otprilike 35 baznih bodova.

Grafikon 15.

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

(postotci na godišnjoj razini)



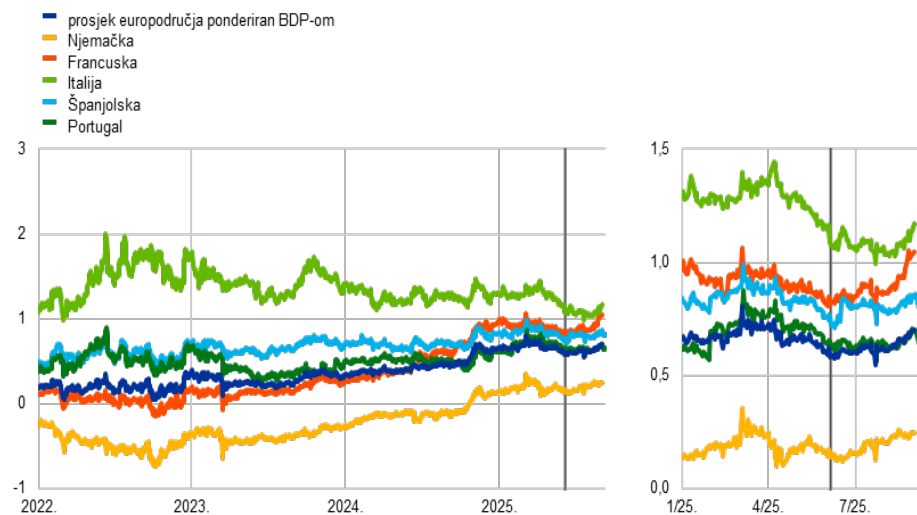
Izvori: LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 5. lipnja 2025. Posljednji podatci odnose se na 10. rujna 2025.

Grafikon 16.

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

(postotni bodovi)



Izvori: LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 5. lipnja 2025. Posljednji podatci odnose se na 10. rujna 2025.

Trgovanje na tržištima vrijednosnih papira europskog područja odvijalo se uglavnom unutar uskog raspona i bilo je znatno slabije od onog na tržištima SAD-a

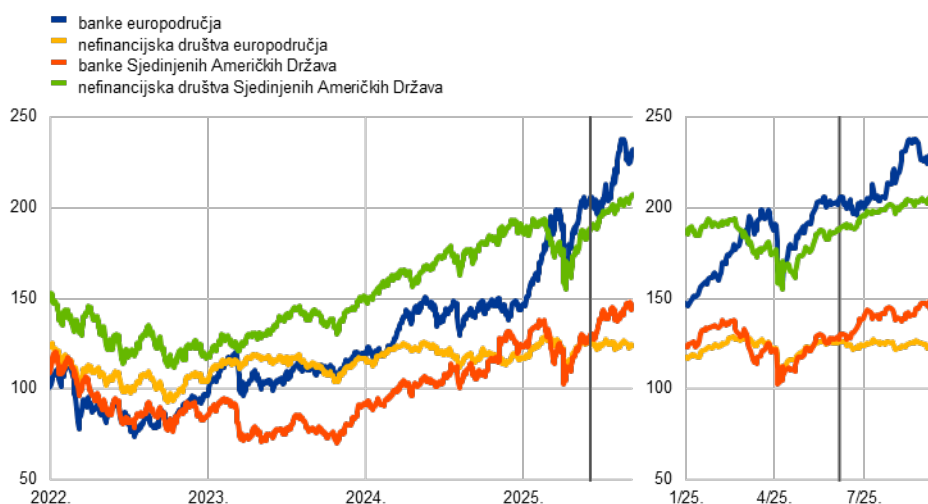
(Grafikon 17.). Tijekom cjelokupnoga promatranog razdoblja indeksi tržišta dionica u europskom području bili su nepromijenjeni; podindeks za nefinancijska društva smanjio se za 1,5 %, a cijene bankovnih dionica povećale su se za 13,6 %. Do porasta širokih

indeksa u europodručju došlo je zbog snažne revalorizacije financijskih društava koja su bila pod povoljnim utjecajem trenda povećanja nagiba krivulje prinosa i većom dobiti od trgovanja, što je uglavnom neutraliziralo slabe rezultate nefinancijskih društava. S druge strane, indeksi tržišta dionica u Sjedinjenim Američkim Državama porasli su za oko 10 %, pri čemu su banke ostvarile povećanje od 14,6 %, a nefinancijska društva od 10,6 %. Ta razlika između tržišta dionica u europodručju i u SAD-u djelomično odražava ponovni interes za dionice tehnoloških društava iz SAD-a koja ostvaruju dobru zaradu. Poduzeća u europodručju čiji je prihod više izložen SAD-u ostvarila su znatno slabije rezultate od poduzeća s manjom izloženošću, što odražava očekivanja da će carine opteretiti buduću zaradu. Najava trgovinskog sporazuma 27. srpnja između EU-a i SAD-a kojim se uvodi carina od 15 % na izvoz EU-a u Sjedinjene Američke Države imala je malen neposredan utjecaj, što upućuje na to da su tržišta uglavnom već predvidjela njezin utjecaj na zaradu poduzeća.

Grafikon 17.

Indeksi cijena dionica u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama

(indeks: 1. siječnja 2020. = 100)



Izvori: LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 5. lipnja 2025. Posljednji podatci odnose se na 10. rujna 2025.

Na tržištima korporativnih obveznica, razlika prinosa na obveznice u segmentu investicijskog rejtinga i segmentu visokih prinosa dodatno se smanjila te se tako u potpunosti oporavila od porasta povezanog s carinama na početku godine. Unatoč povećanoj trgovinskoj neizvjesnosti, raspoloženje prema riziku na tržištu korporativnih obveznica popravilo se u promatranom razdoblju, pri čemu se razlika prinosa u segmentu investicijskog rejtinga i u segmentu visokog prinosa smanjila se za otprilike 11 odnosno 17 baznih bodova tijekom promatranog razdoblja. U segmentu visokog prinosa, razlike prinosa na obveznice nefinancijskih društava smanjile su se za 24 bazna boda, a razlike prinosa na obveznice financijskih društava porasle su za oko 41 bazni bod.

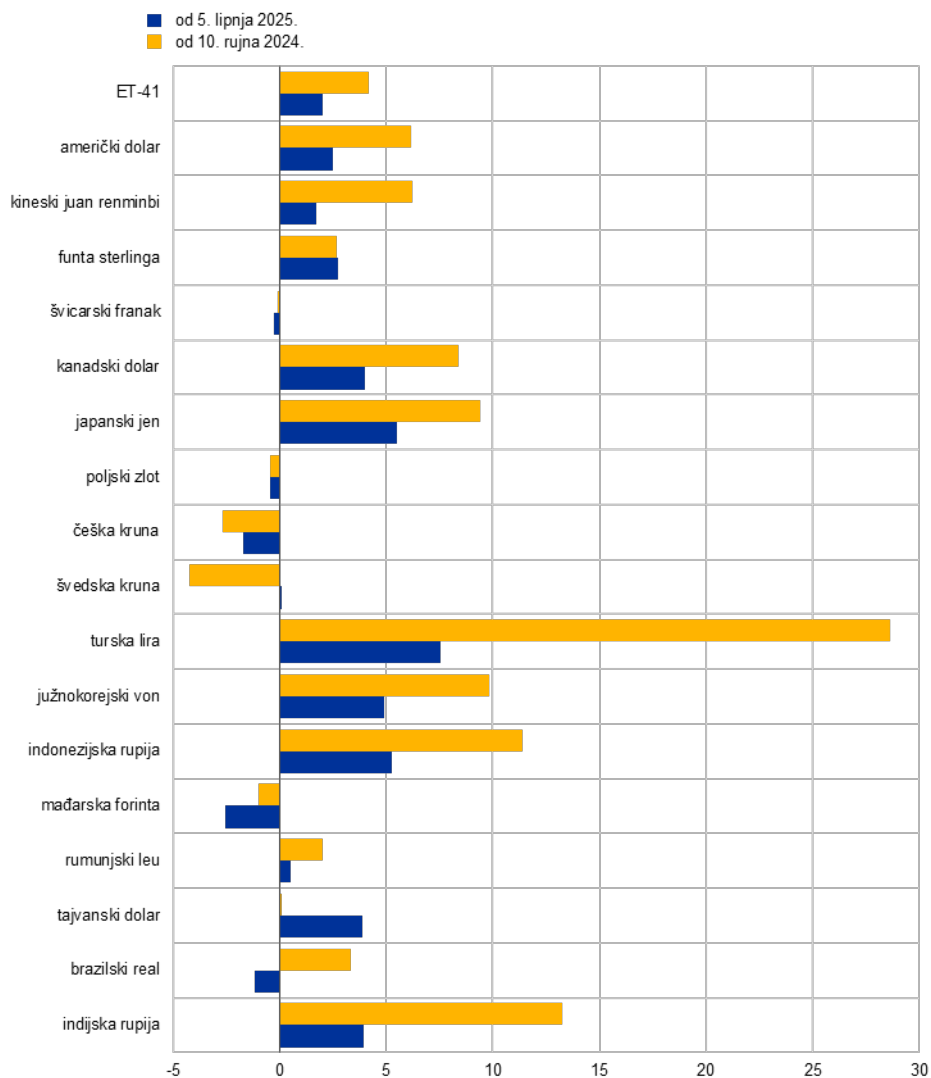
Na deviznim tržištima tečaj eura ojačao je i u odnosu na američki dolar i ponderiran obujmom trgovine (Grafikon 18.). Nominalni efektivni tečaj eura

mjeren u odnosu na valute 41 najvažnijega trgovinskog partnera europodručja ojačao je za 2,1 % u promatranom razdoblju. Aprecijacija eura bila je u cjelini gledano sveobuhvatna, pri čemu je tečaj ojačao u odnosu na većinu glavnih valuta i valuta tržišta u nastajanju. Tečaj je porastao za 5,2 % u odnosu na japanski jen, što djelomično odražava nesigurnosti glede izgleda vezanih uz političku i monetarnu politiku u Japanu. Nasuprot tomu, tečaj je neznatno oslabio za 0,3 % u odnosu na švicarski franak, koji je i nadalje sigurno utočište u razdobljima povećane nesigurnosti. Tečaj eura ojačao je za 2,8 % u odnosu na američki dolar zbog određivanja cijena naniže kada je riječ o očekivanjima sudionika na tržištu glede kamatnih stopa u SAD-u i poboljšanog raspoloženja s obzirom na euro, potpomognutog relativno snažnim fundamentima u europodručju u okružju zabrinutosti vezano uz carinsku politiku Sjedinjenih Američkih Država i fiskalnu održivost. Trgovinska neizvjesnost u određenoj je mjeri smanjena nakon sklapanja trgovinskog sporazuma između EU-a i SAD-a krajem srpnja, što je pridonijelo privremenoj snažnoj deprecijaciji eura i ponovnoj potražnji za američkim dolarom. Euro je ostao osjetljiv i na pomake u tržišnim očekivanjima glede monetarne politike u SAD-u, a lošiji podatci o tržištu rada u SAD-u početkom kolovoza išli su u prilog euru jer su tržišta prilagodila svoja očekivanja glede kamatnih stopa u SAD-u.

Grafikon 18.

Promjene tečaja eura u odnosu na odabrane valute

(promjene u postotcima)



Izvor: izračun ESB-a

Napomene: ET-41 jest nominalni efektivni tečaj eura u odnosu na valute 41 najvažnijega trgovinskog partnera europodručja. Pozitivna (negativna) promjena odgovara aprecijaciji (deprecijaciji) eura. Sve promjene izračunate su primjenom deviznih tečajeva koji su vrijedili 10. rujna 2025.

5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja

Prethodna smanjenja kamatnih stopa nastavila su se prenositi na niže troškove financiranja banaka i troškove zaduživanja poduzeća tijekom srpnja. Prosječne kamatne stope na nove kredite poduzećima smanjile su se na 3,5 %, a prosječne kamatne stope na nove hipotekarne kredite kućanstvima iznosile su 3,3 % i ostale uglavnom stabilne od početka godine. Rast kredita poduzećima i kućanstvima nastavio se postupno oporavljati, ali ostao je ispod povijesnih prosjeka djelomično zbog povećane neizvjesnosti. Rast izdavanja korporativnih obveznica ubrzao se. U promatranom razdoblju od 5. lipnja do 10. rujna 2025. trošak tržišnoga dužničkog financiranja i, što je još važnije, trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima smanjili su se za poduzeća u uvjetima smanjenja razlike prinosa na korporativne obveznice i niže premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira. Godišnja stopa rasta najširega monetarnog agregata (M3) oslabjela je, i to uglavnom zbog odljeva iz nebankarskoga financijskog sektora i iznosila je 3,4 % u srpnju.

Troškovi financiranja banaka nastavili su se sporo smanjivati tijekom srpnja 2025., što odražava prethodna smanjenja kamatnih stopa monetarne politike.

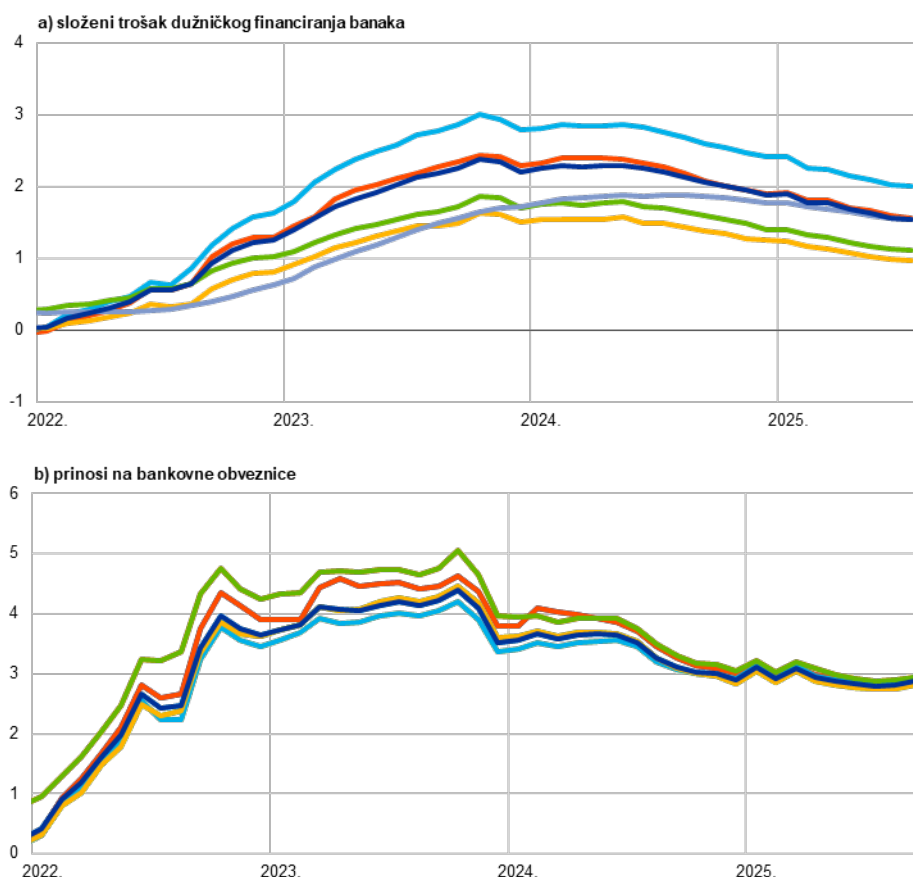
Složeni trošak dužničkog financiranja za banke europodručja, odnosno indeks kojim se mjere granični troškovi financiranja banaka, neznatno se smanjio u srpnju (Grafikon 19., panel a)) u uvjetima nastavka prijenosa prethodnih smanjenja kamatnih stopa monetarne politike ESB-a na kamatne stope na depozite i međubankovne kamatne stope. Prinosi na bankovne obveznice fluktuirali su na razinama od oko 3,0 % od početka godine u okolnostima privremene veće kolebljivosti na financijskim tržištima, posebice povezane s neizvjesnošću u vezi s američkim carinama, koja je nedavno djelomično riješena (Grafikon 19., panel b)). Složena kamatna stopa na depozite dodatno se smanjila na 0,9 % u srpnju, što je pad u odnosu na najvišu razinu od 1,4 % u svibnju 2024. Taj je pad prouzročen nižim kamatnim stopama na oročene depozite poduzeća i kućanstava i, u manjoj mjeri, na njihove prekonoćne depozite. Stoga se, unatoč tome što je razlika remuneracije između oročenih depozita i prekonoćnih depozita za poduzeća i kućanstva i dalje znatna, postupno smanjuje otkad je dosegla najvišu razinu u listopadu 2023.

Grafikon 19.

Složeni troškovi financiranja banaka u odabranim državama europskog područja

(postotci na godišnjoj razini)

■ europsko područje
■ Njemačka
■ Francuska
■ Italija
■ Španjolska
■ prosječni troškovi financiranja banaka u europskom području



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 dospijeća kod izdavanja za obveznice. Prinosi na bankovne obveznice jesu mjesečni prosjeci za nadređene tranše obveznica. Posljednji podatci odnose se na srpanj 2025. za složeni trošak dužničkog financiranja banaka (panel a)) i 3. rujna 2025. za prinose na bankovne obveznice (panel b)).

Kamatne stope banaka na kredite poduzećima nastavile su se smanjivati, iako sporijim tempom, a kamatne stope na hipotekarne kredite kućanstvima ostale su uglavnom nepromijenjene i odražavaju razlike u razdobljima fiksiranja kamatnih stopa na kredite. Trošak zaduživanja kod banaka za nefinancijska društva smanjio se na 3,5 % u srpnju, što je smanjenje od oko 1,8 postotnih bodova od najviše razine u listopadu 2023. (Grafikon 20., panel a)). To se smanjenje razlikovalo među državama europskog područja i bilo je nejednako u svim dospijećima. Najizraženije bilo je za srednjoročne kredite s dospijećem od jedne do pet godina, što je rezultat nekoliko velikih kredita poduzećima. Razlika između kamatnih stopa na male i velike kredite poduzećima smanjila se u srpnju. Trošak zaduživanja za kućanstva za kupnju kuće ostao je uglavnom stabilan na 3,3 % u srpnju, što je oko 80 baznih bodova ispod najviše razine u studenome 2023. uz manje razlike među

državama (Grafikon 20., panel b)). Razlike između kamatnih stopa na kredite kućanstvima i onih poduzećima uglavnom odražavaju razlike u razdobljima fiksiranja kamatnih stopa na kredite. Krediti kućanstvima obično imaju dulja razdoblja fiksiranja kamatnih stopa u mnogim jurisdikcijama, što ih čini manje osjetljivima na fluktuacije kratkoročnih tržišnih kamatnih stopa. U skladu s povećanim nagibom krivulje prinosa razlika između kamatnih stopa na kredite poduzećima i hipotekarne kredite kućanstvima nastavila se smanjivati i iznosila je 116 baznih bodova ispod najviše razine dosegnute u ožujku 2024.

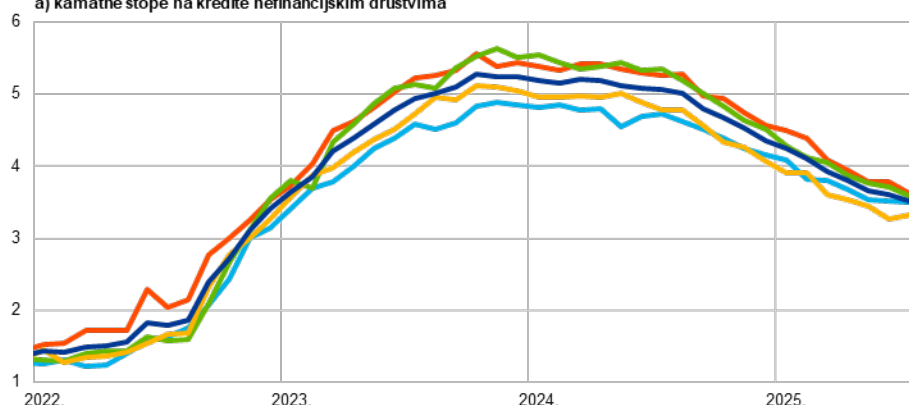
Grafikon 20.

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

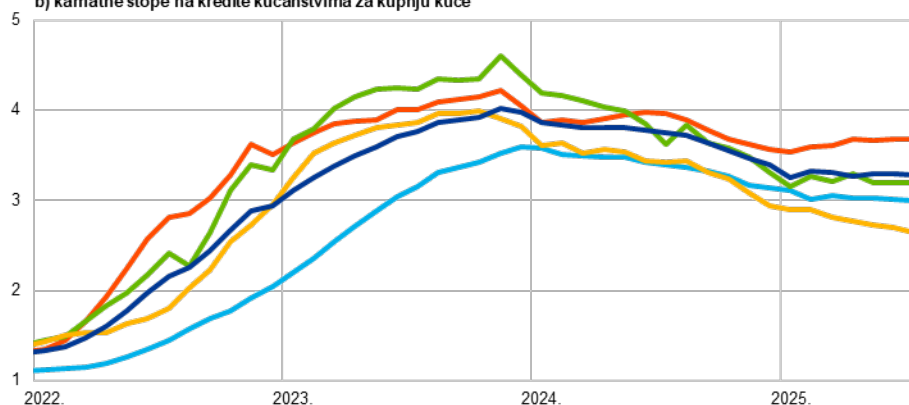
(postotci na godišnjoj razini)

- europsko područje
- Njemačka
- Francuska
- Italija
- Španjolska

a) kamatne stope na kredite nefinancijskim društvima



b) kamatne stope na kredite kućanstvima za kupnju kuće



Izvori: ESB i izračun ESB-a

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

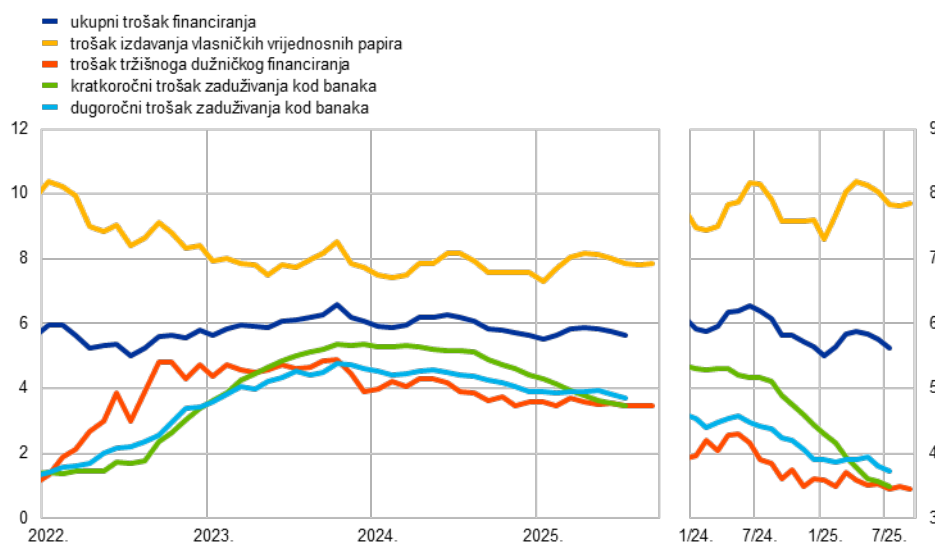
Tijekom promatranog razdoblja od 5. lipnja do 10. rujna 2025. trošak tržišnoga dužničkog financiranja i trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima smanjili su se za poduzeća. Ukupni trošak financiranja za nefinancijska društva, odnosno složeni trošak zaduživanja kod banaka, trošak tržišnoga duga i trošak

izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira, smanjio se u srpnju u odnosu na prethodni mjesec i iznosio je 5,6 % (Grafikon 21.).⁸ Znatno smanjenje troška financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima bilo je glavni pokretač pada ukupnog troška financiranja. Sve ostale sastavnice troška također su se smanjile, iako u manjoj mjeri. Dnevni podatci za promatrano razdoblje od 5. lipnja do 10. rujna 2025. pokazuju da se trošak tržišnog duga i, snažnije, trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima dodatno smanjio. Smanjenje troška tržišnog duga potaknuto je razlikama prinosa na korporativne obveznice u segmentu investicijskog rejtinga i, što je najprimjetnije, u segmentu visokog prinosa. Smanjenje troška financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima tijekom istog razdoblja bilo je potaknuto smanjenjem premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira, a dugoročna nerizična kamatna stopa (aproksimirana kamatnom stopom na desetogodišnje prekonoćne ugovore o razmjeni) ostala je stabilna.

Grafikon 21.

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

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: ESB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg Finance L.P., 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), tržišnog duga i izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (podatci na kraju mjeseca) na osnovi njihovih odgovarajućih nepodmirenih iznosa. Posljednji podatci odnose se na 10. rujna 2025. za trošak tržišnog duga i trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (dnevni podatci) i srpanj 2025. za ukupni trošak financiranja i trošak zaduživanja kod banaka (mjesečni podatci).

Rast kredita poduzećima i kućanstvima postupno se oporavio tijekom srpnja, ali pokazuje naznake stagnacije i dalje je niži od povijesnih prosjeka. Godišnja stopa rasta bankovnog kreditiranja poduzeća povećala se na 2,8 % u srpnju 2025. nakon 2,5 % u svibnju i 2,7 % u lipnju. Međutim, i dalje je ispod povijesnog prosjeka od 4,3 % (Grafikon 22., panel a)). Postupno povećanje godišnjeg rasta odražava konvergenciju prema stabilnoj kratkoročnoj dinamici. U tim uvjetima neto izdavanje duga poduzeća povećalo se s 3,4 % u lipnju na 4,1 % u srpnju. Neto izdavanje u srpnju bilo je u skladu s prosjekom zabilježenim od početka godine, što upućuje na

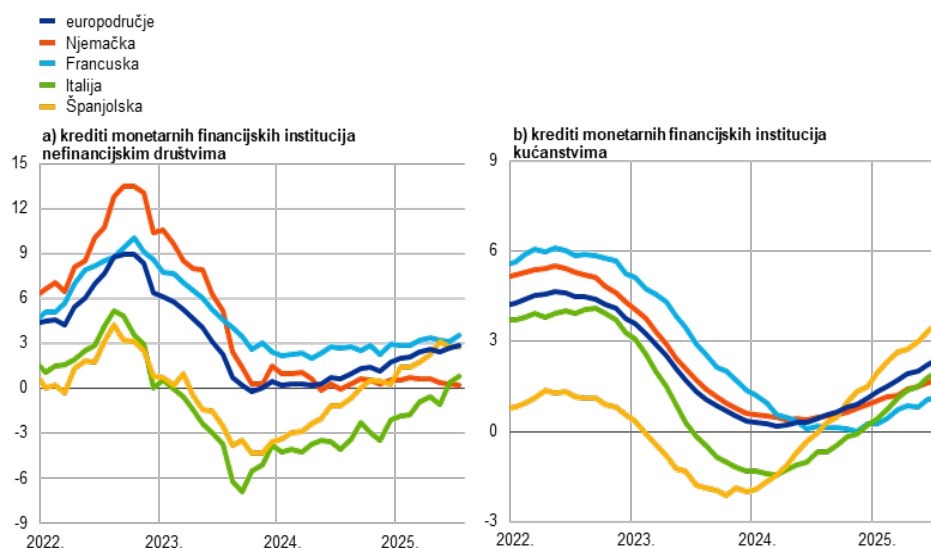
⁸ S obzirom na dostupnost podataka o trošku zaduživanja kod banaka s odmakom, podatci o ukupnom trošku financiranja za nefinancijska društva dostupni su samo za razdoblje do srpnja 2025.

stabilizaciju kretanja tog izvora financiranja. Nedavna kratkoročna dinamika kredita kućanstvima ostaje također uglavnom stabilna. Godišnja stopa rasta kredita kućanstvima postupno je porasla, s 2,2 % u lipnju na 2,4 % u srpnju, ali i dalje je znatno niža od povijesnog prosjeka od 4,1 % (Grafikon 22., panel b)). Krediti kućanstvima za kupnju kuće i dalje su bili glavni pokretač toga uzlaznog trenda, pri čemu je rast potrošačkih kredita ostao stabilan na razini od 4,6 % u srpnju. Međutim, čini se da je oporavak kredita kućanstvima izgubio zamah, što pokazuju slabiji mjesečni tokovi potaknuti hipotekarnim kreditima, unatoč kontinuiranoj potražnji za stambenim nekretninama, na što upućuju anketni podatci. Ostali oblici kreditiranja kućanstava, uključujući kredite trgovcima pojedincima, i dalje su bili slabi. Raspoloženje kućanstava u vezi s dostupnosti kredita ostalo je uglavnom stabilno. Prema ESB-ovoj [anketi o očekivanjima potrošača](#), očekivanja kućanstava o dostupnosti kredita bila su općenito nepromijenjena u lipnju i srpnju, ali kućanstva su zabilježila povećane poteškoće s plaćanjem hipoteka. Što se tiče sljedećeg razdoblja, kućanstva očekuju da će dostupnost kredita i dalje biti nepromijenjena u sljedećih godinu dana.

Grafikon 22.

Krediti monetarnih financijskih institucija u odabranim državama europodručja

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: ESB i izračun ESB-a

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

Rast najširega monetarnog agregata (M3) usporio se od svibnja (Grafikon 23.).

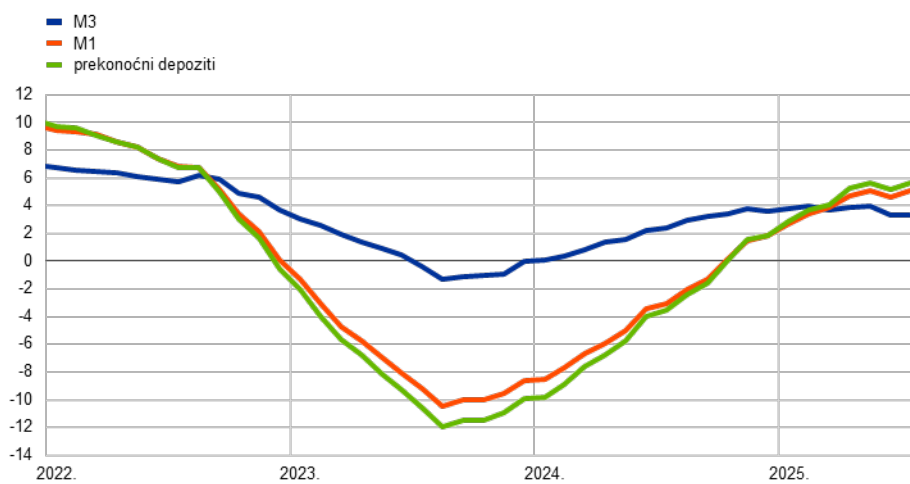
Godišnji rast M3 iznosio je 3,4 % u srpnju, što je ispod prosjeka zabilježenog u prvih pet mjeseci 2025. Godišnji rast najužega monetarnog agregata (M1), koji uključuje najlikvidnije sastavnice M3, iznosio je 5,0 % u srpnju, što je razina oko koje se kretao od travnja. Čini se da su stavke koje nisu temeljne, odnosno kolebljive stavke imale važnu ulogu u nedavnoj dinamici najširega monetarnog agregata. S gledišta pojedinačnih sastavnica, na podatke za srpanj utjecali su odljevi depozita koje drže nebankarske financijske institucije, što djelomično odražava povećanu kolebljivost. To je u suprotnosti s doprinosom kućanstava i poduzeća, koji je općenito ostao

stabilan. U uvjetima neizvjesnog okruŝja, oba su sektora pokazala veću sklonost likvidnosti i u skladu s tim povećala su udjele prekonoćnih depozita. Štoviše, kućanstva i poduzeća odgodila su neto povlačenje oročenih depozita u skladu s mogućom stabilizacijom remuneracije tih depozita. S gledišta protustavaka, podatci za srpanj odražavaju nastavak kolebljivosti bankovnoga kreditiranja poduzeća, neto inozemnih odljeva i daljnjih kolebljivih nestrukturnih sastavnica.

Grafikon 23.

M3, M1 i prekonoćni depoziti

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



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na srpanj 2025.

6. Fiskalna kretanja

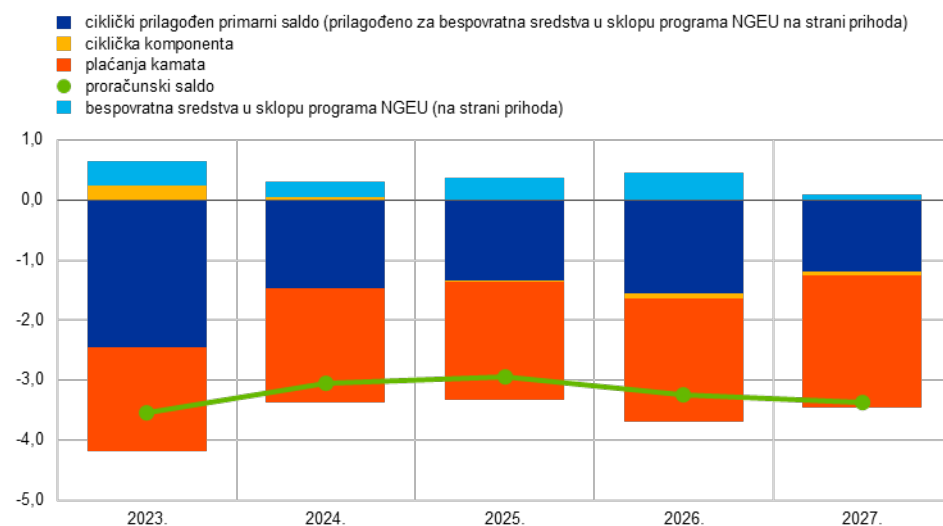
Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2025. procjenjuje se da će se manjak opće države, koji je 2024. iznosio 3,1 % BDP-a, smanjiti na 2,9 % u 2025. i zatim postupno porasti na 3,4 % BDP-a u 2027. Predviđa se da će se karakter fiskalne politike europodručja tek neznatno pooštriti u 2025., ublažiti u 2026. te ponovno pooštriti, nešto snažnije, u 2027. Predviđeno ublažavanje u 2026. uglavnom je posljedica većih javnih ulaganja. 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). Omjer duga i BDP-a europodručja povećava se i predviđa se da će do 2027. dosegnuti nešto manje 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.

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2025. saldo proračuna opće države u europodručju trebao bi se smanjiti u projekcijskom razdoblju (Grafikon 24.).⁹ 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 se proračunski manjak u europodručju smanjiti na 2,9 % u 2025., a onda porasti na 3,2 % BDP-a u 2026. te na 3,4 % BDP-a u 2027. To je povećanje uglavnom posljedica većih plaćanja kamata jer dug duljeg dospeljeća dospeljeva i refinancira se po višim kamatnim stopama, ali i blagog pogoršanja ciklički prilagođenoga primarnog salda i cikličke komponente.

Grafikon 24.

Proračunski saldo i njegove komponente

(postotci BDP-a)



Izvori: izračun ESB-a i makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, rujna 2025.

⁹ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, rujna 2025.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 11. rujna 2025.

U odnosu na projekcije iz lipnja proračunski saldo revidiran je naviše za cijelo projekcijsko razdoblje, i to uglavnom od 2026. To je poboljšanje potaknuto očekivanjima da će se diskrecijske fiskalne politike pooštriti u 2026., a zatim djelomično popustiti u 2027. Pooštavanje proračuna uglavnom je posljedica revizija naviše neto neizravnih poreza u Njemačkoj u kontekstu rasprave o proračunu za 2026. Te se revizije odnose na manje smanjenje poreza na električnu energiju od onog koje je prethodno bilo odobreno i na manje povećanje subvencija (povezanih s naknadom za elektroenergetsku mrežu). Ostali izvori revizija uključuju niži očekivani rast državne potrošnje (u odnosu na nominalni potencijalni BDP), osobito u Francuskoj, ali i u Španjolskoj, kao i veće izravne poreze na kućanstva u Francuskoj. Fiskalna politika u 2027. tek je nešto manje restriktivna nego što je predviđeno u lipnju, uglavnom zbog revizija naviše državne potrošnje i fiskalnih transfera u nekoliko država, osobito u Italiji i Nizozemskoj. Zbog toga je proračunski manjak u europodručju kao postotak BDP-a korigiran naniže za 0,2 postotna boda u 2026. te za dodatni 0,1 postotni bod u 2025. i 2027.

Predviđa se da će se karakter fiskalne politike europodručja tek neznatno pooštriti u 2025., ublažiti u 2026. te ponovno pooštriti, nešto snažnije, u 2027.¹⁰

Nakon znatnog pooštavanja u 2024. zbog nediskrecijskih činitelja i mjera fiskalne politike, predviđa se da će se smjer fiskalne politike u 2025. tek neznatno pooštriti, uglavnom zbog diskrecijskih mjera na strani prihoda. Među njima su povećanja doprinosa za socijalno osiguranje i, u manjoj mjeri, povećanja neizravnih i izravnih poreza. Ta povećanja poreza djelomično neutralizirani rast javne potrošnje. Predviđa se da će u 2026. smjer fiskalne politike biti ublažen, uglavnom zbog većih javnih ulaganja. To je posljedica većih rashoda za obranu i infrastrukturu koji su već uključeni u osnovne projekcije iz lipnja, osobito u Njemačkoj (u razdoblju od 2026. do 2027.), kao i visokog rasta ulaganja koja se financiraju sredstvima iz programa NGEU u Italiji, Španjolskoj i nekim drugim državama. Pooštavanje fiskalne politike prilagođene za NGEU u 2027. ponajprije je posljedica manje pretpostavljene državne potrošnje nakon isteka financiranja bespovratnim sredstvima iz programa NGEU.

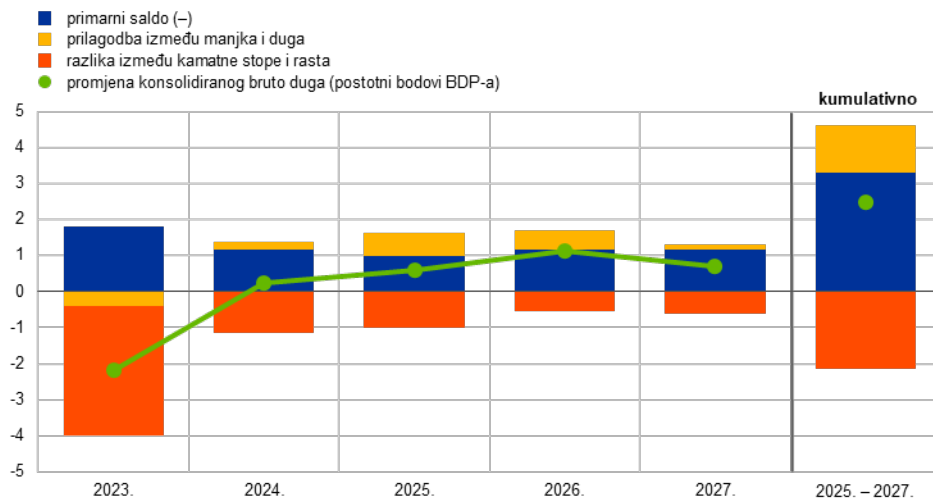
Predviđa se da će udio duga u BDP-u u europodručju polako porasti s 87,4 % u 2024. na malo manje od 90 % u 2027. (Grafikon 25). Očekuje se da će se omjer duga i BDP-a u europodručju povećavati jer će kontinuirani primarni manjak i pozitivna usklađivanja manjka i duga više nego neutralizirati povoljne, premda sve veće, razlike između kamatnih stopa i stopa rasta. U odnosu na projekcije iz lipnja omjer duga i BDP-a revidiran je naniže uglavnom zbog nižega kumulativnog primarnog manjka.

¹⁰ 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 25.

Pokretači promjene državnog duga u europodručju

(postotci BDP-a, ako nije navedeno drugačije)



Izvori: izračun ESB-a i makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, rujan 2025.

Nacrti proračunskih planova za 2026., koje bi vlade država EU-a trebale dostaviti do 15. listopada 2025., trebali bi poduprijeti provedbu srednjoročnih fiskalnih planova. 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. Na razini europodručja u godinama koje dolaze bit će potrebna konsolidacija javnih financija koja pogoduje rastu.

Okviri

1. Koliko je europodručje osjetljivo na ograničenja na izvoz kineskih rijetkih zemalja?

Priredili: Mattia Banin, Mario D'Agostino, Vanessa Gunnella i Laura Lebastard

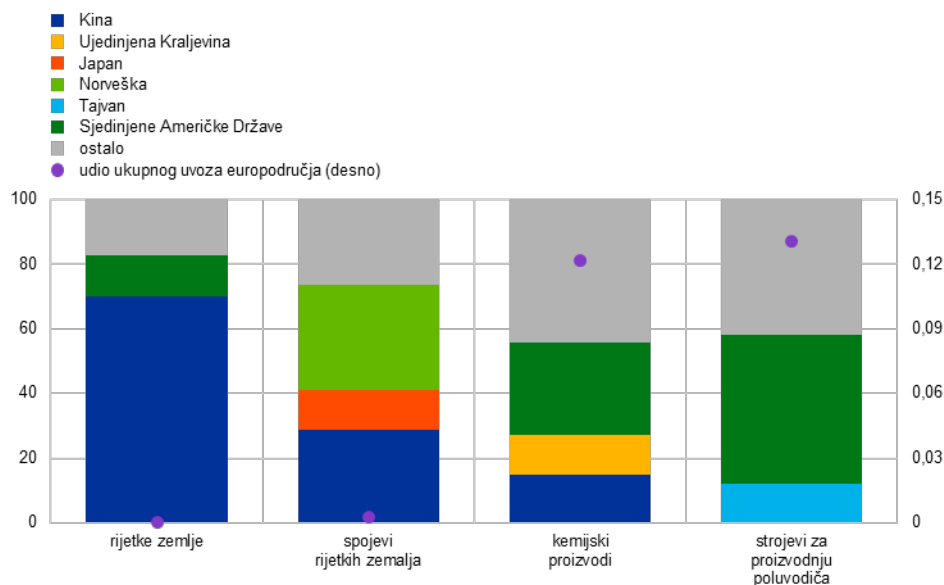
Kina je 4. travnja 2025. uvela izvozna ograničenja na elemente rijetkih zemalja, što je nekim poduzećima povećalo izazove povezane s proizvodnjom. Mjere su uvedene kao odgovor na povećane američke carine na kineske proizvode tijekom eskalacije trgovinskih napetosti između SAD-a i Kine. Mjerama se ograničava kineski izvoz elemenata i spojeva rijetkih zemalja te povezanih proizvoda, kao što su trajni magneti koji se upotrebljavaju u industrijama obrane, električnih vozila, energije i elektronike (Europska komisija, 2020.). Odluka je izazvala šok na strani ponude: u svibnju je kineska isporuka magneta rijetkih zemalja smanjena za približno 75 % u odnosu na prethodnu godinu, što je neke proizvođače automobila primoralo da zaustave proizvodnju.

Europodručje je izloženo rizicima opskrbnih lanaca povezanim s kineskim izvozom elemenata rijetkih zemalja – oslanja se na izravan uvoz iz Kine i neizravnu opskrbu preko trećih strana. Kina dominira na globalnom tržištu rijetkih zemalja, a proizvodi 95 % svjetskih rijetkih zemalja. Ima i središnju poziciju u rafiniranju drugih kritičnih sirovina, kao što su litij i kobalt (Međunarodna agencija za energiju, 2024.). To naglašava ključnu ulogu Kine u globalnim opskrbnim lancima i upućuje na ranjivosti europodručja povezane s geopolitičkim poremećajima (International Relations Committee Work stream on Open Strategic Autonomy, 2023.; Attinasi *et al.*, 2025.). Na Kinu se odnosi 70 % uvoza rijetkih zemalja u europodručje (Grafikon A, prvi stupac). Čak i kad europodručje pribavlja sekundarne proizvode koji sadržavaju elemente rijetkih zemalja iz drugih država (Grafikon A, od drugog do četvrtog stupca), dobavljači elemenata rijetkih zemalja uvelike ovise o Kini. Primjerice, Sjedinjene Američke Države uvoze 80 % svojih elemenata rijetkih zemalja iz Kine – što znači da je europodručje neizravno izloženo kineskim opskrbnim lancima kad uvozi američke proizvode u kojima se rabe rijetke zemlje.

Grafikon A

Uvozni proizvodi na koje se odnose kineska izvozna ograničenja

(postotci)



Izvori: Eurostat i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Rijetke zemlje jesu HS (šesteroznamenkasta razina klasifikacije Harmoniziranog sustava Svjetske carinske organizacije) oznaka 280530, spojevi rijetkih zemalja su HS oznaka 284690, kemijski proizvodi su HS oznaka 382499, a strojevi za proizvodnju poluvodiča HS oznaka 848690. Podatci su za 2024.

Manjak ponude elemenata rijetkih zemalja utjecao bi na znatne dijelove prerađivačke industrije i doveo do sveobuhvatnih negativnih učinaka prelijevanja.

Elementi rijetkih zemalja imaju ključnu ulogu u proizvodnji određenih proizvoda, uključujući automobile, računala i telefone, u sektorima koji imaju središnju ulogu u proizvodnom lancu europodručja. Mrežna analiza zasnovana na Bloombergovoj bazi podataka o odnosima poduzeća dobavljača i klijenata upućuje na to da između više od 80 % velikih europskih poduzeća i kineskih proizvođača rijetkih zemalja nema više od tri posrednika (Grafikon B).^{1, 2} Prema tim podacima samo nekoliko poduzeća u europodručju nabavlja rijetke zemlje izravno od kineskih dobavljača – primjerice Airbus i BASF. Oko četvrtine svih poduzeća, među kojima su Volkswagen, Renault i Telefónica, oslanja se na samo jednog posrednika. Posrednici su često američka tehnološka poduzeća koja izrađuju proizvode s rijetkim zemljama koje nabavljaju od kineskih poduzeća. To oslanjanje na neizravne opskrbe lance pojačava izloženost poduzeća u europodručju potencijalnim poremećajima jer se čak i manji prekidi kineskog izvoza mogu prenijeti na posrednike i utjecati na širok raspon industrija.

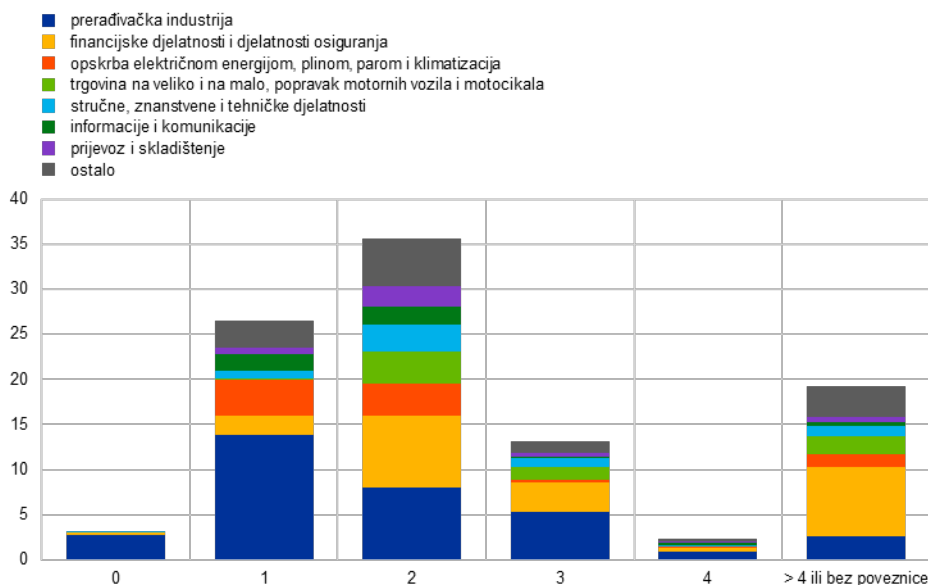
¹ Baza podataka uključuje oko 12 300 poduzeća u europodručju. Poduzeća u europodručju nisu u potpunosti reprezentativna jer uključuju vrlo velika multinacionalna poduzeća s velikim brojem dobavljača. Ipak, kada su dostupni podatci o prihodima, ta poduzeća čine 30 % prihoda europodručja (40 % kada se uzima u obzir samo sektor prerađivačke industrije) i stoga vjerojatno imaju važnu ulogu u cjelokupnoj gospodarskoj aktivnosti. Bilo koji poremećaj u njihovoj proizvodnji utjecao bi i na ekosustav manjih poduzeća koja o njima ovise unutar opskrbenog lanca.

² Usporedbe radi, prosječan broj posrednika poduzeća u europodručju u odnosu na proizvođače nafte također je oko tri.

Grafikon B

Broj posrednika između poduzeća u europodručju i kineskih dobavljača rijetkih zemalja

(postotci poduzeća u europodručju, ponderirano prihodima)



Izvori: Bloomberg Finance L.P. i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Poduzeća su kategorizirana po sektoru ekonomske djelatnosti prema klasifikaciji NACE (statistička klasifikacija ekonomskih djelatnosti u Europskoj zajednici). Grafikon pokazuje poveznice opskrbnih lanaca između poduzeća u europodručju i kineskih proizvođača rijetkih zemalja tijekom razdoblja od 2020. do 2024. Poveznice su određene kao odnosi između dvaju poduzeća – dobavljača i klijenta. Vrijednost 0 upućuje na to da poduzeća u europodručju dobivaju rijetke zemlje izravno od kineskih proizvođača, bez posrednika. Poveznice između kineskih dobavljača rijetkih zemalja i kineskih poduzeća koja izrađuju proizvode koji ne podliježu izvoznim ograničenjima nisu uključene.

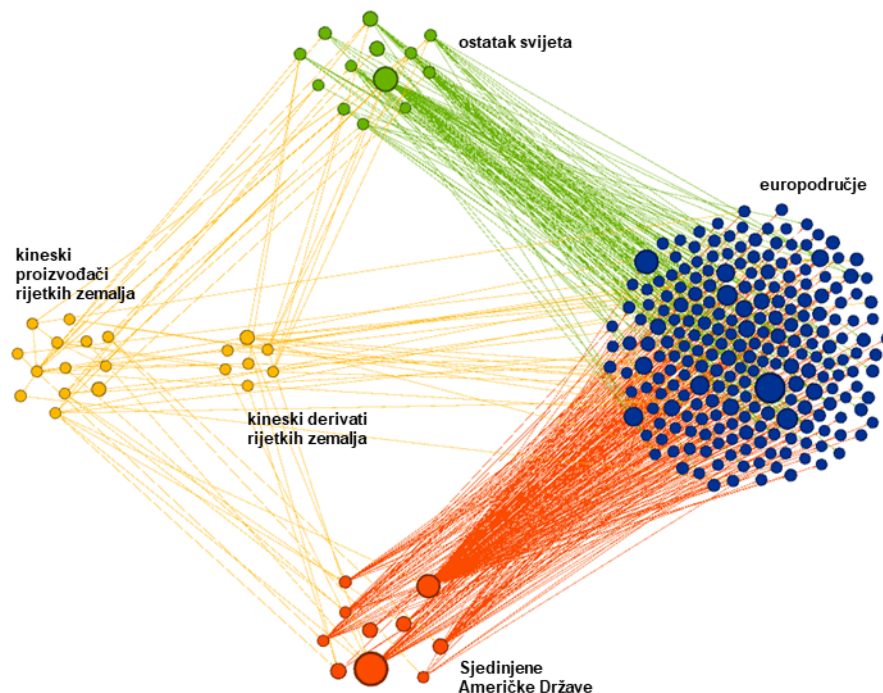
Ovisnost o rijetkim zemljama razlikuje se među sektorima. Prerađivačke industrije posebice su izložene jer manjak rijetkih zemnih materijala može potencijalno zaustaviti proizvodnju. Primjerice, automobilska industrija snažno se oslanja na trajne magnete izrađene od elemenata rijetkih zemalja. Slično tome, energetske sektor znatno ovisi o rijetkim zemljama za neodimijne magnete koji se upotrebljavaju u vjetroturbinama. Nasuprot tome, uslužni sektori manje su osjetljivi jer se rijetke zemlje obično upotrebljavaju kao jednokratni intermedijarni ulazni resursi.

Mreža kineskih dobavljača rijetkih zemalja pokazuje gustu isprepletenost globalnih industrijskih poveznica. Izravni odnosi s klijentima u središtu su mreže rijetkih zemalja, koja uključuje poduzeća diljem Azije (izvan Kine, uglavnom u Japanu), Europske unije i Sjeverne Amerike. Mnogo ih posluje u tehnološkim i energetskim sektorima te sektorima napredne prerađivačke industrije. Slika A zorno prikazuje mrežu kineskih proizvođača rijetkih zemalja i derivata, a pokazuje izravne veze između poduzeća u europodručju i proizvođača rijetkih zemalja kao i poveznice preko pojedinačnih posredničkih poduzeća (što odgovara prvim dvama stupcima Grafikona B). Kod 1767 poduzeća europodručja u uzorku vidljivo je 11 izravnih veza između poduzeća koja proizvode rijetke zemlje i poduzeća u europodručju; postoji

16 veza s poduzećima koja proizvode derivate rijetkih zemalja, a 223 poduzeća povezana su samo preko jednog posrednika (oko 13 %).³

Slika A

Poveznice između kineskih proizvođača rijetkih zemalja i poduzeća u europodručju



Izvori: Bloomberg Finance L.P. i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Kineska čvorišta odnose se na proizvođače rijetkih zemalja i derivata. Slika pokazuje izravne i neizravne veze (preko prvog posrednika) između kineskih poduzeća za proizvodnju rijetkih zemalja i poduzeća u europodručju. Veličina čvorišta odražava prihode. Prikazana su samo poduzeća s prihodima obuhvaćenima u mreži.

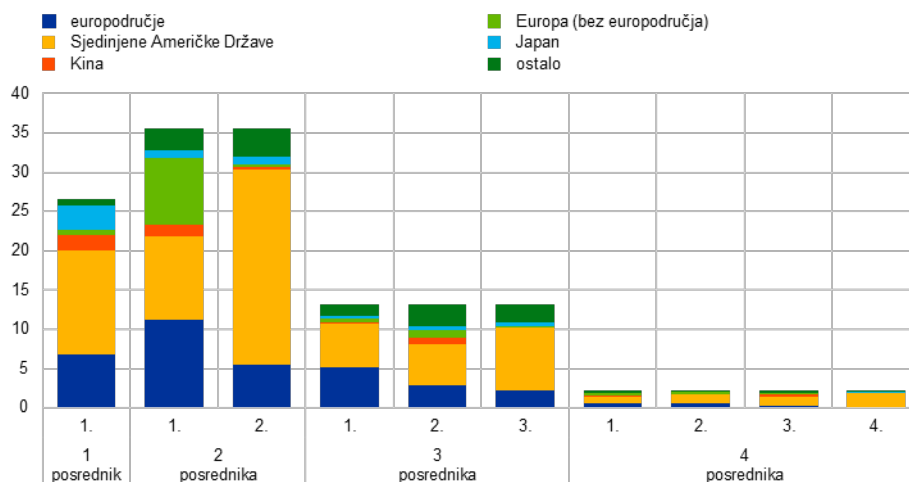
Iznenadan prekid opskrbe elemenata rijetkih zemalja iz Kine u Sjedinjene Američke Države imao bi znatne posljedice za poduzeća u europodručju zbog središnje pozicije američkih poduzeća u globalnoj opskrbenj mreži. Američka poduzeća imaju ulogu najvećih ključnih posrednika jer opskrbljuju poduzeća u europodručju prerađenim proizvodima dobivenima od elemenata rijetkih zemalja (Grafikon C). Američka poduzeća – uključujući istaknuta tehnološka poduzeća kao što su Microsoft, Apple i Intel – posluju u strateškim industrijama kao što su proizvodnja poluvodiča, proizvodnja preciznih magneta i kemijska obrada, a ovise o izvorima rijetkih zemalja iz Kine. To upućuje na neizravnu izloženost europodručja kineskim dobavljačima rijetkih zemalja. Samo 157 američkih poduzeća izravni su posrednici između poduzeća u europodručju i kineskih izvoznika rijetkih zemalja. Međutim, ta poduzeća dostavljaju proizvode brojnim drugim ugovornim stranama u europodručju, pa bi poremećaji izvora elemenata rijetkih zemalja mogli dovesti do učinaka prijenosa u opskrbnim lancima.

³ Kada se razmatraju i poduzeća za koja nisu dostupni podatci o prihodima (12 300 poduzeća), broj poduzeća koja su izravno povezana i poduzeća koja su neizravno povezana preko jednog posrednika iznosi oko 550.

Grafikon C

Nacionalnost posrednika između poduzeća u europodručju i kineskih poduzeća za proizvodnju rijetkih zemalja

(postotci poduzeća u europodručju, ponderirano prihodima)



Izvori: Bloomberg Finance L.P. i izračun stručnjaka ESB-a

Napomena: Prvi posrednik najbliža je veza prema poduzećima u europodručju, a posrednik s najvećim brojem najbliža je veza prema kineskim poduzećima za proizvodnju rijetkih zemalja.

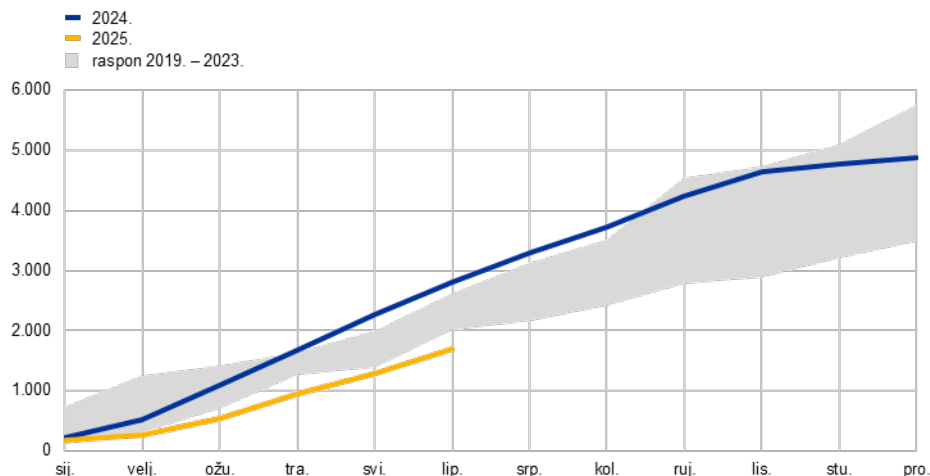
Ograničenje izvoza rijetkih zemalja iz Kine već je stvorilo poremećaje u globalnom lancu vrijednosti i utjecalo na neka europska poduzeća.

Europodručje općenito nije stvaralo zalihe elemenata rijetkih zemalja prije nego što su ograničenja stupila na snagu, a do lipnja je ukupan uvoz iz Kine pao ispod uobičajenih razina (Grafikon D). U tom je mjesecu europska automobilska industrija dignula uzbunu i objavila da su kritično niske zalihe dovele do zatvaranja nekoliko proizvodnih linija i tvornica diljem Europe (Europsko udruženje dobavljača automobilske industrije, 2025.). Kašnjenje Kine u obradi zahtjeva za izvozne dozvole uzrokovalo je dio tih poremećaja. Međutim, europska tijela otad pregovaraju kako bi nekim europskim poduzećima osigurala ubrzano dobivanje dozvola.

Grafikon D

Uvoz europodručja rijetkih zemalja iz Kine

(tone, kumulativno od siječnja)



Izvori: Eurostat i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Prikazana je kombinacija prvih dvaju stupaca Grafikona A (HS oznaka 280530 i HS oznaka 284690). Posljednji podatci odnose se na lipanj 2025.

U međunarodnim trgovinskim sporovima Kina se svojim kvazimonopolom na elemente rijetkih zemalja koristi kao polugom.

Kina je odgovorila na američke carine ograničavanjem izvoza rijetkih zemalja, čime je pokazala svoju spremnost da se tim elementima koristi kako bi stvorila pritiske na trgovinske partnere. Kina bi se na sličan način mogla koristiti rijetkim zemljama kako bi stvorila pritiske na trgovinske pregovore s EU-om koji su u tijeku. Europski parlament pozvao je Komisiju da riješi te ranjivosti brzom primjenom Akta o kritičnim sirovinama. Među ostalim, Akt o kritičnim sirovinama usmjeren je na poboljšavanje položaja Europe diversificiranjem uvoza kritičnih sirovina i pojačavanjem napora povezanih s recikliranjem (Europski parlament, 2025.).

Europodručje je i nadalje izloženo rizicima povezanim s inflacijom i gospodarskim rizicima zbog toga što se oslanja na kinesku opskrbu rijetkih zemalja ključnim industrijama.

Poremećaji u opskrbnim lancima koji proizlaze iz kineskih izvoznih ograničenja mogli bi dovesti do većih ulaznih troškova za proizvođače, posebice u sektorima automobilske industrije, elektronike i obnovljive energije. Povećanje troškova moglo bi potaknuti rast potrošačkih cijena i pridonijeti inflacijskim pritiscima. Osim toga, manjak materijala mogao bi i zaustaviti proizvodnju, što bi nepovoljno utjecalo na industrijsku proizvodnju i oslabilo ukupnu gospodarsku aktivnost. Pandemija je istaknula krhkost globalnih opskrbnih lanaca i pokazala da se iznenadni poremećaji mogu prenijeti na različite industrije i sektore. Procjene zasnovane na modelu upućuju na to da bi poremećaji u opskrbi ključnim ulaznim resursima, kao što su elementi rijetkih zemalja, mogli neproporcionalno utjecati na sektore na kraju lanca nabave (Attinasi *et al.*, 2025.). Sadašnji pokazatelji ne upućuju na zaključak da će se pritisci na opskrbne lance i povećanje cijena pojaviti u vrlo kratkom razdoblju. Međutim, važno je ostati oprezan i pozorno pratiti kretanja s obzirom na mogućnost da dođe do brzih promjena dinamike globalne

opskrbe. Mrežna analiza prikazana u ovoj studiji mogla bi poslužiti kao alat za praćenje kojim bi se identificirale potencijalne ranjivosti opskrbnih lanaca.

Izvori

Attinasi, M.-G., Boeckelmann, L., Gerinovics, R. i Meunier, B. (2025.), „[Unveiling the hidden costs of critical dependencies](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 5, ESB

Europsko udruženje dobavljača automobilske industrije (2025.), „[Urgent action needed as China's export restrictions on rare earths disrupt European automotive supply chains](#)”, *priopćenje za javnost*, 4. lipnja

Europska komisija (2020.), „[Critical raw materials for strategic technologies and sectors in the EU](#)”, Ured za publikacije Europske unije

Europska komisija (2025.), „[Critical Raw Materials Act](#)”

Europski parlament (2025.), „[Commission must tackle China's export restrictions on rare earth elements](#)”, *priopćenje za javnost*, 10. srpnja

Međunarodna agencija za energiju (2024.), „[Global Critical Minerals Outlook 2024](#)”, IEA Publications

International Relations Committee Work stream on Open Strategic Autonomy (2023.), „[The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective](#)”, *Occasional Paper Series*, br. 311, ESB

2. Očekivanja i djelovanje potrošača tijekom nedavnih trgovinskih napetosti

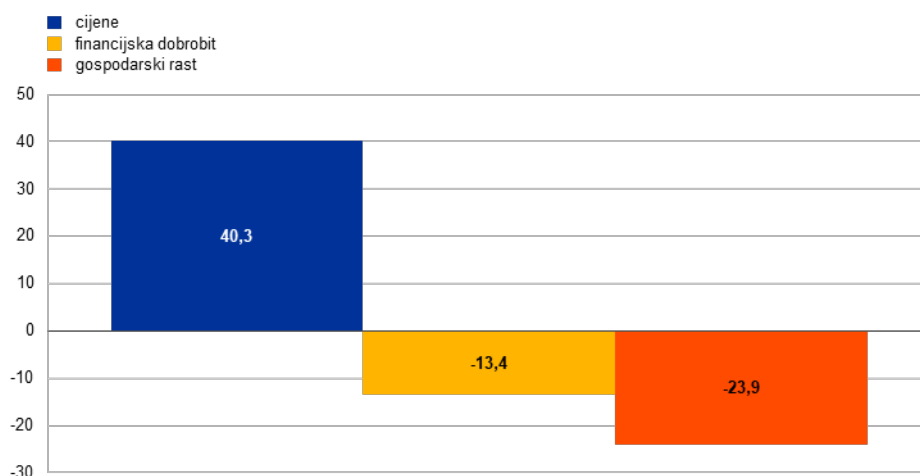
Priredili: Adam Baumann, Luca Caprari, Maarten Dossche, Georgi Kocharkov i Omiros Kouvavas

Nedavne trgovinske napetosti i najave o carinama znatno utječu na ponašanje i očekivanja europskih potrošača. Prema podacima iz ESB-ove ankete o očekivanjima potrošača iz lipnja 2025. europski potrošači očekuju da će carine nepovoljno utjecati na inflaciju, financije kućanstava i gospodarski rast.¹ Na neto razini 40 % ispitanika smatra da carine imaju inflacijski učinak, 13 % ispitanika smatra da negativno djeluju na njihove financije, a 24 % ispitanika smatra da će carine prigušiti gospodarski rast (Grafikon A).

Grafikon A

Očekivanja kućanstava u odnosu na utjecaj viših carina

(ponderirani neto postotci)



Izvor: ESB (anketa o očekivanjima potrošača iz lipnja 2025.)

Napomene: Podatci ponderirani prema veličini stanovništva. Pitanje: „Otkad je stupio na dužnost u siječnju američki predsjednik najavljuje mogućnost uvođenja carina, a nekoliko zemalja (uključujući Europsku uniju) odgovorilo je najavom protumjera. Ako pretpostavimo da će najavljene carine doista stupiti na snagu, na koji način smatrate da će utjecati (ako smatrate da će utjecati) na navedeno u sljedećih 12 mjeseci?“ Srednja vrijednost ponderiranih neto postotaka izračunata je ponderiranjem sljedećih odgovora: „Doći će do velikog povećanja“ (+1), „Doći će do malog povećanja“ (+0,5), „Doći će do malog smanjenja“ (–0,5), „Doći će do velikog smanjenja“ (–1).

Potrošači koji smatraju da će carine imati inflacijski učinak revidirali su najviše svoja očekivanja glede inflacije. Podatci pokazuju da su se u skupini koja je u anketi iz lipnja 2025. smatrala da će carine imati inflacijski učinak povećala i inflacijska očekivanja u odnosu na siječanj 2025., i to za oko 0,2 postotna boda za horizont koji obuhvaća sljedeću godinu dana, 0,13 postotnih bodova za horizont od sljedeće tri godine i 0,06 postotnih bodova za horizont od sljedećih pet godina (Grafikon B, panel a)). Malo povećanje dugoročnih inflacijskih očekivanja među

¹ Vidi Baumann i dr. (2025.a) za detaljnu analizu nedavnih kretanja pouzdanja potrošača i odgovarajućeg slabog rasta potrošnje.

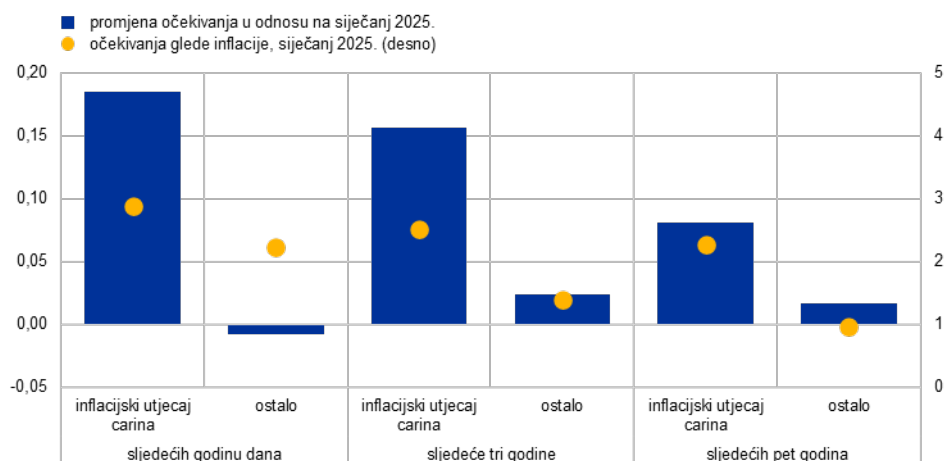
ispitanicima koji smatraju da carine imaju inflacijski učinak upućuje na to da percipirani učinak carina na inflaciju nije posve privremen.

Grafikon B

Promjene očekivanja zbog carina

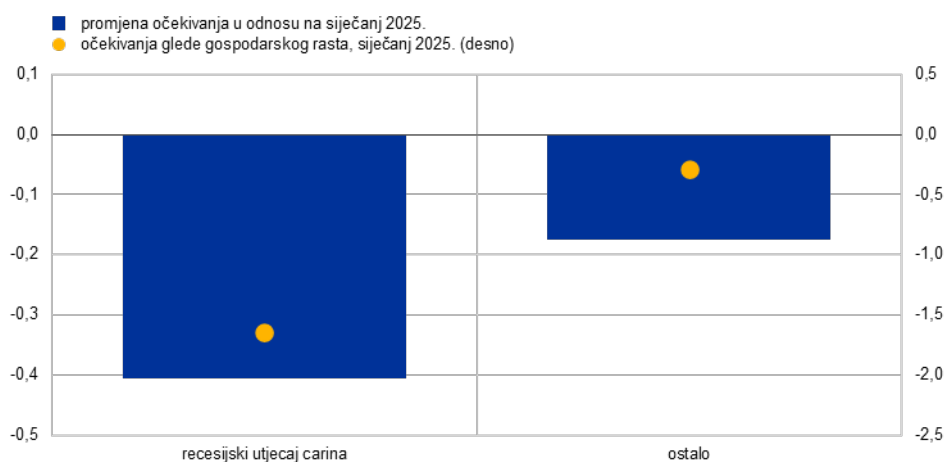
a) inflacijska očekivanja

(lijevo: postotni bodovi, desno: postotci)



b) očekivanja glede gospodarskog rasta

(lijevo: postotni bodovi, desno: postotci)



Izvor: ESB (anketa o očekivanjima potrošača iz lipnja 2025.)

Napomene: Podatci ponderirani prema veličini stanovništva. Panel a) pokazuje razliku između inflacijskih očekivanja u siječnju 2025. i prosjeka inflacijskih očekivanja u travnju, svibnju i lipnju 2025. za ispitanike koji smatraju da će carine povećati inflaciju i ispitanike koji ne smatraju da će se to dogoditi za tri različita horizonta: sljedećih godinu dana, sljedeće tri godine i sljedećih pet godina. Panel b) pokazuje razliku između gospodarskog rasta u siječnju 2025. i prosjeka očekivanja glede gospodarskog rasta zabilježenih u travnju, svibnju i lipnju 2025. za ispitanike koji smatraju da će carine prigušiti gospodarski rast i za one koji smatraju da se to neće dogoditi.

Zabrinutost zbog gospodarskog rasta na sličan se način povećala među ispitanicima koji smatraju da će carine dovesti do recesije.

Potrošači koji smatraju da će carine dovesti do recesije od siječnja 2025. smanjili su svoja očekivanja glede gospodarskog rasta za razdoblje od sljedećih 12 mjeseci za 0,4 postotna boda u usporedbi sa smanjenjem od samo 0,2 postotna boda koje su naveli drugi ispitanici (Grafikon B, panel b)). Ti rezultati upućuju na zaključak koji proizlazi i iz Grafikona A, odnosno da trgovinske napetosti utječu na pesimističnije gospodarske izglede među kućanstvima.

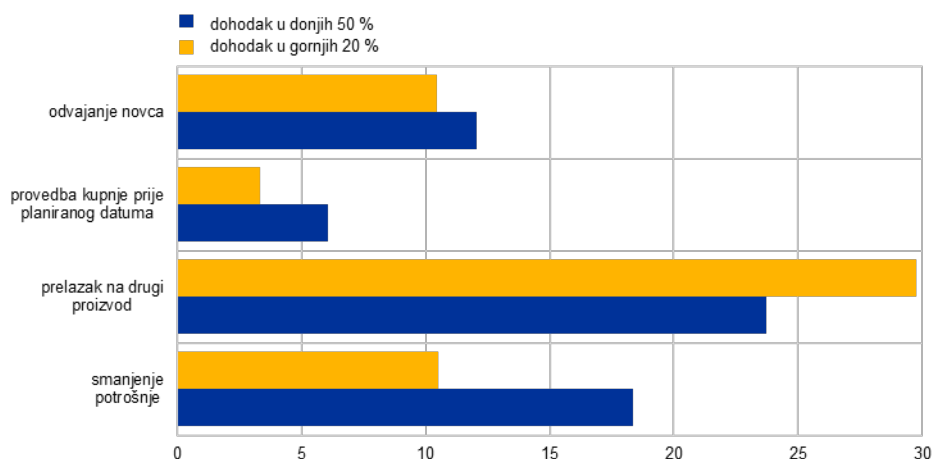
Zbog zabrinutosti povezanih s carinama potrošači znatno mijenjaju svoje navike u potrošnji. Otprilike 26 % ispitanika izjavilo je da zamjenjuje američke proizvode drugim proizvodima, dok oko 16 % ispitanika navodi da su smanjili svoje ukupne rashode (Grafikon C, panel a)).² Spomenute promjene u ponašanju razlikuju se među dohodovnim skupinama: izglednije je da će kućanstva s visokim dohotkom zamijeniti američke proizvode drugim proizvodima, dok su kućanstva s nižim dohotkom sklonija smanjenju ukupnih rashoda.

Grafikon C

Mjere koje su poduzeli ispitanici ankete o očekivanjima potrošača nakon najava o carinama

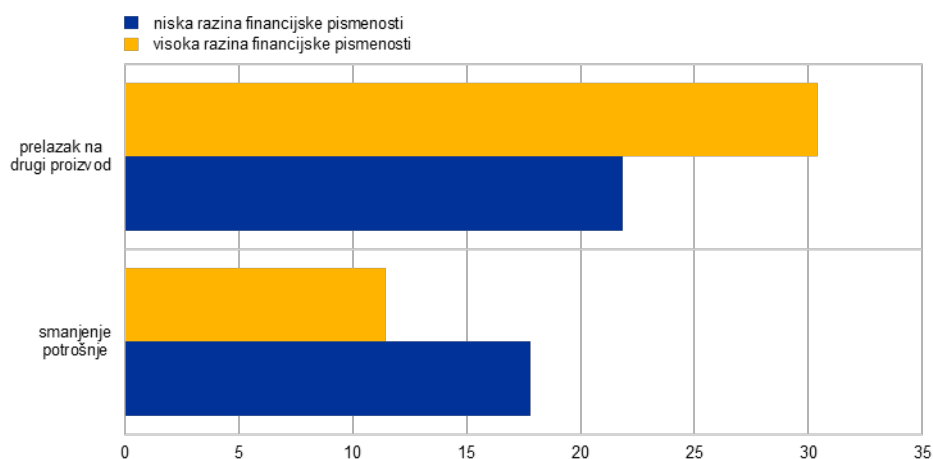
a) poduzete mjere prema visini dohotka

(postotak ispitanika)



b) poduzete mjere prema stupnju financijske pismenosti

(postotak ispitanika)



Izvor: ESB (anketa o očekivanjima potrošača iz lipnja 2025.)

Napomene: Podatci ponderirani prema veličini stanovništva. Postotci ispitanika koji su poduzeli određenu mjeru nakon najava o mogućim carinama. U panelu a) kvantili dohotka dobiveni su iz prijavljenih podataka o dohotku kućanstva prema valu i državi. U panelu b) financijska se pismenost temelji na bodovima postignutima u financijskom kvizu u sklopu ankete o očekivanjima potrošača na ljestvici od 0 do 4, pri čemu 4 označava visoku, a manje od 3 nisku financijsku pismenost.

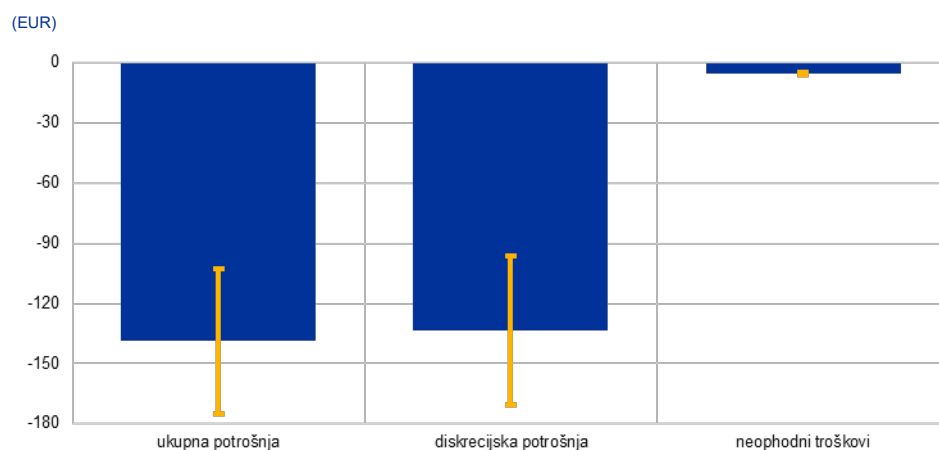
² Do navedene zamjene američkih proizvoda dolazi unatoč znatnoj deprecijaciji američkog dolara.

Čini se da financijska pismenost i sklonost zamjeni određenih proizvoda drugim proizvodima imaju ulogu u oblikovanju poduzetih mjera. Baumann i dr. (2025.b) naglašavaju da su mnogi potrošači bili spremni zamijeniti američke proizvode drugima i prije nego što je američka administracija najavila carine u travnju 2025.³ Prema anketi iz lipnja 2025. potrošači s višom razinom financijske pismenosti bili su skloniji zamjeni američkih proizvoda drugim proizvodima, a ispitanici s nižom razinom financijske pismenosti bili su skloniji smanjenju ukupnih rashoda (Grafikon C, panel b)).

Smanjenje potrošnje potaknuto je rezovima diskrecijskih rashoda. Prema procjeni razlike između dviju skupina i njihovoj potrošnji u siječnju i travnju 2025. potrošači koji su naveli da prilagođavaju svoju potrošnju nakon najava o carinama smanjili su svoju ukupnu nominalnu potrošnju više od usporedive skupine. U skladu s očekivanjima to se smanjenje u potpunosti može pripisati diskrecijskoj potrošnji, a utjecaj na neophodne troškove uglavnom nije primijećen (Grafikon D).

Grafikon D

Smanjenje potrošnje zbog trgovinskih napetosti procijenjeno metodom razlike u razlikama



Izvor: ESB (anketa o očekivanjima potrošača iz lipnja 2025.)

Napomene: Podatci ponderirani prema veličini stanovništva. Razlika u promjeni razine potrošnje između siječnja 2025. i travnja 2025. za ispitanike koji su naveli da su smanjili potrošnju nakon najava o carinama i za one koji nisu to naveli. Neophodni troškovi obuhvaćaju hranu, piće, troškove stanovanja i komunalne usluge, a ostala se potrošnja smatra diskrecijskom. Žute linije prikazuju intervale pouzdanosti od 90 %.

Spomenuti rezultati upućuju na opipljive učinke trgovinskih napetosti na ponašanje i očekivanja europskih potrošača povezana s gospodarskim kretanjima. Carine su promjenom očekivanja glede inflacije i rasta i uzrokovanjem pomaka u potrošačkim navikama stvorile razinu nesigurnosti koja utječe na odluke pojedinačnih kućanstava, a možda i na šira gospodarska kretanja.

³ Ako promatramo ispitanike koji su u ožujku 2025. naveli sklonosti kao glavni razlog za potencijalnu zamjenu američkih proizvoda drugim proizvodima, iz odgovora u anketi iz lipnja 2025. vidljivo je da je otprilike 40 % ispitanika poduzelo mjere u skladu s tom namjerom.

Izvori

Baumann, A., Caprari, L., Dossche, M., Kocharkov, G. i Kouvavas, O. (2025.a), „[Consumer confidence and household consumption decisions](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 5, ESB

Baumann, A., Caprari, L., Dossche, M., Kocharkov, G. i Kouvavas, O. (2025.b), „[How European consumers respond to US tariffs](#)”, *VoxEU Column*, Centre for Economic Policy Research, 16. srpnja

3. Usporedba prerađivačke industrije i uslužnog sektora: kako su predopskrba i neizvjesnost utjecale na nedavna zbivanja

Priredili: Niccolò Battistini i Johannes Gareis

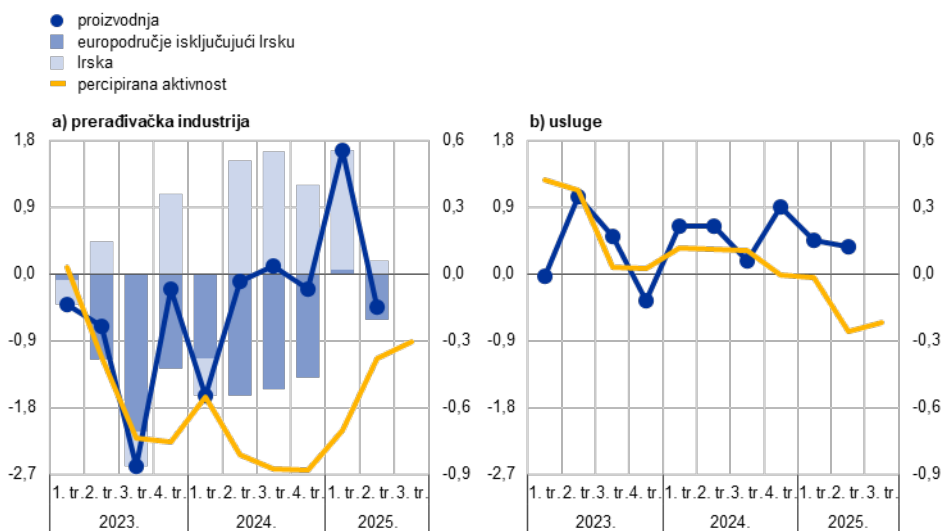
Aktivnost u prerađivačkoj industriji počela je ponovo rasti početkom 2025., a aktivnost u uslužnom sektoru usporila se i došlo je do preokreta prethodnih trendova u tim dvama sektorima. Kvantitativni podatci o proizvodnji pokazuju da je u 2023. i 2024. došlo do znatnog smanjenja aktivnosti u prerađivačkoj industriji. Međutim, u prvom tromjesečju 2025. prerađivačka se industrija oporavila jer je došlo do naglog zaustavljanja tog smanjivanja u europodručju isključujući Irsku, a u Irskoj se rast ubrzao (Grafikon A). Nasuprot tome, došlo je do usporavanja aktivnosti u uslužnom sektoru, koja je prethodne dvije godine kontinuirano rasla. Anketni podatci Europske komisije o percepciji poduzeća potvrđuju taj preokret. Poduzeća u prerađivačkoj industriji prijavila su znatan porast percipirane aktivnosti, iako je ona i nadalje na razinama ispod svojega dugoročnog prosjeka. Za razliku od toga, uslužna poduzeća prijavila su pad percipirane aktivnosti na razine ispod povijesnih vrijednosti. Ranija odstupanja trendova u prerađivačkoj industriji i uslužnom sektoru bila su odraz snažnog povećanja inflacije potaknutog rastom cijena energenata i pooštavanja monetarne politike, do kojega je zbog toga došlo, što je osobito negativno utjecalo na prerađivačku industriju, dok je na uslužni sektor povoljno utjecala normalizacija obrazaca potrošnje u razdoblju poslije pandemije.¹ Iako su se neki od tih pokretača promijenili, pojavili su se novi činitelji. Privremena predopskrba prije uvođenja viših američkih carina vjerojatno je pridonijela oporavku u prerađivačkoj industriji, a čini se da je sve veća neizvjesnost povezana s trgovinskom politikom (i općenito gospodarskom politikom) nepovoljno utjecala na ukupnu gospodarsku aktivnost. U ovom okviru analiziraju se predopskrba i neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama s obzirom na granularne sektorske podatke i razmatraju se kratkoročni izgledi za aktivnost u prerađivačkoj industriji i uslužnom sektoru.

¹ Za procjenu učinka prethodnog pooštavanja monetarne politike na aktivnost u prerađivačkoj industriji i uslužnom sektoru vidi Battistini i Gareis (2023.).

Grafikon A

Proizvodnja i percipirana aktivnost u prerađivačkoj industriji i uslužnom sektoru

(lijevo: tromjesečne promjene u postotcima i doprinosi u postotnim bodovima, desno: standardizirani postotci, stanja)



Izvori: Eurostat, Europska komisija i izračun ESB-a

Napomene: Proizvodnja usluga odnosi se na poslovno gospodarstvo, isključujući financijske i javne usluge. Percipirana aktivnost odnosi se na procjenu poduzeća o promjenama u proizvodnji u posljednja tri mjeseca kada je riječ o prerađivačkoj industriji te o potražnji u posljednja tri mjeseca kada je riječ o uslužnom sektoru. Anketni pokazatelji standardizirani su za razdoblje od siječnja 1999. do posljednjih podataka. Tromjesečni prosjeci za najnovije podatke izračunani su primjenom dostupnih mjesečnih podataka. Posljednji mjesečni podatci odnose se na lipanj 2025. kada je riječ o proizvodnji u prerađivačkoj industriji, svibanj 2025. kada je riječ o proizvodnji usluga i srpanj 2025. kada je riječ o anketama.

Predopskrba prije uvođenja viših američkih carina vjerojatno je privremeno potaknula rast aktivnosti u prerađivačkoj industriji u prvom tromjesečju 2025.

Prema anketama provedenima u poduzećima, predopskrba je bila posljedica privremenoga naglog povećanja potražnje SAD-a za robom iz europodručja prije povećanja carina planiranog u travnju (Melemenidis *et al.*, 2025.). To se poklopilo s pojavom i intenzitetom fluktuacija proizvodnje u prerađivačkoj industriji. Proizvodnja u prerađivačkoj industriji snažno se povećala u prvom tromjesečju nakon dvije godine pada, uglavnom potaknuta snažnim rastom u ožujku, kada je dosegla vrhunac, nakon čega se smanjila u razdoblju od travnja do lipnja. Učinci privremene predopskrbe također su vidljivi kada se uspoređi izloženost različitih sektora izvozu u Sjedinjene Američke Države s njihovom dinamikom proizvodnje (Grafikon B). Proizvodnja u sektorima s većom izloženosti izvozu u SAD zabilježila je snažnije povećanje u ožujku (Grafikon B, panel a)) i izrazitiji pad u razdoblju od travnja do lipnja (Grafikon B, panel b)). Ta je dinamika najviše izražena u farmaceutskom sektoru s obzirom na veliku izloženost tog sektora izvozu u SAD. Proizvodnja u tom sektoru porasla je u ožujku za gotovo 9 % u odnosu na veljaču, a potom se u drugom tromjesečju u prosjeku smanjila za sličan iznos. Na razini država ta kretanja uglavnom su posljedica visoke kolebljivosti proizvodnje farmaceutskih proizvoda u Njemačkoj, Nizozemskoj i najvjerojatnije Irskoj.²

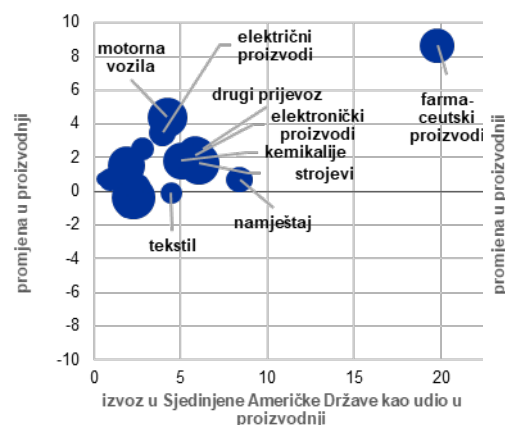
² Proizvodnja farmaceutskih proizvoda u Njemačkoj i Nizozemskoj povećala se za oko 19 % odnosno 17 % u veljači i ožujku, a u drugom tromjesečju u prosjeku se smanjila za 15 % odnosno 26 % u odnosu na razine zabilježene u ožujku. Iako za irski farmaceutski sektor nisu dostupni službeni podatci o proizvodnji, proizvodnja Irske u „modernom sektoru“ (uključujući farmaceutski sektor) i izvoz farmaceutskih proizvoda u Sjedinjene Američke Države naglo su se povećali u ožujku, a potom se smanjili u drugom tromjesečju, što može upućivati na sličan profil proizvodnje.

Grafikon B

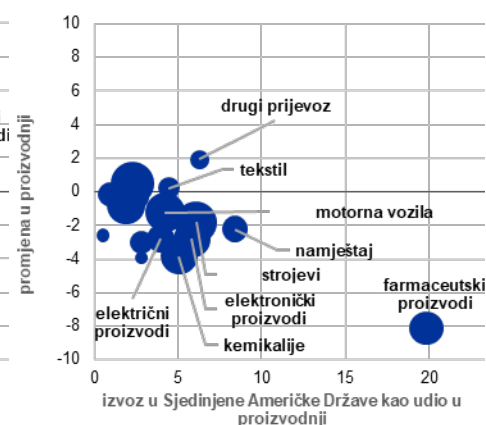
Proizvodnja u sektoru prerađivačke industrije i izloženost izvozu u SAD

(promjene u postotcima u odnosu na prethodno razdoblje)

a) ožujak u odnosu na veljaču



b) prosjek u razdoblju od travnja do lipnja u odnosu na ožujak



Izvori: Eurostat, Europska komisija i izračun ESB-a

Napomene: Veličina točaka odražava sektorski udio u ukupnoj bruto dodanoj vrijednosti. Navedeni su sektori u kojima izvoz u SAD premašuje 3 % sektorske proizvodnje. Sektorski ulazni/izlazni podatci dobiveni su iz FIGARO tablica za 2022. Posljednji podatci odnose se na lipanj 2025.

Iako je predopskrba privremeno povoljno djelovala na aktivnost u prerađivačkoj industriji, sve veća neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama vjerojatno je pridonijela nedavnom gubitku zamaha u uslužnom sektoru. Nakon najava američke administracije o carinama 2. travnja, neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama porasla je na povijesno visoku razinu, znatno iznad razina zabilježenih tijekom prethodnih epizoda trgovinskih napetosti, kao što su sporovi između SAD-a i Kine u prvom mandatu predsjednika Trumpa (Grafikon C).³ Empirijski dokazi pokazuju da neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama neproporcionalno nepovoljno utječe na poslovna ulaganja (Caldara *et al.*, 2020., Andersson *et al.*, 2024.) i na povezane sektorske aktivnosti (De Santis i Zimic, 2019.). Taj nalaz potkrepljuju granularni i pravodobni anketni podatci u svim sektorima. Tijekom prve Trumpove administracije percipirana aktivnost smanjila se kod poduzeća u prerađivačkoj industriji i poduzeća koja se bave poslovnim uslugama (pri čemu su obje vrste poduzeća usko povezane s poslovnim ulaganjima), a istodobno je ostala nepromijenjena kod poduzeća koja pružaju usluge potrošačima (Grafikon C, panel a)).⁴ Slično tome, povećana neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama trenutačno vjerojatno više utječe na prerađivačku industriju i poslovne usluge nego na usluge potrošačima. Međutim, u slučaju prerađivačke

³ Neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama u ovom okviru odnosi se na indeks koji su razvili Caldara *et al.* (2020.), a koji se dobiva brojenjem učestalosti zajedničke pojave pojmova „trgovinska politika“ i „neizvjesnost“ u vodećim američkim novinama. Za ranu procjenu važnosti neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama u odnosu na druge mjere neizvjesnosti tijekom prve Trumpove administracije vidi Azqueta-Gavaldón *et al.* (2019.).

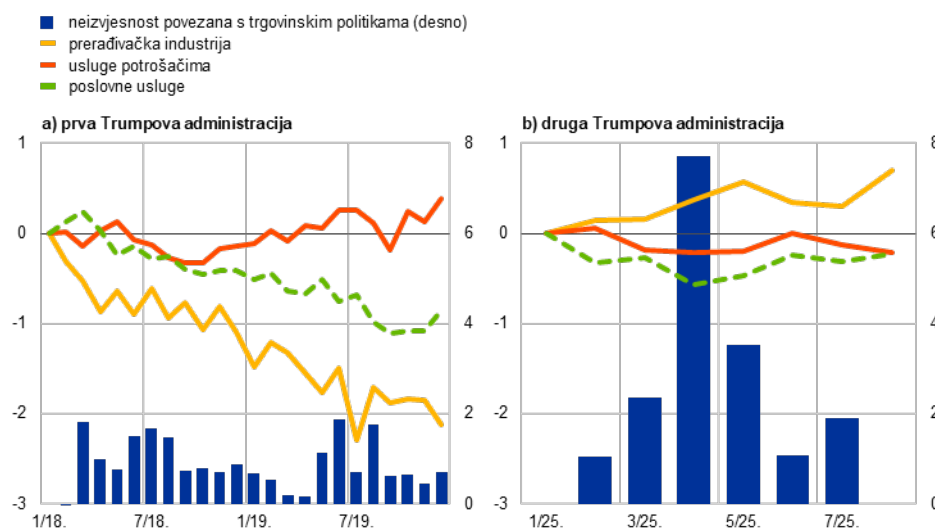
⁴ Sve veća neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama tijekom Trumpova prvog mandata trebala bi biti samo jedan od činitelja koji su utjecali na pad percipirane aktivnosti u prerađivačkoj industriji i sektoru poslovnih usluga. Na ta su kretanja možda utjecali i drugi činitelji, uključujući poteškoće u automobilske industriji zbog uvođenja novih standarda za emisije, financijska previranja na tržištima u nastajanju i Brexit (Gunnella i Quaglietti, 2019.).

industrije, taj je negativan učinak dosad bio znatno neutraliziran pozitivnim učincima predopskrbe, koji su privremeno povećali proizvodnju (Grafikon C, panel b)).

Grafikon C

Neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama i percipirana aktivnost u prerađivačkoj industriji i uslužnom sektoru

(lijevo: kumulativne promjene u standardiziranim postotcima, stanjima, desno: kumulativna promjena u standardiziranom indeksu)



Izvori: Eurostat, Europska komisija, Caldara *et al.* (2020.) i izračun ESB-a

Napomene: Percipirana aktivnost odnosi se na procjenu poduzeća o promjenama u proizvodnji u posljednja tri mjeseca kada je riječ o prerađivačkoj industriji te o potražnji u posljednja tri mjeseca kada je riječ o uslužnom sektoru. Usluge potrošačima uključuju smještaj i hranu te djelatnosti putničkih agencija, djelatnosti emitiranja i poštanske usluge; poslovne usluge uključuju preostale profesionalne djelatnosti, skladištenje, izdavaštvo (uglavnom softver) i popravak računala. Za više pojedinosti o mjeri neizvjesnosti povezanoj s trgovinskim politikama vidi Caldara *et al.* (2020.). Kumulativne promjene izračunavaju se od siječnja 2018. na panelu a) i od siječnja 2025. na panelu b). Posljednji podatci odnose se na srpanj 2025.

Nekoliko činitelja utječe na izgleda za prerađivačku industriju i uslužni sektor, pri čemu još uvijek nije jasno koji od njih će prevladati. Anketni podatci

Europske komisije pokazuju da se u trećem tromjesečju do sadašnjeg trenutka aktivnost malo smanjila u području usluga potrošačima, a blago oporavila u području poslovnih usluga, s obzirom na to da se neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama smanjila (Grafikon C, panel b)). Osim toga, aktivnost u prerađivačkoj industriji nastavila je rasti i premašila je razine zabilježene na početku godine. Kada je riječ o rizicima koji proizlaze iz neizvjesnosti, kad bi neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama ostala povišena u odnosu na povijesne standarde, njezini nepovoljni učinci mogli bi i nadalje nepovoljno utjecati na uslužni sektor i postati vidljivi u prerađivačkoj industriji usporedno sa smanjivanjem predopskrbe. Međutim, sporazum o trgovini između EU-a i Sjedinjenih Američkih Država mogao bi dovesti do snažnog smanjenja te neizvjesnosti i ublažiti neke njezine nepovoljne učinke. Osim rizika povezanih s neizvjesnošću, vjerojatno je da će i ostali činitelji utjecati na izgleda. Nepovoljni učinci proizlaze iz aprecijacije eura i učinka viših carina, a odgođeni učinci popuštanja monetarne politike i mogući povoljni utjecaji povećane potrošnje na obranu i infrastrukturu imaju kompenzirajući i povoljan učinak.

Izvori

Andersson, M., Bobasu, A. i De Santis, R. A. (2024.), „[Kakve gospodarske signale dobivamo od mjera neizvjesnosti?](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB

Azqueta-Gavaldón, A., Hirschbühl, D., Onorante, L. i Saiz, L. (2019.), „[Sources of economic policy uncertainty in the euro area: a machine learning approach](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 5, ESB

Battistini, N. i Gareis, J. (2023.), „[Monetarna politika i nedavno usporavanje aktivnosti u prerađivačkoj industriji i uslužnom sektoru](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB

Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. i Raffo, A. (2020.), „The economic effects of trade policy uncertainty”, *Journal of Monetary Economics*, sv. 109, siječanj, str. 38. – 59.

De Santis, R. A. i Zimic, S. (2019.), „[Domestic versus foreign factors behind the fall in euro area industrial production](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB

Gunnella, V. i Quaglietti, L. (2019.), „[The economic implications of rising protectionism: a euro area and global perspective](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 3, ESB

Melemenidis, A., Morris, R. i Roma, M. (2025.), „[Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 5, ESB

4. Jesu li radnici spremni prihvatiti smanjenja plaća u zamjenu za fleksibilnost rada na daljinu?

Priredili: António Dias da Silva i Marco Weissler

Nakon pandemije rad od kuće postao je uobičajeniji u europodručju.¹ Prema Eurostatu, udio zaposlenika u dobi od 20 do 64 godine koji su barem katkad radili od kuće udvostručio se od 2019. do 2024. s 11,7 % na 22,4 %.² Među ispitanicima ESB-ove ankete o očekivanjima potrošača rad od kuće bio je još češći od toga jer je u svibnju 2024. godine 33,6 % zaposlenika izjavilo da rade od kuće najmanje dva dana tjedno. Ova bi se razlika mogla pripisati metodološkim razlikama, a s obzirom na to da se anketa provodi putem interneta, mogla bi se pripisati mogućim razlikama u uzorkovanju. Anketa o očekivanjima potrošača pokazuje i kako se čini da su ti obrasci rada na daljinu postali ustaljeni s obzirom na to da su ostali uglavnom stabilni od 2024. do 2025. Poduzeća često nude povlastice kao dohodak iz drugih izvora osim rada, što uključuje mogućnost rada na daljinu kao alternativu za veće plaće. Prethodna međunarodna istraživanja o tom pitanju često su pokazala da bi zaposlenici bili spremni odreći se dijela svojih plaća u zamjenu za mogućnost rada od kuće (Aksoy *et al.*, 2022., Nagler *et al.*, 2024. i Cullen *et al.*, 2025.). U ovom se okviru analizira koliko zaposlenici u europodručju cijene mogućnost rada od kuće.

Prema anketi o očekivanjima potrošača hibridni obrazac rada i nadalje je najčešći i preferirani izbor među zaposlenicima koji rade na daljinu. U 2025. godini 55,7 % zaposlenika uopće nije radilo od kuće, 11,9 % radilo je od kuće oko jedan dan tjedno, 21,9 % radilo je od kuće dva do četiri dana tjedno („hibridni rad“), a 10,6 % radilo je od kuće pet ili više dana tjedno (Grafikon A).³ Usporedba stvarnih obrazaca rada na daljinu zaposlenika i njihovih željenih obrazaca rada na daljinu otkriva neke znatne razlike. Najveći jaz primjetan je za zaposlenike koji trenutačno rade od kuće jedan dan tjedno, a slijede ih oni koji nikada ne rade od kuće i oni koji u potpunosti rade na daljinu. Općenito, čini se da se prednost daje hibridnom obrascu rada kao mogućnosti rada na daljinu, pri čemu većina hibridnih radnika (84 %) izražava zadovoljstvo svojim trenutačnim modalitetom. Zanimljivo je da bi 43 % zaposlenika koji u potpunosti rade na daljinu radije provodilo manje dana radeći izvan ureda. Po tome možemo zaključiti da rad na daljinu može biti potaknut potrebom ili zahtjevima poslodavca a ne sklonošću.⁴

¹ U ovom se okviru „rad od kuće“ i „rad na daljinu“ upotrebljavaju kao istoznačnice i odnose se na rad koji se obavlja izvan ureda ili drugoga uobičajenog mjesta rada, u mjestu stanovanja zaposlenika ili drugom mjestu po njihovu izboru.

² Ti se udjeli odnose na radnike u dobi od 20 do 64 godine koji nisu samozaposleni. Osim toga, iako je trenutačni udio zaposlenika koji rade od kuće veći nego 2019., niži je nego 2021. i 2022. u skladu s dokazima za Sjedinjene Američke Države (Bick *et al.*, 2025.). Vidi Dias Da Silva *et al.* (2023.) za analizu kretanja rada na daljinu u europodručju tijekom pandemije.

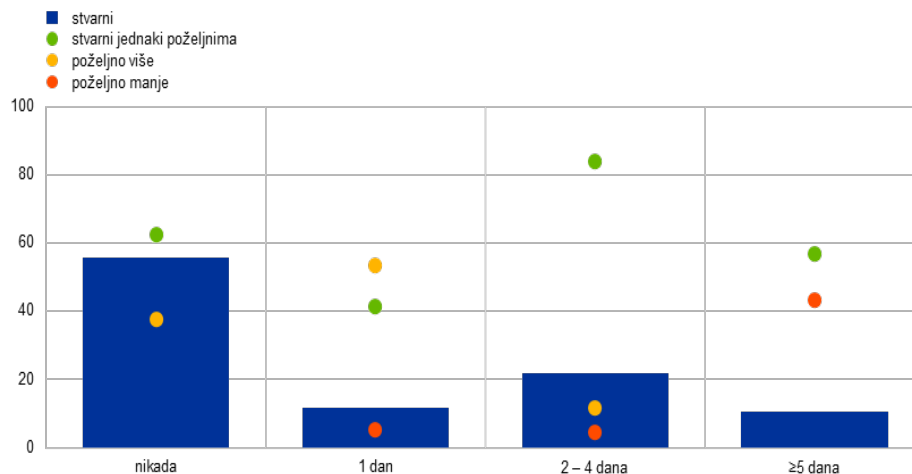
³ Agregirani podatci skrivaju znatne razlike u raznim zanimanjima prema mogućnosti rada na daljinu, kako je pokazano u Diasu da Silvi *et al.* (2023.).

⁴ Samo polovina zaposlenika koji su se izjasnili da su u potpunosti radili na daljinu u svibnju 2024. i nadalje su imali taj radni obrazac u svibnju 2025., u usporedbi sa 74 % za one s hibridnim obrascem rada i 88 % za one koji rijetko / nikada ne rade od kuće. To pokazuje da rad u potpunosti na daljinu nije perzistentan radni obrazac.

Grafikon A

Stvarni radni dani na daljinu tjedno i željeni radni dani na daljinu

(stupci: postotak zaposlenika, točke: postotak zaposlenika u svakom stupcu)



Izvor: ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača

Napomene: Rezultati iz godišnjeg modula o tržištu rada ankete o očekivanjima potrošača dovršeni su u svibnju 2025. za zaposlenike u dobi od 20 do 64 godine. Ti su rezultati zasnovani na sljedećim pitanjima: „Koliko ste dana obično radili od kuće u tipičnom tjednu tijekom protekla tri mjeseca?“ i „Gledajući godinu dana unaprijed, koliko često biste tijekom tipičnog tjedna željeli imati plaćene radne dane kod kuće?“.

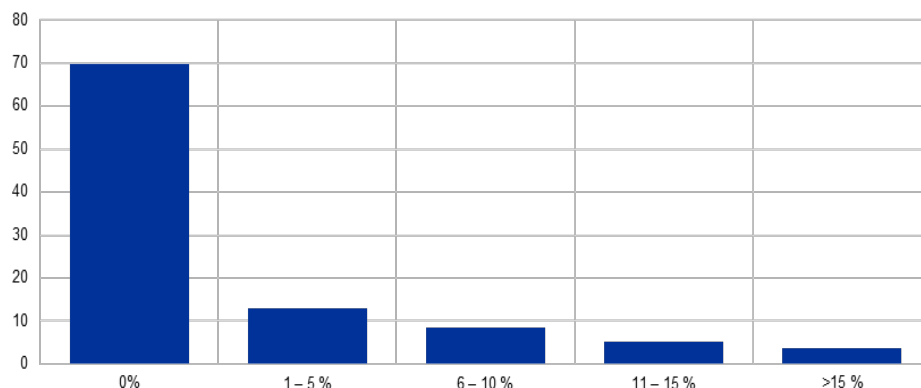
Zaposlenici nisu spremni odreći se velikog dijela svojih plaća za hibridni obrazac rada, unatoč visokom zadovoljstvu trenutačnim modalitetima rada od kuće. U svibnju 2025. ispitanici u anketi o očekivanjima potrošača zamoljeni su da pretpostave da njihov poslodavac ne dopušta rad od kuće i da navedu koju bi razinu smanjenja plaće bili spremni prihvatiti (kao postotak trenutačne plaće) u zamjenu za mogućnost rada od kuće dva ili tri dana tjedno. Rezultati pokazuju da 70 % zaposlenika ne bi bilo spremno prihvatiti smanjenje plaće da bi radilo od kuće. Međutim, 13 % zaposlenika prihvatilo bi smanjenje plaće između 1 % i 5 %, dok bi 8 % njih prihvatilo smanjenje od 6 % i 10 % (Grafikon B, panel a)).

Grafikon B

Spremnost prihvaćanja smanjenja plaće u zamjenu za hibridni obrazac rada

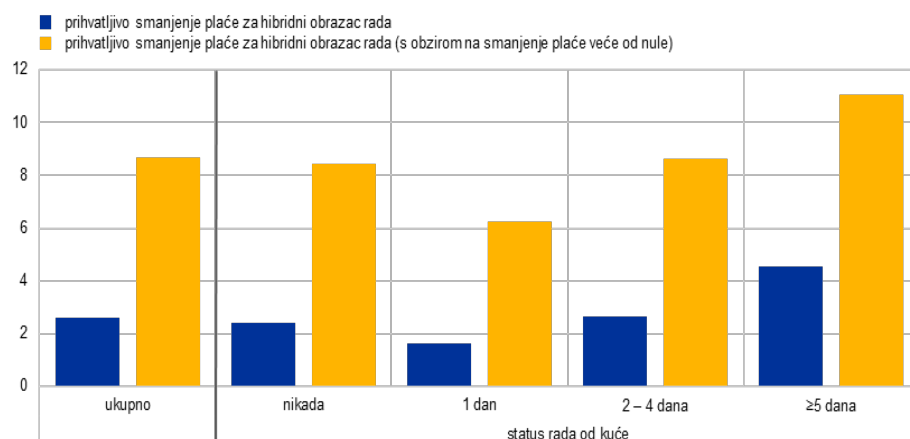
a) udio zaposlenika spremnih prihvatiti smanjenje plaće

(os x: postotak trenutne plaće, os y: postotak zaposlenika)



b) prosječno prihvatljivo smanjenje plaće za hibridni obrazac rada

(postotak trenutne plaće)



Izvor: ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača

Napomene: Rezultati iz godišnjeg modula o tržištu rada ankete o očekivanjima potrošača dovršeni su u svibnju 2025. za zaposlenike u dobi od 20 do 64 godine. Rezultati u panelu b) zasnovani su na sljedećem pitanju: „Zamislite da vaš poslodavac ne dopušta zaposlenicima da rade od kuće. Hipotetski, koliko biste smanjenje plaće bili spremni prihvatiti (kao postotak trenutne plaće) za mogućnost rada od kuće dva ili tri dana tjedno?”. Rezultati ne uključuju radnike čiji se posao ne može obavljati na daljinu.

Prosječno smanjenje plaće koje bi zaposlenici prihvatili da bi radili od kuće

dva ili tri dana tjedno jest 2,6 %. To je znatno manje od drugih procjena u empirijskoj literaturi. Barrero *et al.* (2021.) procjenjuju da bi američki radnici prihvatili smanjenje plaće od 7 % da bi radili od kuće dva ili tri dana tjedno. Nagler *et al.* (2024.) procjenjuju da su radnici u Njemačkoj spremni odreći se 7,7 % svojih prihoda da bi u potpunosti radili na daljinu i 5,4 % da bi radili na daljinu dva dana tjedno. Usmjeravajući se na tehnološki sektor u Sjedinjenim Američkim Državama, Cullen *et al.* (2025.) procjenjuju da su se radnici spremni odreći oko 25 % svoje ukupne plaće da bi preuzeli radno mjesto na daljinu, umjesto onog koje je u potpunosti na radnom mjestu.

Uočena je velika razlika u spremnosti prihvaćanja smanjenja plaće u raznim

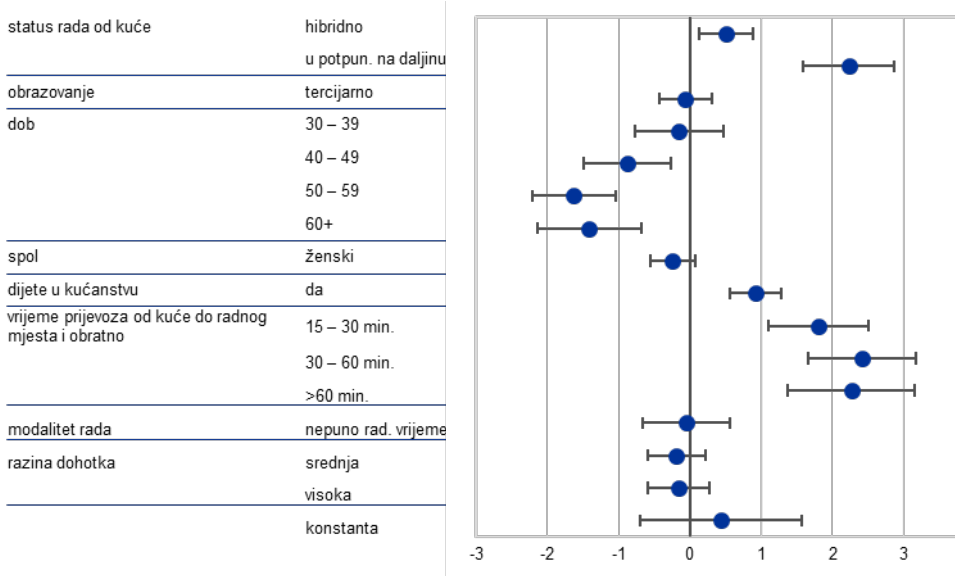
obscima rada od kuće. Zaposlenici koji trenutno rade od kuće češće su skloni prihvatiti veće smanjenje plaće da bi održali taj modalitet rada (Grafikon B, panel b)).

Zaposlenici koji u potpunosti rade na daljinu spremni su prihvatiti smanjenje plaće od 4,6 %. Nasuprot tome, oni koji trenutačno rade od kuće jedan dan tjedno prihvatili bi smanjenje plaće od samo 1,6 %. Među onima koji su spremni prihvatiti smanjenje plaće prosječno prihvatljivo smanjenje plaće znatno je veće (8,7 %). To pokazuje da, iako većina zaposlenika nije spremna odreći se plaće da bi radili od kuće, za neke je to vrijedna povlastica kao dohodak iz drugih izvora osim rada.

Osobna obilježja i obilježja radnog mjesta utječu na to koliko zaposlenici cijene mogućnost rada od kuće (Grafikon C). Mlađi radnici više cijene rad na daljinu nego stariji radnici. Zaposlenici koji žive s djecom u kućanstvu obično visoko cijene rad na daljinu (vidi, na primjer, Aksoy *et al.*, 2025.), kao i oni koji dulje putuju od kuće do radnog mjesta i obratno. Nasuprot tome, čini se da dohodak, razina obrazovanja i spol imaju mali utjecaj na to koliko zaposlenici cijene rad na daljinu.

Grafikon C
Spremnost prihvatanja smanjenja plaće: regresijski rezultati za osobna obilježja i obilježja radnog mjesta

(postotak trenutačne plaće)



Izvori: ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača i izračun stručnjaka ESB-a
Napomene: Rezultati iz godišnjeg modula o tržištu rada ankete o očekivanjima potrošača dovršeni su u svibnju 2025. za zaposlenike u dobi od 20 do 64 godine. Koeficijenti i intervali pouzdanosti od 95 % iz linearne regresije uz heterogeno-robustne standardne pogreške. Izostavljene referentne vrijednosti jesu „nikada” i „1 dan tjedno” (za status rada od kuće), „20 – 29” (za dob), „0 – 15 min.” (za vrijeme prijevoza od kuće do radnog mjesta i obratno) i „niska” (za razinu dohotka). Skupine dohotka određene su kao tercilij smanjenih plaća po satu u travnju 2025. Rezultati ne uključuju radnike čiji se posao ne može obavljati na daljinu. Primjer u ogledne svrhe: radnici s hibridnim obrascem rada (2 – 4 dana od kuće tjedno) prosječno su spremni prihvatiti smanjenje plaće od procijenjenih 0,5 postotnih bodova više nego radnici koji rijetko ili nikada ne rade od kuće. Postoji vjerojatnost od 95 % da je prava vrijednost te procjene između 0,1 i 0,9 postotnih bodova, odnosno, vjerojatno je veća od nule.

Nekoliko drugih činitelja može utjecati na te rezultate. Rad na daljinu sa sobom nosi izazove poput izoliranosti u smislu društvenih kontakata, manje mogućnosti za povezivanje s kolegama i zabrinutosti glede vidljivosti na poslu. Time se može objasniti zašto mnogi zaposlenici nisu spremni prihvatiti smanjenje plaće u zamjenu za mogućnosti hibridnog rada. Međutim, neki zaposlenici, posebice oni s djecom ili kojima prijevoz od kuće do radnog mjesta i obratno dugo traje, visoko cijene rad od kuće jer im može pomoći pri uspostavljanju ravnoteže između rada i osobnog života. Također može radnicima koji su suočeni s određenim vanjskim okolnostima

omogućiti da sudjeluju na tržištu rada ili prihvate poslove koje inače ne bi mogli prihvatiti, na primjer smanjenjem troškova prijevoza od kuće do radnog mjesta i obratno ili olakšavanjem odgovornosti za skrb. Stoga fleksibilnost rada na daljinu može imati ulogu u privlačenju i zadržavanju radnika, posebice u pooštrenim uvjetima na tržištima rada gdje postoji manjak kvalificirane radne snage.

Izvori

Aksoy, C. G., Barrero, J. M., Bloom, N., Davis, S. J., Dolls, M. i Zarate, P. (2022.), „Working from Home Around the World”, *Brookings Papers on Economic Activity*, The Brookings Institution, str. 281. – 330.

Aksoy, C. G., Barrero, J. M., Bloom, N., Davis, S. J. Dolls, M. i Zarate, P. (2025.), „Working from Home in 2025: Five Key Facts”, Stanford Institute for Economic Policy Research, Sveučilište Stanford, 14. travnja

Barrero, J. M., Bloom, N. i Davis, S. J. (2021.), „Why Working from Home Will Stick”, *NBER Working Paper*, br. 28731, travanj

Bick, A., Blandin, A., Caplan, A. i Caplan, T. (2025.), „The work from home divide: Insights from six US surveys”, *VoxEU column*, 4. ožujka

Cullen, Z., Pakzad-Hurson, B. i Perez-Truglia, R. (2025.), „Home Sweet Home: How Much Do Employees Value Remote Work?” *AEA Papers and Proceedings*, sv. 115, str. 276. – 281., svibanj

Dias da Silva, A., Georgarakos, D. i Weissler, M. (2023), „[How people want to work – preferences for remote work after the pandemic](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 1, ESB

Nagler, M., Rincke, J. i Winkler, E. (2024.), „Working from home, commuting, and gender”, *Journal of Population Economics*, sv. 37., čl. br. 58, 8. lipnja, str. 1. – 23.

5. Praćenje pozornosti dane inflaciji u medijskim objavama

Pripremili: Ilias Aarab, Marta Bańbura, Elena Bobeica i Emma Leguay

Stupanj pozornosti koju ljudi posvećuju inflaciji može utjecati na inflacijska očekivanja, prijenos šokova na inflaciju i transmisiju monetarne politike.

Posebice, razina pozornosti utječe na oblikovanje inflacijskih očekivanja, koja su ključna za dinamiku cijena i plaća. Pozornost koja se posvećuje inflaciji mijenja se tijekom vremena.¹ Kada je visoka, očekivanja su osjetljivija na kretanja, što može dovesti do snažnijega i bržeg prijenosa na stvarne cijene i plaće. Istraživanja također pokazuju da se s obzirom na prilagodljivost monetarnoj politici može uočiti razlika između onih koji vode računa o inflaciji i onih koji ne obraćaju pozornost na nju. S obzirom na to, stupanj pozornosti može utjecati na učinkovitost transmisije monetarne politike (Pfäuti, 2024.; Song i Stern, 2024.).

Istaknutost teme inflacije u medijskim objavama ovdje se upotrebljava kao zamjenska vrijednost za pozornost koja se posvećuje inflaciji. Prilagođena pitanja u anketama mogu osigurati izravnu mjeru pozornosti, dok medijski izvještaji nude neizravnu alternativu, što odražava informacije dostupne gospodarskim subjektima.² Pokazalo se da medijski izvještaji utječu na percepciju i očekivanja potrošača jer se kućanstva oslanjaju na medije kako bi ostala informirana o cjenovnim kretanjima.³ Osim toga, podatci u medijskim objavama dostupni su vrlo često i pravodobno.

U ovom se okviru iznosi mjera pozornosti dane inflaciji zasnovana na rječniku, koja se oslanja na velik korpus članaka u nespecijaliziranim novinama iz četiriju najvećih država europodručja. U mjerenju pozornosti dane inflaciji u europodručju slijedi se metodologija predložena u Baker *et al.* (2016.) kako bi se izveo indeks neizvjesnosti povezane s gospodarskom politikom. Izračunava se udio novinskih članaka koji sadržavaju jednu ključnu riječ povezanu s inflacijom ili više njih.⁴ Upotrijebljeni su članci na izvornim jezicima u novinama iz Francuske, Njemačke, Italije i Španjolske.⁵ Izvor članaka je Factiva, baza podataka o medijskim objavama koju vodi Dow Jones. Nakon provedbe nekoliko koraka predobrade i „čišćenja” dobiveni skup podataka sadržava više od tri milijuna članaka, s prosječno

¹ Kada donose odluke pojedinci često ne prikupljaju ili ne obrađuju sve dostupne informacije, zbog kognitivnih ograničenja ili zbog troškova koje bi to iziskivalo. Ako su uzrok troškovi, pojedinci obično daju prioritet signalima koji su najrelevantniji (Handel i Schwartzstein, 2018.; Coibion *et al.*, 2018.). Ovaj mehanizam, poznat kao „racionalna nepažnja” (pregled vidi u Maćkowiak *et al.*, 2023.), može utjecati na očekivanja i stoga ima važne implikacije za gospodarsku dinamiku.

² Ostale studije uzele su u obzir druge izvore podataka kao što su X (bivši Twitter), Google Trends ili televizijska pokrivenost, i za Sjedinjene Američke Države i za europske države, a njihovi rezultati slični su onima koji se iznose u ovom okviru (vidi, primjerice, Buelens, 2023.; Korenok *et al.*, 2022.).

³ Vidi, primjerice, Larsen *et al.* (2021.); Nimark i Pitschner (2019.) i Arndt (2024.).

⁴ Osim same „inflacije”, upotrijebljeno je nekoliko povezanih pojmova i izraza, uključujući sinonime za povećanje cijena, dinamiku i pritiske, kretanja kupovne moći i vrijednost valute, zajedno s njihovim gramatičkim inačicama u svakom jeziku.

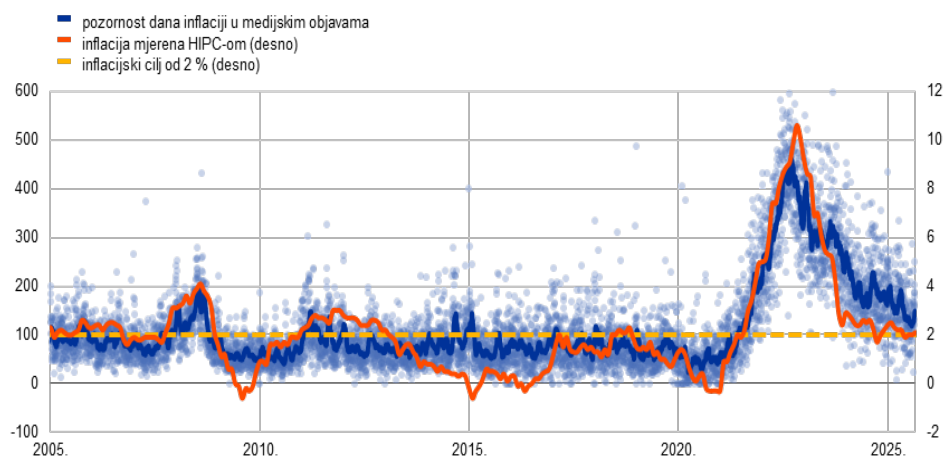
⁵ Francuska: *Le Monde*, *Les Echos*, *Le Figaro*; Njemačka: *Der Tagesspiegel*, *Die Welt*, *Die Süddeutsche Zeitung*; Italija: *Il Corriere della Sera*, *Il Sole 24 Ore*, *La Repubblica*, *La Stampa*; Španjolska: *El Mundo*, *El País*, *Expansión*, *La Vanguardia*

10 000 članaka objavljenih svakog mjeseca.⁶ Za svaki jezik sastavljen je skup ključnih riječi povezanih s inflacijom („rječnik”), a za svaki korpus novina izračunat je dnevni udio članaka koji sadržavaju najmanje jednu od tih ključnih riječi. Serija dnevnih podataka standardizirana je za svake novine kako bi se dobila jedinična standardna devijacija tijekom razdoblja od 1997. do 2011. Potom se izračunava prosjek tih standardiziranih udjela u različitim novinama kako bi se dobila konsolidirana serija dnevnih podataka. Naposljetku, vremenska serija podataka normalizirana je da bi imala srednju vrijednost 100 tijekom istog razdoblja od 1997. do 2011.⁷ Stoga vrijednost indeksa pozornosti dane inflaciji od 500 znači da je pozornost dana inflaciji pet puta veća od prosječne pozornosti posvećene inflaciji u razdoblju između 1997. i 2011. Dobiveni indeks pozornosti dane inflaciji pokazuje snažnu korelaciju (0,85) s inflacijom tijekom cijeloga razdoblja raspoloživog uzorka.

Grafikon A

Pozornost dana inflaciji u medijskim objavama i inflacija mjerena HIPC-om

(lijevo: indeks relativnog broja članaka, desno: godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Dow Jones Factiva, Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Pozornost dana inflaciji u medijskim objavama izračunava se primjenom 28-dnevnog pomičnog prosjeka dnevnog indeksa. Dnevni indeks prikazan je plavim točkama. Posljednji podatci odnose se na kolovoz 2025.

Iako se pozornost posvećena inflaciji smanjila u odnosu na najvišu razinu iz 2022., i nadalje je veća nego u razdoblju prije snažnog rasta inflacije

(Grafikon A). U razdoblju kada su stope inflacije snažno rasle u europodručju i izvan njega, a više cijene narušavale kupovnu moć, novinski članci sve su se više bavili kretanjima inflacije. Povećana pozornost posvećena inflaciji tijekom razdoblja snažnog rasta inflacije naglašava utjecaj širega gospodarskog okružja na obrasce

⁶ Ova metodologija pretpostavlja visoku kvalitetu tekstualnih podataka. Da se to osigura primijenjeno je nekoliko koraka predobrade kako bi se isključili dokumenti koji vjerojatno nisu relevantni i očistili drugi podatci koji bi mogli zamaglit signal. Primjeri dokumenata koji vjerojatno neće biti relevantni uključuju one koji su iznimno kratki ili iznimno dugi, one koji uključuju sadržaj koji je izričito ponovno objavljen i one čiji je kod predmeta izvan popisa kategorija povezanih s ekonomijom.

⁷ Dvije su razlike između metodologije primijenjene u ovom okviru i metodologije upotrijebljene u Baker *et al.* (2016.). Prvo, ovdje se izračunava indeks na dnevnoj osnovi, dok se u Baker *et al.* uzima mjesečna osnova. Ovaj pristup izabran je zbog toga što je dostupno dovoljno podataka, a cilj je bio obuhvatiti vrlo česte medijske objave, što pruža vrijedne informacije prije mjesečne objave harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena (HIPC). Drugo, za korake standardizacije i normalizacije ovdje se upotrebljava razdoblje od 1997. do 2011., dok se u Baker *et al.* upotrebljavaju podatci za razdoblje od 1985. do 2009. Ova prilagodba uključuje krizu državnog duga, što je posebno važno za europske države.

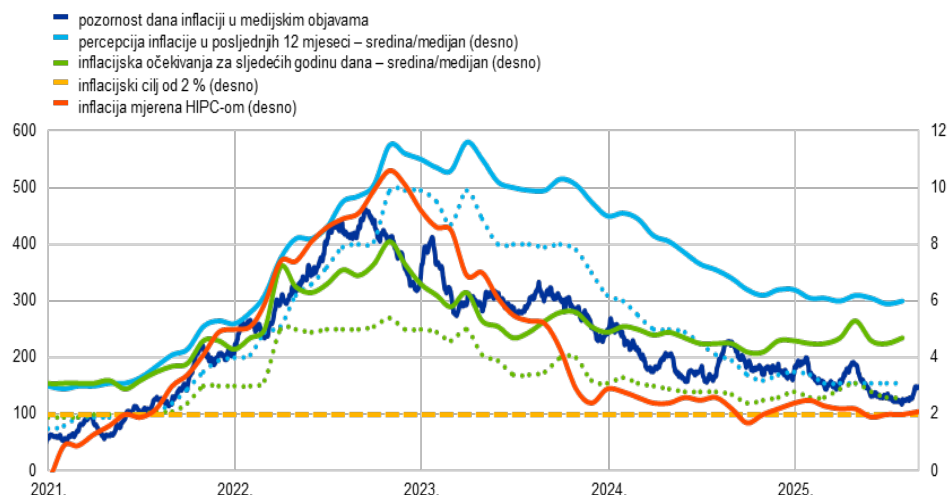
pozornosti, kao što je dokumentirano u nekoliko studija.⁸ Iako je inflacija već neko vrijeme blizu srednjoročnog cilja ESB-a od 2 %, pokrivenost inflacije u medijskim objavama i nadalje je relativno velika.⁹ Ta ustrajnost možda odražava dugotrajnije učinke najizrazitijeg razdoblja inflacije s kojim se europodručje suočilo u novijoj povijesti. Sjećanje na visoku inflaciju još je živo, razine cijena povišene su u odnosu na razine prije snažnog rasta, a kupovna moć samo se postupno oporavlja (Bates *et al.*, 2025.).

Postojana pozornost posvećena inflaciji u medijskim objavama podudara se s percepcijom da je smanjivanje inflacije sporije nego što doista jest. ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača pokazuje da je percepcija potrošača o inflaciji snažno rasla kao posljedica rasta inflacije, ali se smanjivala postupnije nakon što se stvarna inflacija počela ublažavati (Grafikon B). Ta sporija prilagodba vjerojatno je pridonijela perzistentnosti povišenih inflacijskih očekivanja, posebice za sljedećih godinu dana, s obzirom na snažan odnos između tih dviju varijabla. Razina pokrivenosti inflacije u medijskim objavama u bliskoj je korelaciji s percepcijom potrošača o prošloj inflaciji i njihovim kratkoročnim očekivanjima tijekom rasta inflacije i tijekom njezina smanjivanja, koje je uslijedilo. Slično pozornosti danoj inflaciji u medijskim objavama, percepcija i očekivanja ostali su malo viši u odnosu na razine prije snažnog rasta inflacije, unatoč tome što se stvarna inflacija brže smanjivala.

Grafikon B

Pozornost dana inflaciji, percepcija i očekivanja u nedavnom razdoblju visoke inflacije

(lijevo: indeks relativnog broja članaka, desno: godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Dow Jones Factiva, anketa o očekivanjima potrošača, Eurostat i izračun ESB-a
Napomene: Pozornost dana inflaciji u medijskim objavama izračunava se primjenom 28-dnevnoga pomičnog prosjeka dnevnog indeksa. Percepcija inflacije i inflacijska očekivanja označuju sredinu iz anketnih odgovora punim linijama, a medijan je označen isprekidanim linijama. Posljednji podatci odnose se na kolovoz 2025. za pozornost danu inflaciji u medijskim objavama i inflaciju mjerenu HIPC-om i srpanj 2025. za percepciju inflacije tijekom posljednjih 12 mjeseci i inflacijska očekivanja za sljedećih godinu dana.

⁸ Bracha i Tang (2025.); Coibion i Gorodnichenko (2025.) i Weber *et al.* (2025.)

⁹ Sličan obrazac može se uočiti u Sjedinjenim Američkim Državama, ali s različitom mjerom pozornosti dane inflaciji (Pfäuti, 2025.).

Pozornost dana inflaciji ove je godine općenito malo manja; iako se normalizirala za potkomponentu energije, i nadalje je povišena za potkomponentu hrane.

Pozornost dana inflaciji na kraju kolovoza bila je manja nego na početku godine. Broj medijskih izvještaja o inflaciji privremeno se povećao početkom travnja, što se podudarilo s najavom američkih carina 2. travnja, ali se smanjio kada su se ublažile napetosti povezane s carinama. Ako se pobliže promotre energija i hrana – dvije potkomponente koje su bile ključne za početni porast inflacije i koje su jako utjecale na očekivanja – uočavaju se neka zajednička obilježja i neka suprotna kretanja. Tijekom snažnog rasta inflacije pozornost posvećena objema potkomponentama inflacije u medijskim objavama bila je znatno veća nego pozornost dana inflaciji općenito. Posebice, pokrivenost inflacije cijena energije u medijskim objavama bila je sedam puta veća od povijesnog prosjeka, a pokrivenost inflacije cijena hrane dosegla je razinu jedanaest puta veću od povijesnog prosjeka. Usporedbe radi, medijske objave o ukupnoj inflaciji povećale su se oko pet puta. Pozornost dana inflaciji cijena energije uglavnom se vratila na razine prije snažnog rasta, a inflacija cijena hrane i nadalje dobiva znatnu pozornost u medijskim izvještajima.¹⁰ To je uglavnom u skladu s činjenicom da je inflacija cijena hrane u kolovozu 2025. i nadalje bila na visokoj razini od 3,2 % godišnje i da cijene hrane općenito još znatno premašuju pretpandemijske razine.

Sveukupno gledano, pozornost posvećena inflaciji smanjila se, što naglašava relevantnost širega gospodarskog okružja u oblikovanju medijskih izvještaja.

Ipak, pozornost i nadalje premašuje razine prije snažnog rasta inflacije. To možda odražava stope inflacije za određene stavke, primjerice hranu, koje su još iznad pretpandemijskih razina, kao i dugotrajnije učinke razdoblja najizrazitije inflacije u novijoj povijesti europa područja na europsko kolektivno sjećanje. Ova trajna pozornost mogla bi imati posljedice za način širenja budućih šokova u gospodarstvu (Salle *et al.*, 2023.; Pfäuti, 2025.).

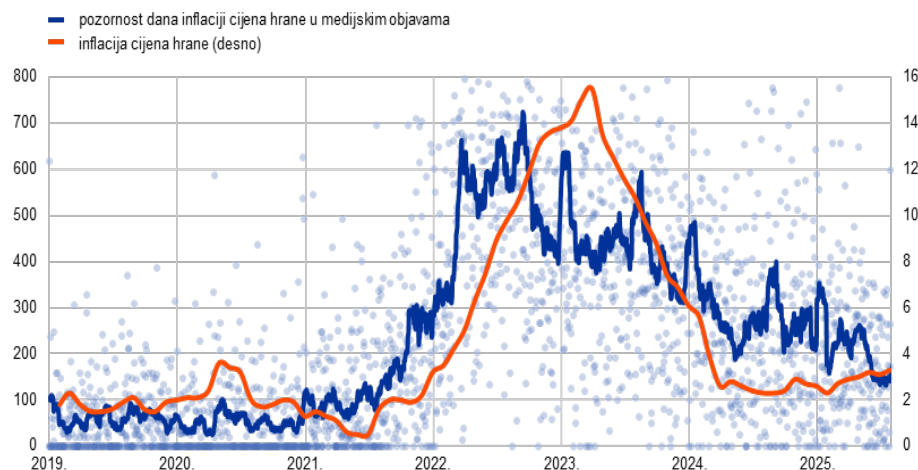
¹⁰ Analiza potkomponenata inflacije oslanja se na metodologiju iz Baker *et al.* (2016.) primjenom pristupa hijerarhijskog označivanja i dodavanjem sloja u mehanizmu podudaranja ključnih riječi. Posebice, u skupu članaka povezanih s inflacijom utvrđuju se članci koji sadržavaju jednu ili više ključnih riječi općenito povezanih s tom potkomponentom. Potom se izračunava udio tih članaka u odnosu na ukupan broj objavljenih članaka, umjesto da se izračun ograničuje samo na podskup članaka povezanih s inflacijom. Primjenjuju se isti koraci standardizacije i normalizacije koji su upotrijebljeni za indeks pozornosti dane ukupnoj inflaciji. Uzimanjem u obzir članaka u kojima je inflacija ključna riječ i primjenom velikih rječnika specifičnih za hranu i energiju dobiva se maksimalni odziv bez gubitka preciznosti.

Grafikon C

Pozornost dana potkomponentama inflacije u medijskim objavama

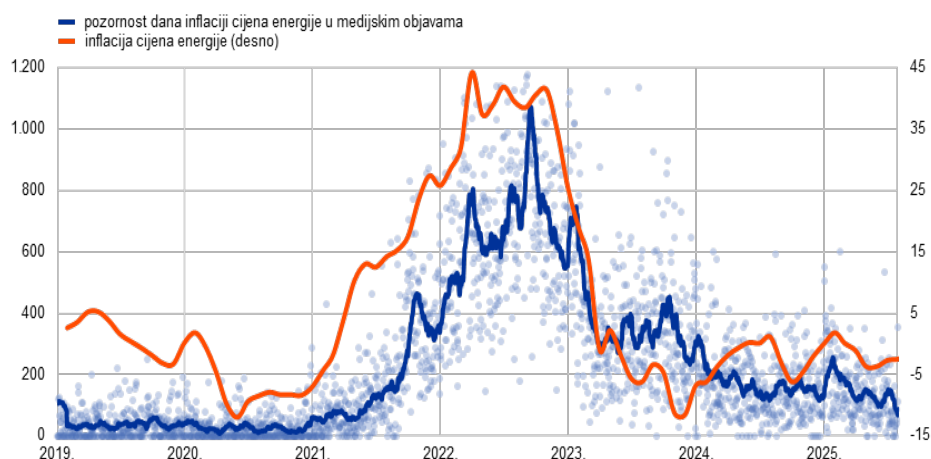
a) pozornost dana inflaciji cijena hrane

(lijevo: indeks relativnog broja članaka, desno: godišnje promjene u postotcima)



b) pozornost dana inflaciji cijena energije

(lijevo: indeks relativnog broja članaka, desno: godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Dow Jones Factiva, Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Pozornost dana inflaciji cijena hrane u medijskim objavama i pozornost dana inflaciji cijena energije u medijskim objavama izračunavaju se primjenom 28-dnevnog pomičnog prosjeka dnevnih indeksa. Dnevni indeksi prikazani su plavim točkama. Dnevni indeksi normalizirani su da bi imali srednju vrijednost 100 tijekom razdoblja od 1997. do 2011. Vrijednost indeksa pozornosti dane inflaciji cijena hrane od 700 znači da je pozornost dana potkomponenti inflacije cijena hrane sedam puta veća od prosječne pozornosti dane inflaciji cijena hrane u razdoblju između 1997. i 2011. Posljednji podatci odnose se na kolovoz 2025.

Izvori

Arndt, S. (2024.), „[Different Newspapers – Different Inflation Perceptions](#)”, *Working Paper*, Heidelberg University, lipanj

Baker, S. R., Bloom, N. i Davis, S. J. (2016.), „[Measuring Economic Policy Uncertainty](#)”, *The Quarterly Journal of Economics*, sv. 131, br. 4, studeni, str. 1593. – 1636.

- Bates, C., Bodnár, K., Botelho, V. i Rousseau, F. (2025.), „[Real wage catch-up in the euro area](#)”, *Ekonomski bilten*, ESB, broj 5
- Bracha, A. i Tang, J. (2025.), „[Inflation Levels and \(In\)Attention](#)”, *The Review of Economic Studies*, sv. 92, br. 3, svibanj, str. 1564. – 1594.
- Buelens, C. (2023.), „[Googling “Inflation”: What does Internet Search Behaviour Reveal about Household \(In\)attention to Inflation and Monetary Policy?](#)”, *Discussion Papers*, br. 183, Europska komisija, ožujak
- Coibion, O. i Gorodnichenko, Y. (2025.), „[Inflation, Expectations and Monetary Policy: What Have We Learned and to What End?](#)”, *Discussion Paper Series*, IZA Institute of Labor Economics, br. 17919, svibanj
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y. i Kumar, S. (2018.), „[How Do Firms Form Their Expectations? New Survey Evidence](#)”, *American Economic Review*, sv. 108, br. 9, rujan, str. 2671. – 2713.
- Handel, B. i Schwartzstein, J. (2018.), „[Frictions or Mental Gaps: What’s Behind the Information We \(Don’t\) Use and When Do We Care?](#)”, *Journal of Economic Perspectives*, sv. 32, br. 1, str. 155. – 178.
- Korenok, O., Munro, D. i Chen, J. (2022.), „[Inflation and attention thresholds](#)”, *Discussion Paper*, br. 1175, Global Labor Organization
- Larsen, V. H., Thorsrud, L. A. i Zhulanova, J. (2021.), „[News-driven inflation expectations and information rigidities](#)”, *Journal of Monetary Economics*, sv. 117, str. 507. – 520.
- Maćkowiak, B., Matějka, F. i Wiederholt, M. (2023.), „[Rational Inattention: A Review](#)”, *Journal of Economic Literature*, sv. 61, br. 1, ožujak, str. 226. – 273.
- Nimark, K. P. i Pitschner, S. (2019.), „[News media and delegated information choice](#)”, *Journal of Economic Theory*, sv. 181, svibanj, str. 160. – 196.
- Pfäuti, O. (2025.), „[The Inflation Attention Threshold and Inflation Surges](#)”, *Papers* 2308.09480, arXiv.org, revidirano 2025.
- Pfäuti, O. (2024.), „[Inflation – Who Cares? Monetary Policy in Times of Low Attention](#)”, *Journal of Money, Credit and Banking*, sv. 57, br. 5
- Salle, I., Gorodnichenko, Y. i Coibion, O. (2023.), „[Lifetime Memories of Inflation: Evidence from Surveys and the Lab](#)”, *NBER Working Paper*, br. 31996, prosinac
- Song, W. i Stern, S. (2024.), „[Firm Inattention and the Efficacy of Monetary Policy: A Text-Based Approach](#)”, *The Review of Economic Studies*, sv. 92, br. 5, listopad, str. 3438. – 3469.
- Weber, M., Candia, B., Afrouzi, H., Ropele, T., Lluberas, R., Frache, S., Meyer, B., Kumar, S., Gorodnichenko, Y., Georgarakos, D., Coibion, O., Kenny, G. i Ponce, J.

(2025.), „[Tell Me Something I Don't Already Know: Learning in Low- and High-Inflation Settings](#)”, *Econometrica*, sv. 93, br. 1, siječanj, str. 229. – 264.

6. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 23. travnja do 29. srpnja 2025.

Priredili: Samuel Bieber i Vladimir Tsonchev

U ovom se okviru opisuju likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike Eurosustava tijekom trećeg i četvrtog razdoblja održavanja pričuva u 2025. Ta su dva razdoblja zajedno trajala od 23. travnja do 29. srpnja 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. 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 36 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na 1.318 mlrd. EUR. To odražava činjenicu da su autonomni činitelji povlačenja likvidnosti porasli manje od autonomnih činitelja puštanja likvidnosti (Tablica A). Minimalne obvezne pričuve ostale su nepromijenjene i iznosile su 167 mlrd. EUR te nisu utjecale na agregatne potrebe za likvidnošću.

Autonomni činitelji povlačenja likvidnosti povećali su se za 60 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, uglavnom zbog povećanja ostalih autonomnih činitelja. Neto ostali autonomni činitelji porasli su prosječno za 52 mlrd. EUR. To je uglavnom bilo posljedica povećanja salda na računima revalorizacije za oko 70 mlrd. EUR zbog viših cijena zlata (vidi u nastavku teksta odlomak o autonomnim činiteljima puštanja likvidnosti), što je djelomično neutralizirano smanjenjem kapitala i pričuva Eurosustava nakon gubitaka u 2024. Državni depoziti ostvarili su blago smanjenje od 5 mlrd. EUR i iznosili su 104 mlrd. EUR. Ukupno smanjenje državnih depozita u razdoblju od 2022. rezultat je promjena u remuneraciji državnih depozita koji se drže u Eurosustavu, što je plasiranje sredstava na tržištu učinilo financijski atraktivnijim, i normalizacije zaštitnih slojeva gotovine koje drže nacionalne riznice. Slijedeći obrazac uobičajen za to doba godine, u promatranom se razdoblju prosječna vrijednost novčanica u optjecaju povećala za 14 mlrd. EUR i iznosila je 1.583 mlrd. EUR.

Autonomni činitelji puštanja likvidnosti porasli su za 97 mlrd. EUR, ponajprije zbog povećanja neto inozemne imovine za 74 mlrd. EUR. Do povećanja neto

inozemne imovine došlo je uglavnom zbog povećanja cijena zlata. Neto imovina nominirana u eurima porasla je za 23 mlrd. EUR u promatranom razdoblju.

Tablica A

Likvidnosni uvjeti u Eurosustavu

Obveze

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 23. travnja – 29. srpnja 2025.						prethodno promatrano razdoblje: 5. veljače – 22. travnja 2025.	
	treće i četvrto razdoblje održavanja		treće razdoblje održavanja: 23. travnja – 10. lipnja 2025.		četvrto razdoblje održavanja: 11. lipnja – 29. srpnja 2025.		prvo i drugo razdoblje održavanja	
autonomni činitelji povlačenja likvidnosti	2.861	(+60)	2.877	(+52)	2.845	(–33)	2.801	(+61)
novčanice u optjecaju	1.583	(+14)	1.579	(+7)	1.587	(+8)	1.569	(–0)
državni depoziti	104	(–5)	104	(+4)	103	(–1)	109	(–2)
ostali autonomni činitelji (neto) ¹⁾	1.174	(+52)	1.194	(+41)	1.154	(–40)	1.122	(+63)
tekući računi iznad minimalnih obveznih pričuva	5	(–0)	6	(+0)	5	(–1)	5	(–0)
minimalne obvezne pričuve²⁾	167	(+0)	167	(+1)	167	(–0)	167	(+3)
novčani depozit	2.705	(–120)	2.740	(–67)	2.671	(–69)	2.825	(–92)
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 europa područja, kapitala i pričuva

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

Imovina

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 23. travnja – 29. srpnja 2025.						prethodno promatrano razdoblje: 5. veljače – 22. travnja 2025.	
	treće i četvrto razdoblje održavanja		treće razdoblje održavanja: 23. travnja – 10. lipnja 2025.		četvrto razdoblje održavanja: 11. lipnja – 29. srpnja 2025.		prvo i drugo razdoblje održavanja	
autonomni činitelji puštanja likvidnosti	1.710	(+97)	1.722	(+65)	1.699	(–23)	1.613	(+133)
neto inozemna imovina	1.330	(+74)	1.345	(+58)	1.315	(–29)	1.256	(+85)
neto imovina nominirana u eurima	380	(+23)	377	(+6)	384	(+6)	357	(+48)
instrumenti monetarne politike	4.029	(–156)	4.068	(–78)	3.989	(–80)	4.185	(–162)
operacije na otvorenom tržištu	4.029	(–156)	4.068	(–78)	3.989	(–80)	4.185	(–162)
kreditne operacije	23	(–2)	25	(+1)	21	(–4)	26	(–14)
– MRO	10	(+0)	11	(+1)	8	(–3)	9	(–1)
– tromjesečni LTRO	13	(–3)	14	(–1)	13	(–1)	16	(+2)
– TLTRO III	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(–16)
portfelji izravnih monetarnih transakcija ¹⁾	4.005	(–154)	4.043	(–78)	3.968	(–76)	4.159	(–147)
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: 23. travnja – 29. srpnja 2025.						prethodno promatrano razdoblje: 5. veljače – 22. travnja 2025.	
	treće i četvrto razdoblje održavanja		treće razdoblje održavanja: 23. travnja – 10. lipnja 2025.		četvrto razdoblje održavanja: 11. lipnja – 29. srpnja 2025.		prvo i drugo razdoblje održavanja	
agregatne potrebe za likvidnošću¹⁾	1.318	(–36)	1.323	(–11)	1.313	(–10)	1.354	(–69)
neto autonomni činitelji²⁾	1.151	(–37)	1.156	(–12)	1.146	(–9)	1.188	(–72)
višak likvidnosti³⁾	2.711	(–120)	2.746	(–67)	2.676	(–70)	2.830	(–92)

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: 23. travnja – 29. srpnja 2025.				prethodno promatrano razdoblje: 5. veljače – 22. travnja 2025.			
	treće razdoblje održavanja: 23. travnja – 10. lipnja 2025.		četvrto razdoblje održavanja: 11. lipnja – 29. srpnja 2025.		prvo razdoblje održavanja: 5. veljače – 11. ožujka 2025.		drugo razdoblje održavanja: 12. ožujka – 22. travnja 2025.	
MRO	2,40	(–0,25)	2,15	(–0,25)	2,90	(–0,25)	2,65	(–0,25)
moгуćnost posudbe na kraju dana	2,65	(–0,25)	2,40	(–0,25)	3,15	(–0,25)	2,90	(–0,25)
novčani depozit	2,25	(–0,25)	2,00	(–0,25)	2,75	(–0,25)	2,50	(–0,25)
€STR	2,17	(–0,25)	1,92	(–0,25)	2,67	(–0,25)	2,42	(–0,25)
RepoFunds Rate Euro	2,25	(–0,24)	2,00	(–0,24)	2,73	(–0,23)	2,49	(–0,25)

Izvori: ESB, CME Group i Bloomberg Finance L.P.

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

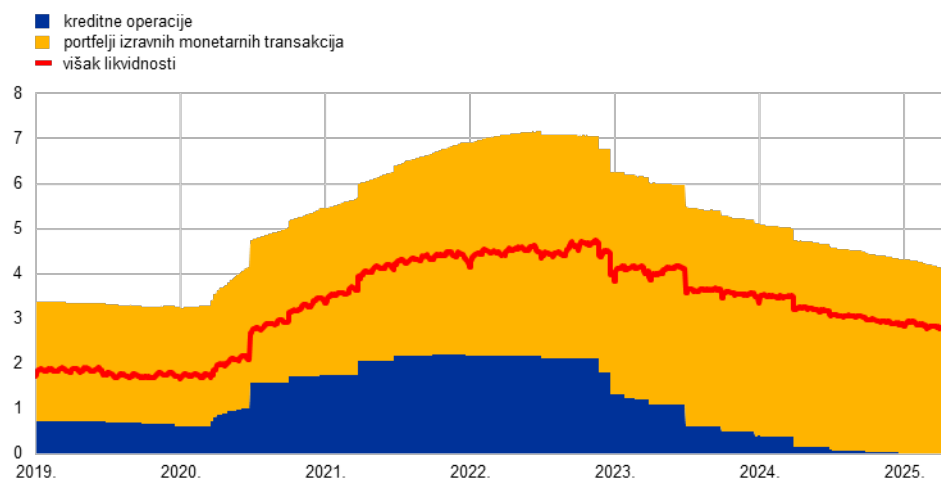
Prosječan iznos likvidnosti osigurane instrumentima monetarne politike smanjio se za 156 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 4.029 mlrd. EUR (Grafikon A).

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 29. srpnja 2025.

Prosječan iznos likvidnosti osigurane portfeljima izravnih monetarnih transakcija smanjio se za 154 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 4.005 mlrd. EUR. Budući da nije bilo reinvestiranja, do tog je

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

Prosječan iznos likvidnosti osigurane kreditnim operacijama smanjio se za 2 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 23 mlrd. EUR.

Prosječni nepodmireni iznos u sklopu glavnih operacija refinanciranja (MRO) bio je stabilan i iznosio je 10 mlrd. EUR, dok se prosječni nepodmireni iznos u sklopu tromjesečnih operacija dugoročnijeg refinanciranja (LTRO) smanjio za 3 mlrd. EUR i iznosio je 13 mlrd. EUR. Manje sudjelovanje banaka u tim redovitim operacijama 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 120 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja i iznosio je 2.711 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

Na sastanku održanom 5. lipnja 2025. Upravno vijeće odlučilo je 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 %, 2,15 % i 2,4 %.

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 7,9 baznih bodova niži od kamatne stope na novčani depozit tijekom promatranog razdoblja, u usporedbi s prosječno 8,4 bazna boda u prvom i drugom razdoblju održavanja u 2025. Prijenos promjena 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

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.

nego €STR-u. Repo stopa bila je prosječno jednaka kamatnoj stopi na novčani depozit tijekom promatranog razdoblja, pri čemu je u prvom i drugom razdoblju održavanja u 2025. bila niža za 1,3 bazna boda. Kontinuirano postupno smanjivanje razlike između repo stopa i kamatne stope na novčani depozit posljedica je sve veće dostupnosti kolaterala zbog većeg neto izdavanja država i smanjivanja stanja APP-a i PEPP-a u Eurosustavu.

© **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 10. rujna 2025.

PDF

ISSN 2363-3603, QB-01-25-078-HR-N