



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

Ekonomski bilten

Broj 8/2025.



Sadržaj

Gospodarska, finansijska i monetarna kretanja	2
Pregled	2
1. Vanjsko okruŹje	7
2. Gospodarska aktivnost	13
3. Cijene i troškovi	21
4. Kretanja na finansijskim tržištima	28
5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja	33
6. Fiskalna kretanja	40
Okviri	43
1. Bugarska uvodi euro	43
2. Od teksta do nevolje: razumijevanje ograničenja mjera neizvjesnosti povezanoj s trgovinskim politikama zasnovanim na tekstu	51
3. Praćenje trgovine u realnom vremenu: proširenje alata za brzu procjenu satelitskim podacima	57
4. Ponovno razmatranje stope štednje kućanstava: najnovija kretanja i temeljni pokretači	64
5. Jesu li stambene nekretnine povratile svoju privlačnost? Uvidi dobiveni iz novoga Sharpeova omjera za stambene nekretnine zasnovanog na anketama	69
6. Zadržavanje radne snage i očekivanja poduzeća	74
7. Košarica prehrambenih proizvoda: uzroci nedavne inflacije cijena hrane	80
8. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 30. srpnja do 4. studenoga 2025.	87

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja

Pregled

Na sastanku održanom 18. prosinca 2025. Upravno vijeće odlučilo je da će tri ključne kamatne stope ESB-a ostati nepromijenjene. Njegovom najnovijom procjenom ponovno je potvrđeno da bi se inflacija trebala stabilizirati na ciljnoj razini od 2 % u srednjoročnom razdoblju.

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2025. očekuje se da će ukupna inflacija iznositi prosječno 2,1 % u 2025., 1,9 % u 2026., 1,8 % u 2027. i 2,0 % u 2028. U vezi s inflacijom bez energije i hrane stručnjaci predviđaju prosječnu stopu od 2,4 % u 2025., 2,2 % u 2026., 1,9 % u 2027. i 2,0 % u 2028. Inflacija je revidirana naviše za 2026. u prvom redu zato što se sada očekuje sporije smanjivanje inflacije cijena usluga. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2025. očekuje se da će gospodarski rast biti snažniji, čemu će prije svega pridonijeti domaća potražnja. Gospodarski rast revidiran je naviše: na 1,4 % u 2025., 1,2 % u 2026. i 1,4 % u 2027. Na razini od 1,4 % trebao bi se zadržati i u 2028.

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 s njima 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

Gospodarstvo se pokazalo otpornim. Stopa gospodarskog rasta iznosila je 0,3 % u trećem tromjesečju 2025., i to u prvom redu zahvaljujući većoj potrošnji i ulaganju. Povećao se i izvoz, čemu je znatan doprinos dala kemijska industrija. Najveći sektorski doprinos rastu dale su usluge, ponajprije informacijsko-komunikacijski sektor, dok je aktivnost u industriji i građevinarstvu stagnirala. Očekuje se da će najveći doprinos rastu i u kratkoročnom razdoblju dati uslužni sektor.

Povoljan utjecaj na gospodarsku aktivnost ima snažno tržište rada. Stopa nezaposlenosti, koja je u listopadu 2025. iznosila 6,4 %, blizu je dosad najniže razine, a zaposlenost je u trećem tromjesečju porasla za 0,2 %. Istodobno se dodatno smanjila potražnja za radnom snagom: stopa slobodnih radnih mjesta najniža je od pandemije bolesti COVID-19.

Domaća potražnja trebala bi i nadalje biti glavni pokretač rasta u europodručju, poduprta rastom realnih plaća i zaposlenosti u uvjetima otpornih tržišta rada s rekordno niskim stopama nezaposlenosti. Očekuje se da će domaćem gospodarstvu pridonijeti i dodatna državna potrošnja na infrastrukturu i obranu najavljena u 2025., posebno u Njemačkoj, te poboljšani uvjeti financiranja koji proizlaze iz smanjivanja ključnih kamatnih stopa od lipnja 2024. Kada je riječ o inozemnim činiteljima, premda i nadalje postoje problemi povezani s konkurentnošću, među kojima i pojedini strukturne prirode, očekuje se da će se izvoz povećati u 2026. To poboljšanje proizlazi iz ponovnog jačanja inozemne potražnje zbog smanjivanja neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama, unatoč sve zamjetnijem učinku viših carina. Predviđa se da će prosječni rast realnog BDP-a iznositi 1,4 % u 2025., 1,2 % u 2026., 1,4 % u 2027. i 1,4 % u 2028. U odnosu na projekcije iz rujna 2025. rast BDP-a revidiran je naviše za cijelo projekcijsko razdoblje zbog ostvarenja koja su premašila očekivanja, smanjene neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama, snažnije inozemne potražnje i nižih cijena energetskih sirovina.

Upravno vijeće naglašava da je potrebno žurno jačati gospodarstvo europodručja i samo europodručje u trenutačnom geopolitičkom okružju. Ono pozdravlja poziv Europske komisije vladama da im prioritet budu održive javne financije, strateško ulaganje i strukturne reforme kojima se potiče rast. Ključno je potpuno iskoristiti potencijal jedinstvenog tržišta. Pritom je prijeko potrebno poticati daljnju integraciju tržišta kapitala dovršetkom unije za štednju i ulaganja i bankovne unije u skladu s ambicioznim vremenskim rasporedom te brzo donijeti Uredbu o uvođenju digitalnog eura.

Inflacija

Godišnja inflacija u europodručju mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC), koja se od proljeća 2025. kreće u uskom rasponu, u studenome se zadržala na 2,1 %. Cijene energije bile su, nakon većeg smanjenja u listopadu 2025., za 0,5 % niže nego u studenome 2024. Inflacija cijena hrane, koja je u rujnu iznosila 3,0 % i u listopadu 2,5 %, u studenome je iznosila 2,4 %. Inflacija bez energije i hrane nije se mijenjala i iznosila je 2,4 %, dok su se inflacija cijena dobara i inflacija cijena usluga kretale u suprotnim smjerovima. Inflacija cijena dobara, koja je u rujnu iznosila 0,8 % i u listopadu 0,6 %, smanjila se na 0,5 % u studenome. Inflacija cijena usluga povećala se s 3,2 % u rujnu na 3,4 % u listopadu te na 3,5 % u studenome.

Pokazatelji temeljne inflacije uglavnom se nisu mijenjali proteklih mjeseci te su i nadalje u skladu sa srednjoročnim ciljem Upravnog vijeća od 2 %. Rast jedinične dobiti ostao je nepromijenjen u trećem tromjesečju 2025., a stopa rasta jediničnih troškova rada bila je malo viša nego u drugom tromjesečju. Godišnja stopa rasta naknade po zaposlenom iznosila je 4,0 %, što je više od očekivanja iz projekcija stručnjaka ESB-a iz rujna 2025. jer su isplate nadilazile dogovorene plaće. Prospektivni pokazatelji, kao što su ESB-ov alat za praćenje plaća i rezultati ankete o očekivanjima u vezi s plaćama, upućuju na slabljenje rasta plaća u sljedećim tromjesečjima i njegovu stabilizaciju na razini malo nižoj od 3 % potkraj 2026.

Većina mjera dugoročnih inflacijskih očekivanja i nadalje je na razinama od oko 2 %, što podupire stabilizaciju inflacije na razinama oko cilja Upravnog vijeća. Predviđa se da će se inflacija smanjiti s 2,1 % u 2025. na 1,9 % u 2026. i 1,8 % u 2027. te potom u 2028. dosegnuti srednjoročni cilj Upravnog vijeća od 2 %. Očekivano smanjenje ukupne inflacije početkom 2026. posljedica je negativnoga baznog učinka koji proizlazi iz cijena energije, a komponente inflacije bez energije trebale bi se nastaviti smanjivati tijekom cijele 2026. Pretpostavlja se da će doprinos inflacije cijena energije ukupnoj inflaciji ostati slab do kraja 2027. te se znatno povećati u 2028. zbog očekivane provedbe sustava EU-a za trgovanje emisijama 2 (ETS2), čiji bi pozitivni utjecaj na ukupnu inflaciju iznosio 0,2 postotna boda. Predviđa se da će se inflacija mjerena HIPC-om bez energije smanjiti s 2,5 % u 2025. na 2,2 % u 2026. te na 2,0 % u 2027. i 2028. Inflacija cijena hrane trebala bi se zamjetno smanjiti usporedno sa slabljenjem učinaka prethodnih povećanja cijena globalnih prehrambenih sirovina i nepovoljnih vremenskih uvjeta tijekom ljeta. Pretpostavlja se da će se krajem 2026. stabilizirati na stopama malo višima od 2 %. Inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane trebala bi se smanjiti s 2,4 % u 2025. na 2,0 % u 2028. kako se inflacija cijena usluga bude smanjivala zbog sve slabijih pritisaka troškova rada i kako se prethodna aprecijacija eura bude prenosila kroz cjenovni lanac i ograničavala inflaciju cijena dobara. Rast plaća trebao bi se nastaviti smanjivati tijekom 2026. te se potom stabilizirati na razini od oko 3 % poduprt otpornim tržištem rada i rastom produktivnosti malo manjim od 1 %. Očekuje se da će se rast jediničnih troškova rada usporiti iako se očekuje da će učinak na inflaciju biti djelomično neutraliziran postupnim oporavkom profitnih marža tijekom projekcijskog razdoblja.

U odnosu na projekcije iz rujna 2025. izgledi za ukupnu inflaciju mjerenu HIPC-om revidirani su navise za 0,2 postotna boda za 2026. zbog iznenađujućih vrijednosti novih podataka o inflaciji mjerenoj HIPC-om i rasta plaća, koji je doveo do znatne revizije izgleda za plaće navise. Projekcija inflacije mjerene HIPC-om za 2027. revidirana je neznatno naniže zbog pretpostavljenoga manjeg doprinosa inflacije cijena energije jer se očekuje da će provedba sustava ETS2 biti odgođena s 2027. na 2028., premda bi taj doprinos trebala djelomično neutralizirati veća inflacija cijena usluga.

Procjena rizika

Premda su se trgovinske napetosti smirile, međunarodno okruženje još je kolebljivo i moglo bi poremetiti opskrbne lance, smanjiti izvoz te nepovoljno utjecati na potrošnju i ulaganje. Pogoršanje raspoloženja na globalnim financijskim tržištima moglo bi dovesti do pooštavanja uvjeta financiranja, veće nesklonosti riziku i slabijeg rasta. Geopolitičke napetosti, posebno neopravdani rat koji Rusija vodi protiv Ukrajine, i nadalje su važan izvor neizvjesnosti. Nasuprot tomu, zbog doprinosa planirane potrošnje na obranu i infrastrukturu te reforma kojima se potiče produktivnost rast bi mogao biti veći od očekivanoga. Poboljšanje pouzdanja moglo bi potaknuti privatnu potrošnju.

Inflacijski izgledi i nadalje su neizvjesniji nego inače jer je međunarodno okruženje još kolebljivo. Inflacija bi mogla biti niža ako povećanje carina SAD-a dovede do smanjenja potražnje za izvozom europodručja i države s viškom kapaciteta povećaju izvoz u europodručje. Nadalje, jači euro mogao bi prouzročiti veće smanjenje inflacije od očekivanoga. Veća kolebljivost i nesklonost riziku na financijskim tržištima mogli bi nepovoljno utjecati na potražnju te bi tako također pridonijeli smanjenju inflacije. Nasuprot tomu, inflacija bi mogla biti viša pridonese li veća rascjepkanost globalnih opskrbnih lanaca rastu uvoznih cijena, smanjenju ponude kritičnih sirovina i povećanju ograničenja kapaciteta gospodarstva europodručja. Budu li se pritisci plaća smanjivali sporije, to bi moglo odgoditi smanjenje inflacije cijena usluga. Rastu inflacije u srednjoročnom razdoblju moglo bi pridonijeti i povećanje potrošnje na obranu i infrastrukturu. Cijene hrane mogle bi biti više od očekivanih zbog ekstremnih vremenskih uvjeta i općenito zbog razvoja kriza povezanih s klimatskim promjenama i prirodom.

Financijski i monetarni uvjeti

Tržišne kamatne stope povećale su se nakon prethodnog sastanka Upravnog vijeća o monetarnoj politici održanog 30. listopada 2025. Općenito su kamatne stope banaka na kredite poduzećima, koje su se smanjile pod utjecajem njegova smanjivanja ključnih kamatnih stopa tijekom prošle godine, stabilne od ljeta. U listopadu se nisu promijenile u odnosu na rujnu i iznosile su 3,5 %. Trošak tržišnoga dužničkog financiranja iznosio je 3,4 %, što je također blizu razine zabilježene u rujnu. Prosječna kamatna stopa na nove hipotekarne kredite ponovno je ostala nepromijenjena i u listopadu je iznosila 3,3 %.

Godišnja stopa rasta bankovnih kredita poduzećima u listopadu je, jednako kao u rujnu, iznosila 2,9 %. Izdavanje korporativnih obveznica također je načelno nastavilo jednako rasti, i to po stopi od 3,2 %. Povećalo se hipotekarno kreditiranje: stopa rasta, koja je u rujnu iznosila 2,6 %, iznosila je 2,8 %.

U skladu s ESB-ovom strategijom monetarne politike Upravno vijeće temeljito je procijenilo povezanost monetarne politike i financijske stabilnosti. Banke u europodručju otporne su zahvaljujući solidnim stopama kapitala i koeficijentima likvidnosti, kvaliteti imovine i profitabilnosti. Međutim, geopolitička neizvjesnost i mogućnost nagloga ponovnog određivanja cijena na globalnim financijskim tržištima rizici su za financijsku stabilnost u europodručju. Makrobonitetna politika i nadalje je prva linija obrane od rasta financijskih ranjivosti jer pridonosi otpornosti i očuvanju prostora makrobonitetnog djelovanja.

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 18. prosinca 2025. Upravno vijeće odlučilo je da će tri ključne kamatne stope ESB-a ostati nepromijenjene. 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 s njima 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

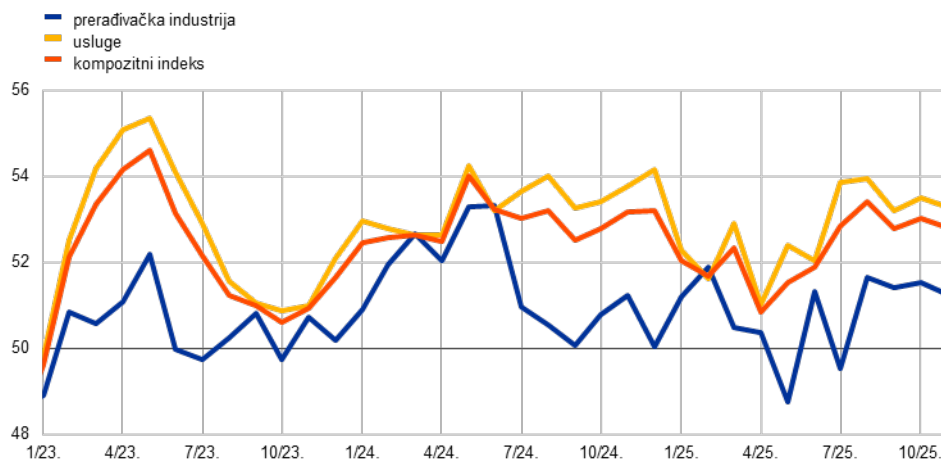
Globalno gospodarstvo dosad se pokazalo otpornim unatoč nepovoljnim činiteljima koji su proizišli iz carina i povećane neizvjesnosti. Tu otpornost znatno podupiru ulaganja povezana s umjetnom inteligencijom, posebice u Sjedinjenim Američkim Državama. Tim se ulaganjima potiče globalna trgovina tehnološkim proizvodima i stvaraju se dobitci na tržištima vlasničkih vrijednosnih papira, ali i uzrokuje zabrinutost u vezi s vrednovanjem. Negativan učinak trgovinskih napetosti i neizvjesnosti djelomično je ublažila i poticajna kombinacija politika u svim velikim gospodarstvima. Druga pozitivna kretanja povoljno utječu na globalno gospodarstvo. U to spadaju niže cijene nafte, povoljniji financijski uvjeti, niže carine i malo manja neizvjesnost povezana s politikama. Zbog toga su izgledi za globalni rast revidirani malo naviše u makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2025. u odnosu na prethodne projekcije, ali su i nadalje slabi u odnosu na pretpandemijski prosjek. Predviđa se da će se ukupna inflacija potrošačkih cijena u glavnim razvijenim gospodarstvima i zemljama s tržištima u nastajanju postupno smanjivati, i to malo bržim tempom nego što je predviđeno u prethodnim projekcijama.

Globalno gospodarstvo dosad se pokazalo otpornim unatoč nepovoljnim činiteljima koji su proizišli iz carina i povećane neizvjesnosti. Najnoviji podatci za treće tromjesečje upućuju na blago smanjenje globalne gospodarske aktivnosti u odnosu na drugo tromjesečje 2025. Globalni (bez europodručja) kompozitni indeks PMI za proizvodnju malo se smanjio u odnosu na ljetne mjesece i u studenome je iznosio 52,8 (Grafikon 1.). Sudeći prema tom anketnom pokazatelju gospodarska aktivnost u studenome se usporila u većini velikih gospodarstava. U Sjedinjenim Američkim Državama pad aktivnosti u uslužnom sektoru bio je djelomično neutraliziran poboljšanjem u sektoru prerađivačke industrije, dok je u Kini zabilježen pad u obama sektorima. Objavljeni nacionalni podatci za treće tromjesečje uglavnom potvrđuju očekivanja u vezi sa smanjenjem rasta iz makroekonomskih projekcija stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2025.

Grafikon 1.

Globalna proizvodnja mjerena indeksom PMI (bez europa područja)

(indeksi rasprostranjenosti)



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

Napomene: Granica od 50 indeksnih bodova odnosi se na neutralni prag. Posljednji podatci odnose se na studeni 2025.

Što se tiče sljedećeg razdoblja, očekuje se da će nekoliko pozitivnih kretanja povoljno utjecati na globalno gospodarstvo.

U to spadaju niže cijene nafte, povoljniji financijski uvjeti, niže carine, osobito one između Sjedinjenih Američkih Država i Kine, i malo manja neizvjesnost povezana s politikama. Pozitivna iznenađenja glede gospodarskih podataka u velikim gospodarstvima također su pridonijela malom poboljšanju izgleda za globalni rast, koji su unatoč tome i nadalje slabi u odnosu na pretpandemijski prosjek. Procjenjuje se da će iznositi 3,5 % u 2025. i da će se potom postupno smanjiti na 3,3 % u 2026.¹ Projekcije stručnjaka predviđaju nastavak takvoga slabijeg zamaha globalnog rasta i u 2027. i u 2028.

Malo snažniji globalni rast u usporedbi s prethodnim projekcijama uglavnom je posljedica snažnijih izgleda za rast u Sjedinjenim Američkim Državama i Kini. Osim nižih carina, blaga revizija navise izgleda za rast u Sjedinjenim Američkim Državama posljedica je domaće potražnje koja je otpornija nego što se očekivalo, a koju bi u kratkoročnom razdoblju mogli poduprijeti pozitivni učinci bogatstva koji proizlaze iz najnovijih kretanja cijena vlasničkih vrijednosnih papira i pretpostavke o općenito većoj fiskalnoj potrošnji. Projekcije rasta realnog BDP-a u Kini za ovu i sljedeću godinu također su revidirane neznatno navise kako bi se uzela u obzir snažnija izvozna dinamika nego što se prethodno procjenjivalo i pretpostavka o većem fiskalnom poticaju. Izgledi za rast u Ujedinjenoj Kraljevini revidirani su malo naniže zbog predviđenih mjera fiskalne konsolidacije.

Rizici za izgleda za globalni rast i globalnu inflaciju sve su uravnoteženiji jer ključni makroekonomski i financijski činitelji rizika postaju sve više dvojaki. Među njima su rizici povezani s trgovinskim i fiskalnim politikama te rizici koji se odnose na umjetnu inteligenciju i geopolitička kretanja. Primjerice, iako bi trgovinske napetosti mogle ponovo porasti, posebice u odnosima između Sjedinjenih Američkih Država i Kine,

¹ Za više pojedinosti vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europa područje, prosinac 2025“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 18. prosinca 2025.

što bi moglo negativno utjecati na globalno gospodarstvo, Trumpova administracija mogla bi ostvariti napredak u trgovinskim pregovorima, a to bi moglo proizvesti pozitivne učinke.

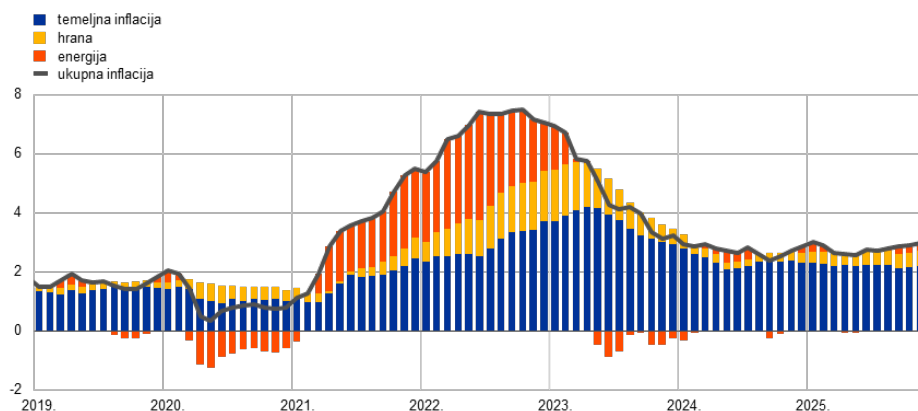
Procjenjuje se da će rast globalnog uvoza u 2025. ostati stabilan, ali da će se njegov zamah sljedeće godine usporiti. Najnoviji podatci potvrđuju da je izvoz poluvodiča povezan s velikim ulaganjima na području umjetne inteligencije ostao snažan u trećem tromjesečju, osobito kad je riječ o kretanjima u Sjedinjenim Američkim Državama. Međutim, robna razmjena ostale robe pokazala se vrlo slabom. Najnoviji podatci također potvrđuju da je rast kineskog izvoza i nadalje snažan. Predviđa se da će rast globalnog uvoza u 2025. iznositi 4,4 %, što je uglavnom posljedica snažnog rasta uvoza u prvoj polovini godine koji se odnosi na potražnju koja je prethodila carinama, a da će se u 2026. smanjiti na 2,0 % zbog negativnog utjecaja carina. Potom bi se trebao oporaviti i iznositi 3,1 % i u 2027. i u 2028. U odnosu na prethodne projekcije izgledi za globalni uvoz revidirani su znatno naviše za ovu i sljedeću godinu, a projekcija za 2027. ostala je nepromijenjena. Predviđanja o snažnijem rastu uvoza zasnivaju se na nižim carinama dogovorenima između Sjedinjenih Američkih Država i Kine te relativno snažnom zamahu rasta u zemljama s tržištima u nastajanju. U toj skupini zemalja ističe se Indija, koja bilježi snažnu gospodarsku aktivnost i rast uvoza.

Ukupna inflacija u državama članicama Organizacije za gospodarsku suradnju i razvoj (OECD) u studenome je malo porasla. Godišnja stopa inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena (IPC) u državama članicama OECD-a, bez Turske, malo se povećala: u studenome je iznosila 3,0 % u odnosu na 2,9 % u listopadu. Taj rast potaknut je malo većim doprinosom komponenata hrane i temeljne inflacije (Grafikon 2.).

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 obuhvaća države europskog područja koje su članice OECD-a i ne obuhvaća Tursku. Izračunava se primjenom godišnjih pondera indeksa potrošačkih cijena na području OECD-a. Posljednji podatci odnose se na studeni 2025.

Predviđa se da će se globalna ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena postupno smanjivati, ali malo bržim tempom nego što je predviđeno u

projekcijama iz rujna.² Očekuje se da će iznositi 3,1 % u 2025. godini te 2,8 % u 2026., 2,5 % u 2027. i 2,6 % u 2028. Pad inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena u 2025. i 2026., koji je malo brži nego što se predviđalo, posljedica je neočekivano niskih stopa inflacije u većini razvijenih gospodarstava, nižih carina između SAD-a i Kine te ponovne procjene utjecaja carina na inflaciju u Sjedinjenim Američkim Državama, za koji se očekuje da će biti malo manji nego što je predviđeno u prethodnim projekcijama. Nadalje, kada je riječ o Kini, rast inflacije potrošačkih cijena u projekcijskom razdoblju postupniji je nego što se očekivalo, što se može objasniti slabijom domaćom potražnjom. Taj učinak na vrijednost na agregatnoj razini za skupinu zemalja s tržištima u nastajanju kompenziran je malo većom predviđenom inflacijom u drugim velikim gospodarstvima, kao što su Indija i Rusija.

Uvjerjenje o povećanim izgledima za sklapanje mirovnog sporazuma u Ukrajini negativno je utjecalo na cijene energenata. Na cijene nafte najprije je u razdoblju prije sastanka Upravnog vijeća u listopadu pozitivno djelovala najava uvođenja novih sankcija SAD-a dvama najvećim ruskim naftnim poduzećima s najvećim udjelom u ruskom izvozu, Lukoilu i Rosneftu. U novije vrijeme, međutim, zbog obnovljenih nastojanja SAD-a da nastavi mirovne pregovore u Ukrajini smanjilo se uvjerenje o vjerojatnosti stroge provedbe tih sankcija, što je stvorilo pritisak na smanjenje cijena. Taj je pritisak pojačan višemjesečnim viškom ponude na tržištu nafte. Kad je riječ o cijenama plina, unatoč tome što je nedavno razdoblje hladnoće u zapadnoj Europi uzrokovalo privremeni porast potrošnje i negativno utjecalo na zalihe, cijene su se naposljetku smanjile za 15 % zbog uvjerenja o određenom napretku prema mogućem mirovnom sporazumu o Ukrajini. S obzirom na daljnja nastojanja Europe da okonča ovisnost o ruskim fosilnim gorivima, taj pritisak na smanjenje cijena vjerojatno ne uzrokuje očekivanja o obnovi dotoka plina ruskim plinovodom. Veća je vjerojatnost da je on posljedica mogućnosti da se zbog mirovnog sporazuma ukinu sankcije SAD-a koje djelomično utječu na kapacitet ruskog izvoza ukapljenoga prirodnog plina. Cijene metala porasle su za 2 % zbog obnovljenih očekivanja o uvođenju carina SAD-a na bakar, što je potaknulo trgovce da ubrzaju isporuke u Sjedinjene Američke Države. Za razliku od toga cijene hrane smanjile su se za 3 % zbog znakova koji upućuju na snažnu ponudu kakaa.

Na gospodarsku aktivnost u Sjedinjenim Američkim Državama nepovoljno je utjecala blokada savezne vlade. Zbog blokade, koja je trajala 43 dana, odgođene su objave ključnih podataka. Očekuje se da će negativno utjecati na rast i u četvrtom tromjesečju 2025., ali predviđa se da će se taj utjecaj velikim dijelom kompenzirati u prvom tromjesečju 2026. Osobna potrošnja ove je godine premašila očekivanja zahvaljujući povećanju bogatstva kućanstava s višim dohotkom u uvjetima naglog rasta tržišta vlasničkih vrijednosnih papira. No očekuje se da će se usporavati kako se situacija na tržištu rada bude normalizirala, a kućanstva budu obnavljala štednju s niskih razina. Rast osobne potrošnje bio je snažan u trećem tromjesečju, iako se u rujnu usporio na mjesečnoj razini. Zamjenske vrijednosti privatnog sektora za

² Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava koje se odnose na ukupnu inflaciju mjerenu indeksom potrošačkih cijena uključuju širu skupinu zemalja, posebice velike zemlje s tržištima u nastajanju (npr. Kinu, Indiju, Brazil i Rusiju), koje nisu obuhvaćene inflacijom mjerenu indeksom potrošačkih cijena na području OECD-a.

osobnu potrošnju upućuju na slab rast u listopadu i studenome, što je u skladu sa slabljenjem raspoloženja potrošača i slabim tržištem rada. Nagli rast kapitalnih rashoda povezanih s umjetnom inteligencijom podupire snažnije izgleda za privatna ulaganja. Očekuje se pozitivan doprinos neto trgovine rastu realnog BDP-a na prijelazu u 2026. godinu. Unatoč tome što je rast zaposlenosti u privatnom sektoru u rujnu premašio očekivanja tržište rada i nadalje je slabo jer su učinak toga pozitivnog iznenađenja ublažile revizije naniže zaposlenosti u privatnom sektoru u prethodnim mjesecima. Podatci privatnog sektora pokazuju da je rast zaposlenosti u listopadu i studenome bio vrlo slab, a visokofrekventni pokazatelji upućuju na povećani broj otpuštanja i stagniranje rasta zaposlenosti. Rast plaća po satu nastavlja se smanjivati.

Istodobno carine utječu na inflaciju potrošačkih cijena u Sjedinjenim

Američkim Državama. Carine na proizvode za široku potrošnju pridonijele su inflacijskim pritiscima, pa je zamah inflacije cijena dobar dosegnuo najvišu razinu od travnja 2023. Očekuje se da će rast cijena povezan s carinama pridonijeti povećanju inflacije u četvrtom tromjesečju. Inflacija cijena usluga nastavlja se polako smanjivati, uglavnom zbog usporavanja inflacije troškova stanovanja. Ukupna PCE (engl. *personal consumption expenditures*) inflacija malo je porasla (za 0,1 postotni bod) i u rujnu je iznosila 2,8 %, a temeljna PCE inflacija smanjila se na 2,8 % (za 0,1 postotni bod). Federalni odbor za otvoreno tržište na sastanku u prosincu smanjio je ciljani raspon svoje ključne kamatne stope (za 25 baznih bodova) na 3,50-3,75 %.

Kratkoročni izgledi Kine upućuju na slabljenje zamaha rasta unatoč

neočekivano snažnom rastu u trećem tromjesečju. Domaća potražnja i nadalje je slaba, iako je realni BDP porastao za 1,1 % na tromjesečnoj razini u trećem tromjesečju, premašujući tržišna očekivanja. Neto izvoz dao je pozitivan doprinos, a pokazatelji domaće potražnje, kao što su maloprodaja i ulaganja u dugotrajnu imovinu, dodatno su oslabjeli, što se može pripisati slabom povjerenju potrošača i kontinuiranoj prilagodbi u sektoru stambenih nekretnina. Prema anketi zasnovanoj na indeksu PMI aktivnost u sektoru prerađivačke industrije smanjila se u studenome, dok je aktivnost u uslužnom sektoru oslabjela, ali nastavila se povećavati. Kina bilježi dobre izvozne rezultate: nominalni rast robnog izvoza dosegnuo je 5,8 % na godišnjoj razini u studenome zbog snažnog izvoza u Savez država Jugoistočne Azije (engl. *Association of Southeast Asian Nations*, ASEAN), Afriku i Europu. Ta povećanja više su nego dovoljno kompenzirala pad izvoza u Sjedinjene Američke Države. Očekuje se da će nedavno sklopljeni trgovinski sporazum između SAD-a i Kine kojim se smanjuju carine na uvoz iz Kine te povećani fiskalni poticaj uključen u novi kineski petogodišnji plan poduprijeti gospodarski rast u projekcijskom razdoblju. Međutim, strukturni problemi, kao što je kontinuirana korekcija u sektoru stambenih nekretnina, nepovoljno utječu na raspoloženje potrošača i uzrokuju rizike za srednjoročne izgleda za potrošnju. Ukupne potrošačke cijene u Kini dodatno su porasle u studenome, a deflacija proizvođačkih cijena nastavila se. Godišnja ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena povećala se s 0,2 %, koliko je iznosila u listopadu, na 0,7 % u studenome, što je njezina najviša vrijednost od veljače prošle godine. To povećanje odgovaralo je tržišnim očekivanjima i uglavnom je bilo potaknuto cijenama hrane jer se zbog lošeg vremena stvorio manjak ponude.

Inflacija proizvođačkih cijena malo se smanjila i u studenome je iznosila –2,2 %, u usporedbi s –2,1 % u listopadu, što je rezultat nižih cijena sirovina i trajnih proizvoda za široku potrošnju.

Gospodarstvo Ujedinjene Kraljevine ostvarilo je skroman rast u trećem tromjesečju 2025. Osobna potrošnja ostala je slaba, ali ulaganja u stambene nekretnine pružila su određenu potporu. Preliminarni podatci indeksa PMI za studeni upućuju na nastavak slaboga gospodarskog zamaha u četvrtom tromjesečju, uz slabljenje aktivnosti u uslužnom sektoru i manja poboljšanja proizvodnje u sektoru prerađivačke industrije. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena smanjila se na 3,6 % u listopadu s 3,8 % u rujnu. Smanjila se i temeljna inflacija, na 3,4 %, zbog inflacije cijena usluga, koja je pala na 4,5 %. Rast se plaća usporio, ali ostao je povišen. Jesenski proračun, najavljen 26. studenoga, uključuje veću fiskalnu potrošnju u nadolazećim godinama, a očekuje se da će se mjerama politike, kao što je prošireno zamrzavanje pragova poreza na dohodak, stvoriti dodatni fiskalni prihodi i to uglavnom od 2028.

2. Gospodarska aktivnost

Gospodarstvo europodručja pokazuje se otpornim unatoč nepovoljnemu globalnom okruženju. U trećem tromjesečju 2025. realni BDP povećao se za 0,3 %, što je više nego u makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2025. Taj rast uslijedio je nakon kolebljivih kretanja u prvoj polovini godine, koja su proizašla iz ubrzanih aktivnosti zbog viših trgovinskih carina SAD-a i povezane neizvjesnosti te snažnih fluktuacija podataka za Irsku. Rast u trećem tromjesečju bio je potaknut domaćom potražnjom i povećavanjem zaliha na strani rashoda, pri čemu su tržišne usluge, osobito kada je riječ o sektoru informacija i komunikacija, pridonijele u odnosu na dodanu vrijednost, uz stagnaciju kada je riječ o industriji i građevinarstvu. Anketni podatci trenutačno upućuju na kontinuiran umjeren zamah rasta u četvrtom tromjesečju 2025., uz najveći doprinos aktivnosti u uslužnom sektoru. Tržište rada i nadalje je otporno, iako postoje naznake usporavanja, uz zamjetne razlike među državama i sektorima. Stopa nezaposlenosti ostala je nepromijenjena i iznosila je 6,4 % u rujnu i listopadu, što je blizu nedavno zabilježenih povijesno niskih razina.

Očekuje se da će domaća potražnja poduprijeti rast BDP-a u kratkoročnom i srednjoročnom razdoblju. Rast realnog dohotka i otporno tržište rada vjerojatno će poduprijeti osobnu potrošnju, a očekuje se da će se ulaganje u stambene nekretnine oporaviti u četvrtom tromjesečju i nadalje, na što upućuju glavni pokazatelji. Očekuje se da će i poslovno ulaganje porasti, potaknuto nematerijalnom imovinom, a ulaganja u materijalnu imovinu vjerojatno će ostati prigušenija u kratkoročnom razdoblju. Očekuje se da će činitelji poput povećane potražnje, veće dobiti, smanjene neizvjesnosti, dodatnih rashoda za obranu i infrastrukturu te poboljšanih uvjeta financiranja dodatno potaknuti ulaganja i rast aktivnosti u srednjoročnom razdoblju.

Takve izglede u glavnim crtama potvrđuju makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2025., u kojima se predviđa da će godišnji prosječni rast realnog BDP-a iznositi 1,4 % u 2025., 1,2 % u 2026., 1,4 % u 2027. i 1,4 % u 2028. U odnosu na projekcije iz rujna 2025. rast BDP-a revidiran je naviše u cijelome projekcijskom razdoblju.³

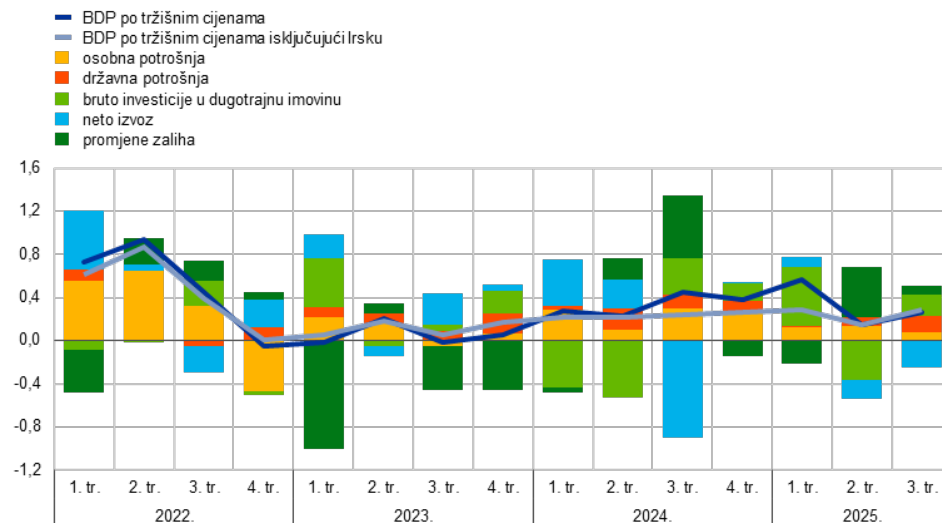
Gospodarstvo europodručja poraslo je za 0,3 % u trećem tromjesečju 2025., prema posljednjoj Eurostatovoj procjeni, nakon kolebljivih razina zabilježenih u prvoj polovini godine (Grafikon 3.). Rast u trećem tromjesečju bio je potaknut domaćom potražnjom i povećavanjem zaliha, uz negativan doprinos neto trgovine zbog snažnog rasta uvoza, osobito u Irskoj. Rast nematerijalnih ulaganja i iscrpni podatci o proizvodnji usluga upućuju na to da se rashodi povezani s umjetnom inteligencijom povećavaju. Rast bruto dodane vrijednosti u trećem tromjesečju bio je potaknut tržišnim uslugama, osobito u sektoru informacija i komunikacija, a doprinos industrije i građevinarstva stagnirao je.

³ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, prosinac 2025.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 18. prosinca 2025.

Grafikon 3.

Realni BDP europodručja i njegove komponente

(tromjesečne promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2025.

Anketni podatci upućuju na umjeren zamah rasta u četvrtom

tromjesečju 2025., potaknut aktivnošću u uslužnom sektoru.

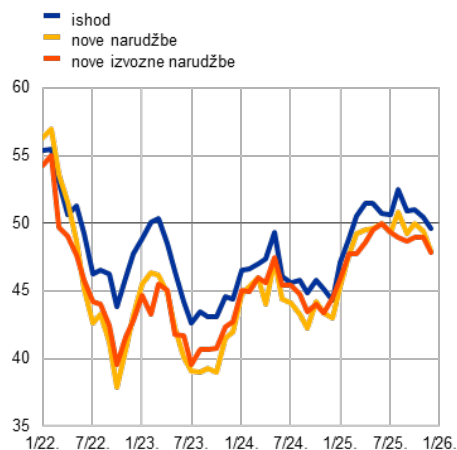
U prvom mjesecu četvrtog tromjesečja industrijska proizvodnja bez građevinarstva bila je za 0,6 % veća nego u trećem tromjesečju, kada se smanjila za 0,1 %. Anketni podatci pokazuju da je kompozitni indeks menadžera nabave (PMI) za proizvodnju u europodručju prosječno iznosio 52,4 u četvrtom tromjesečju, što je povećanje u odnosu na 51,0, koliko je iznosio u trećem tromjesečju, a mjesečni profil smanjio se s 52,8 u studenome na 51,9 u prosincu. To smanjenje potaknuto je poslovnom aktivnošću u uslužnom sektoru (koja je iznosila 52,6) (Grafikon 4., panel b)) i smanjenjem proizvodnje u prerađivačkoj industriji na 49,7, ispod praga od 50, ispod kojeg nema rasta (Grafikon 4., panel a)). Nakon četvrtog tromjesečja prospektivni indeksi PMI za nove narudžbe i poslovna očekivanja i nadalje upućuju na umjeren rast kojemu uslužni sektor daje najveći doprinos, a čini se da su rezultati u prerađivačkoj industriji u kratkoročnom razdoblju i nadalje slabi.

Grafikon 4.

Pokazatelji mjereni indeksom PMI po sektorima gospodarstva

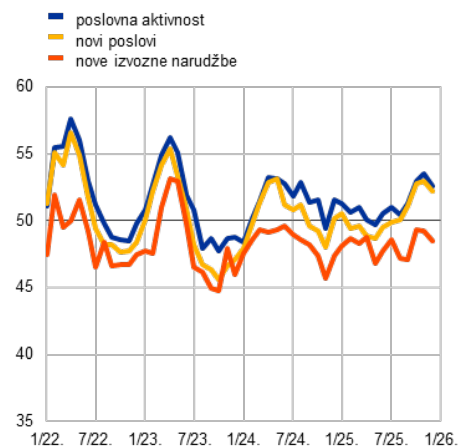
a) prerađivačka industrija

(indeksi rasprostranjenosti)



b) usluge

(indeksi rasprostranjenosti)



Izvor: S&P Global Market Intelligence

Napomena: Posljednji podatci odnose se na prosinac 2025.

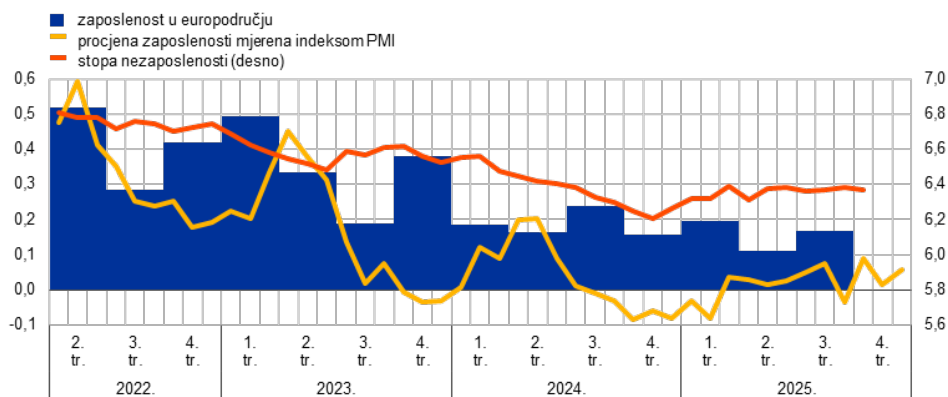
Tržište rada ostalo je otporno u trećem tromjesečju 2025., iako se potražnja za radnom snagom nastavila postupno smanjivati. U trećem tromjesečju 2025.

zaposlenost se povećala za 0,2 %, a ukupan broj odrađenih sati povećao se za 0,4 % (Grafikon 5.). Nastavak smanjivanja rasta zaposlenosti djelomično odražava slabljenje potražnje za radnom snagom, pri čemu se u trećem tromjesečju stopa slobodnih radnih mjesta smanjila na 2,2 %, ispod pretpandemijskih razina zabilježenih u četvrtom tromjesečju 2019. Radna snaga ostala je stabilna u trećem tromjesečju, a brojke iz listopada upućuju na mjesečni rast od 0,1 %. Istodobno je stopa nezaposlenosti iznosila 6,4 % u listopadu te se od početka godine i nadalje nalazi u rasponu od 6,3 % do 6,4 %.

Grafikon 5.

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

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



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

Napomene: Dvije linije označuju mjesečna kretanja, a stupci prikazuju tromjesečne podatke. Indeks PMI izražen je kao odstupanje od vrijednosti 50 podijeljeno s 10 radi izračuna tromjesečnog rasta zaposlenosti. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2025. za zaposlenost u europodručju, na prosinac 2025. za procjenu zaposlenosti mjerenu indeksom PMI i na listopad 2025. za stopu nezaposlenosti.

Kratkoročni pokazatelji tržišta rada upućuju na blago pozitivan rast

zaposlenosti u četvrtom tromjesečju. Mjesečni pokazatelj zaposlenosti mjereno kompozitnim indeksom PMI iznosio je 50,6 u prosincu, uz tromjesečni prosjek od 50,5, što pokazuje da je rast zaposlenosti u četvrtom tromjesečju uglavnom stagnirao. Pokazatelj zaposlenosti mjereno indeksom PMI u uslužnom sektoru od početka godine iznosi oko 51, a u prosincu je iznosio 51,3. Pokazatelj zaposlenosti mjereno indeksom PMI za prerađivačku industriju ostao je negativan i prema podacima iz prosinca iznosio je 48,5, a njegov tromjesečni prosjek iznosio je 48,1.

Osobna potrošnja nastavila je rasti u trećem tromjesečju 2025. i očekuje se da će se taj zamah zadržati i u četvrtom tromjesečju.

Osobna potrošnja porasla je za 0,2 % na tromjesečnoj razini u trećem tromjesečju 2025., što je uglavnom u skladu s dinamikom zabilježenom u drugom tromjesečju (Grafikon 6., panel a)). Potrošnja na usluge nastavila je rasti, a potrošnja robe smanjila se. Maloprodaja i proizvodnja usluga malo su se povećale u trećem tromjesečju u odnosu na drugo tromjesečje, za 0,2 % i 0,3 % na tromjesečnoj razini, a maloprodaja je ostala nepromijenjena u listopadu na mjesečnoj razini. Anketni podatci upućuju na snažan zamah osobne potrošnje prema kraju godine, pri čemu je pokazatelj pouzdanja potrošača Europske komisije ostao nepromijenjen u studenome. Poslovna očekivanja u vezi s potražnjom u maloprodaji i uslugama potrošačima za sljedeća tri mjeseca poboljšala su se u studenome, pri čemu se potražnja za uslugama potrošačima približila pretpandemijskim razinama. Što se tiče usluga koje se zasnivaju na bliskim fizičkim kontaktima, pokazatelji Europske komisije o očekivanoj potražnji smanjili su se kada je riječ o uslugama smještaja i, u manjoj mjeri, uslugama povezanim s hranom i pićem, a povećali su se kada je riječ o putničkim uslugama. U tom smislu podatci iz ankete o očekivanjima potrošača pokazuju da su očekivanja glede kupnje paket-aranžmana i nadalje velika. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, očekuje se da će se osobna potrošnja nastaviti povećavati, zahvaljujući rastu realnog dohotka prethodnih godina. Iako osobna potrošnja zasad zaostaje za

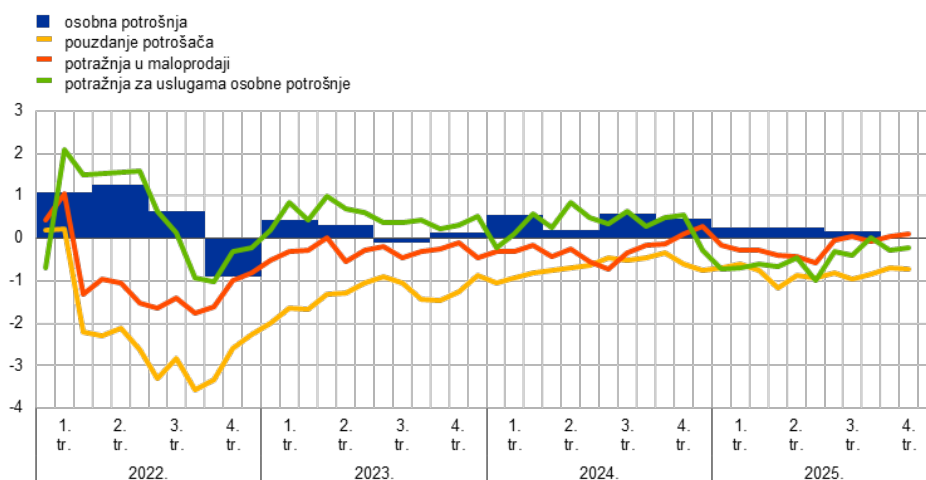
rastom dohotka, očekuje se da će rast realnog dohotka postupno dovesti do snažnijeg zamaha potrošnje u kratkoročnom razdoblju, unatoč povećanju stope štednje (Grafikon 6., panel b)). Istodobno, prema anketi o očekivanjima potrošača, motivi za oprez i rikardijanski učinci utječu na sklonost kućanstava štednji (vidi Okvir 4.).

Grafikon 6.

Potrošnja i pouzdanje kućanstava, poslovna očekivanja, stopa štednje kućanstava i očekivanja u vezi s nezaposlenošću

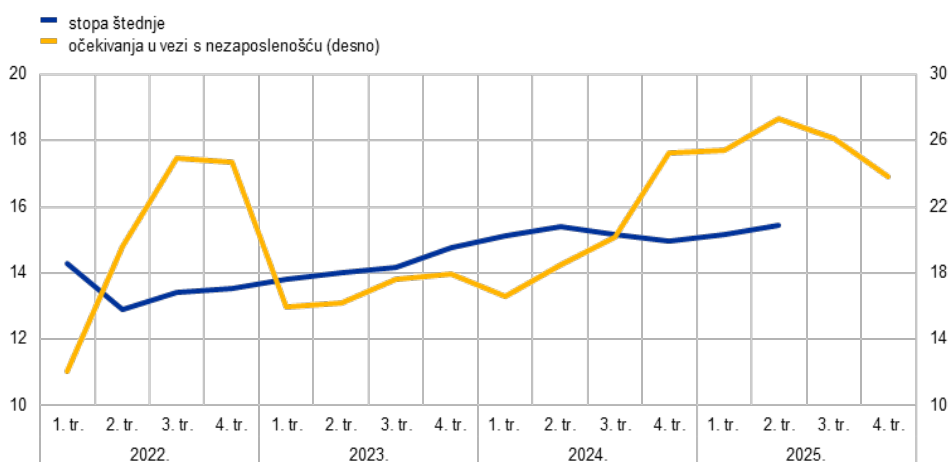
a) osobna potrošnja i pouzdanje, poslovna očekivanja

(tromjesečne promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima, postotci bruto raspoloživog dohotka)



b) stopa štednje kućanstava i očekivanja u vezi s nezaposlenošću

(postotci raspoloživog dohotka, neto stanje u postotcima)



Izvori: Eurostat, Europska komisija i izračun ESB-a

Napomene: Poslovna očekivanja vezana uz potražnju 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 očekivanjima 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 koja se odnosi na potražnju za uslugama osobne potrošnje standardizirana je za razdoblje od 2005. do 2019., a serije podataka koje se odnose na potražnju u maloprodaji i pouzdanje potrošača standardizirane su za razdoblje od 1999. do 2019. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2025. za stopu štednje, treće tromjesečje 2025. za osobnu potrošnju i studeni 2025. za sve ostale varijable.

Poslovno ulaganje snažno je poraslo u trećem tromjesečju i trebalo bi se dodatno intenzivirati. Poslovno ulaganje poraslo je za 1,8 % u trećem

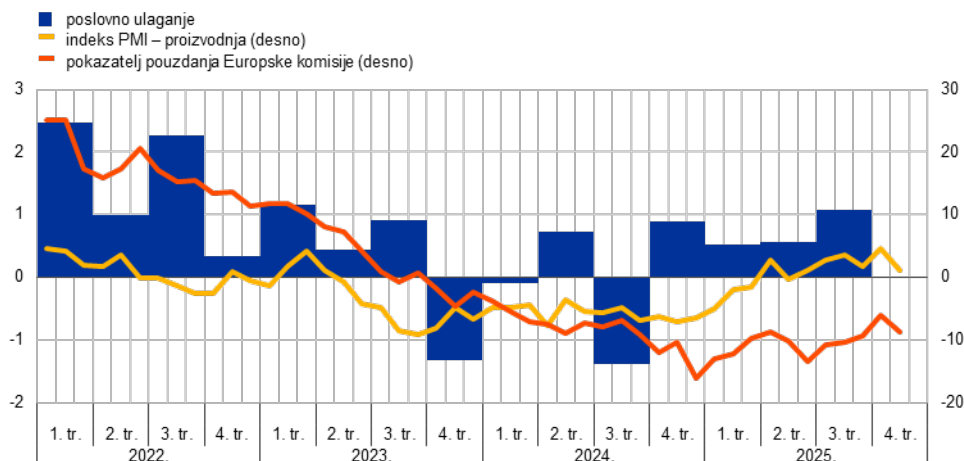
tromjesečju 2025. na tromjesečnoj razini i za 1,1 % ako se isključe podatci o kolebljivoj irskoj nematerijalnoj imovini. Isključujući irsku nematerijalnu imovinu, i materijalna i nematerijalna ulaganja zabilježila su snažan rast. Pokazatelji za sektor kapitalnih dobara u četvrtom tromjesečju, kao što su pokazatelj proizvodnje mjerene indeksom PMI i anketa pouzdanja koju provodi Europska komisija za razdoblje do studenoga, upućuju na malo slabija ulaganja u materijalnu imovinu (Grafikon 7., panel a)). Ankete o nematerijalnim uslugama za razdoblje do studenoga, kao što su pokazatelj aktivnosti mjerene indeksom PMI i anketa Europske komisije o očekivanoj potražnji u sljedeća tri mjeseca, pokazuju kontinuiran rast nematerijalnih ulaganja. Na [forumu za dijalog u nefinancijskom poslovnem sektoru](#) (NFBD) u studenome poduzeća su prijavila povećavanje ulaganja u e-trgovinu, podatkovne centre, razvoj softvera i automatizaciju. Unatoč tome, na NFBD-u je istaknuto da su visoki troškovi energije i rada, visoki regulatorni troškovi te zabrinutosti glede prekomjerne regulacije umjetne inteligencije i nadalje znatna prepreka. Što se tiče sljedećeg razdoblja, na ulaganje bi trebali pozitivno djelovati povećanje ukupne potražnje, veća dobit, smanjena neizvjesnost i dodatne inicijative povezane s obranom i infrastrukturom kao i povoljniji uvjeti financiranja prošle godine. Pojednostavnjenje propisa EU-a također bi moglo pridonijeti ubrzavanju ulaganja. Unatoč tome, i nadalje su prisutni neki znatni negativni rizici jer se nepovoljni učinci viših carina još mogu pojaviti. Poduzeća koja su sudjelovala u NFBD-u bila su osobito zabrinuta zbog kineskog preusmjeravanja izvoza jeftinih visokotehnoloških proizvoda, s obzirom na višak kapaciteta i smanjene mogućnosti izvoza u Sjedinjene Američke Države, što može ugroziti marže i dovesti do smanjenja tržišnog udjela u Europi.

Grafikon 7.

Dinamika realnih ulaganja i anketni podatci

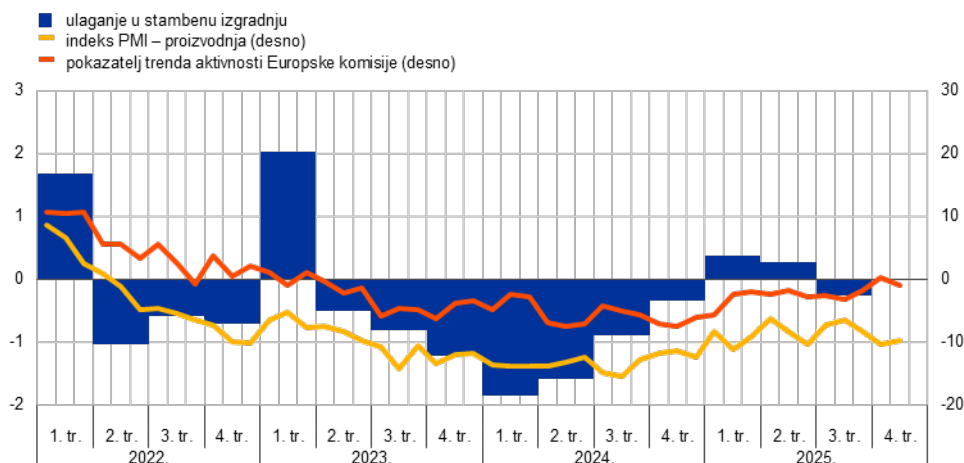
a) poslovna ulaganja (isključujući irsku nematerijalnu imovinu)

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



b) ulaganja u stambene nekretnine

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



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. Pokazatelj pouzdanja Europske komisije za kapitalna dobra normaliziran je za prosjek u razdoblju od 1999. do 2019. i standardnu devijaciju serije. Na panelu b) linija pokazatelja Europske komisije o trendu aktivnosti odnosi se na ponderirani prosjek procjene sektora gradnje zgrada i sektora specijaliziranih građevinskih djelatnosti glede kretanja aktivnosti u prethodna tri mjeseca, preračunat kako bi imao istu standardnu devijaciju kao indeks PMI. Linija proizvodnje mjerene indeksom PMI odnosi se na aktivnost stambene izgradnje. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2025. za ulaganje i na studeni 2025. za proizvodnju mjerenu indeksom PMI i pokazatelj Europske komisije.

Ulaganje u stambene nekretnine neznatno se smanjilo u trećem

tromjesečju 2025., ali očekuje se da će ponovo umjereno rasti u četvrtom

tromjesečju. U trećem tromjesečju ulaganje u stambene nekretnine smanjilo se za 0,3 % na tromjesečnoj osnovi nakon što je raslo dva uzastopna tromjesečja u prethodnom dijelu godine, što pokazuje da još nije došlo do postojanog oporavka (Grafikon 7., panel b)). Proizvodnja u sektorima gradnje zgrada i specijaliziranih građevinskih djelatnosti bila je prosječno za 0,1 % veća u trećem nego u prethodnom tromjesečju. Pokazatelji budućih kretanja ne daju ujednačenu sliku. Pokazatelj Europske komisije o nedavnim kretanjima gradnje zgrada i specijaliziranih

građevinskih aktivnosti povećao se u listopadu i studenome u odnosu na treće tromjesečje, a proizvodnja stambenih nekretnina mjerena indeksom PMI smanjila se. Međutim, općenito gledajući, ulaganje u stambene nekretnine vjerojatno će se nastaviti postupno oporavljati. Toj procjeni pridonosi nastavak neznatnog povećavanja broja građevinskih dozvola za stambene nekretnine u trećem tromjesečju, kao i kontinuirani rast novih stambenih kredita. Osim toga, podatci iz ankete o očekivanjima potrošača pokazuju na sve veću privlačnost stambenih nekretnina kao oblika ulaganja, što upućuje na jačanje potražnje za stambenim nekretninama (vidi [Okvir 5.](#)).

Ukupni izvoz europodručja intenzivirao se u trećem tromjesečju 2025. i porastao je za 0,7 %, iako je temeljni zamah i nadalje slab. Izvoz robe iz europodručja znatno je porastao u trećem tromjesečju 2025. i tromjesečno se povećao za 1,5 %. To se povećanje djelomično može pripisati većoj prodaji farmaceutskih proizvoda u Sjedinjenim Američkim Državama, što može odražavati ubrzavanje izvoza poduzeća u očekivanju mogućih većih carina na te proizvode. To također odražava povećanje izvoza sastojaka za lijekove za mršavljenje. Osim u području farmaceutskih proizvoda, europodručje i nadalje bilježi smanjivanje tržišnih udjela u mnogim državama i sektorima zbog jake konkurencije iz Kine. Taj će obrazac vjerojatno trajno opterećivati izvoz europodručja. Uvoz robe umjereno se povećao za 0,7 % u trećem tromjesečju 2025., pri čemu je uvoz iz Kine nastavio rasti u okolnostima sve intenzivnije konkurencije za poduzeća iz europodručja. Istodobno su se uvozne cijene nastavile smanjivati i u kolovozu su se smanjile za 2 % na godišnjoj razini, što odražava učinak prošle aprecijacije eura i pritiska na smanjenje cijena iz Kine. Što se tiče sljedećeg razdoblja, anketni pokazatelji i nadalje upućuju na slabljenje izvoza i u području prerađivačke industrije i u uslužnom sektoru.

U odnosu na projekcije iz rujna 2025. rast realnog BDP-a revidiran je naviše za 0,2 postotna boda za 2025. i 2026. te za 0,1 postotni bod za 2027. Prilagodba naviše za 2025. rezultat je revizija prošlih podataka, uključujući ostvarenja koja su u trećem tromjesečju 2025. bila bolja od očekivanih. Malo manja neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama, snažnija inozemna potražnja i niže cijene energenata doveli su do revizije naviše izgleda za rast za 2026. Neznatno snažnija tromjesečna dinamika i veći učinak prijenosa snažnijeg zamaha rasta u 2026. zajedno su doveli do male revizije naviše izgleda za 2027. Kada je riječ o komponentama rashoda, najveće revizije naviše za razdoblje od 2025. do 2027. odnose se na ulaganje, i to osobito na snažnije poslovno ulaganje tijekom cijelog razdoblja i dinamičnije državno ulaganje u 2027., te na snažniju državnu potrošnju u 2025. i 2026. Neto trgovina također je revidirana naviše za 2025., što je posljedica neočekivano dobrih izvoznih ostvarenja u prvim trima tromjesečjima godine.

3. Cijene i troškovi

Godišnja ukupna inflacija u europodručju mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) i nadalje je blizu srednjoročnog cilja Upravnog vijeća od 2 %. U studenome 2025. i nadalje je iznosila 2,1 %⁴ jer je rast inflacije cijena energije neutraliziran padom inflacije cijena hrane. Inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane (HIPCX) ostala je nepromijenjena i iznosila je 2,4 % jer su se inflacija cijena dobara i inflacija cijena usluga kretale u suprotnim smjerovima. Pokazatelji temeljne inflacije uglavnom se nisu mijenjali proteklih mjeseci te su i nadalje u skladu s ciljnom razinom od 2 %. Rast jedinične dobiti ostao je nepromijenjen u trećem tromjesečju 2025., a stopa rasta jediničnih troškova rada bila je malo viša nego u drugom tromjesečju. Godišnji rast naknade po zaposlenom i nadalje je iznosio 4,0 % u trećem tromjesečju. Većina mjera dugoročnih inflacijskih očekivanja i nadalje je na razinama od oko 2 %, što podupire stabilizaciju inflacije na razinama oko ESB-ova cilja.

U makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2025. predviđa se da će se ukupna inflacija smanjiti s 2,1 % u 2025. na 1,9 % u 2026. i 1,8 % u 2027. te da će se potom u 2028. ponovno vratiti na srednjoročni cilj Upravnog vijeća od 2 %. U odnosu na projekcije iz rujna 2025. ukupna inflacija revidirana je naviše za 2026. i malo naniže za 2027.⁵

Inflacija mjerena HIPC-om za europodručje i nadalje je iznosila 2,1 % u studenome 2025. (Grafikon 8.). To je rezultat malog povećanja inflacije cijena usluga i povećanja komponente energije, koja su neutralizirana nižom inflacijom cijena industrijskih proizvoda bez energije (IPE) i nižom inflacijom cijena hrane. Godišnja stopa promjene cijena energije povećala se s –0,9 % u listopadu na –0,5 % u studenome, potaknuta povećanjem komponente goriva za prijevoz, koje je nadjačalo smanjenje komponenata električne energije i plina. Ukupna inflacija cijena hrane neznatno se smanjila, s 2,5 % u listopadu na 2,4 % u studenome. Ako se pobliže promotre pojedinačne potkomponente hrane, godišnja stopa promjene cijena prerađenih prehrambenih proizvoda malo se smanjila, s 2,3 % u listopadu na 2,2 % u studenome, a godišnja stopa promjene cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda ostala je nepromijenjena i iznosila je 3,2 %. Inflacija mjerena HIPCX-om ostala je stabilna treći uzastopni mjesec i u studenome je iznosila 2,4 %. To odražava mali pad inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije, koja se smanjila na 0,5 % s 0,6 % u listopadu, čime je neutralizirano jednako povećanje inflacije cijena usluga, s 3,4 % na 3,5 % u istom razdoblju. Inflacija cijena usluga posljednjih se mjeseci povećava zbog većih godišnjih stopa rasta u potkomponenti rekreacije, osobito kada je riječ o smještaju i paket-aranžmanima, kao i u potkomponentama prijevoza i komunikacije. Što se tiče sljedećeg razdoblja, iako su pritisci na cijene usluga i nadalje snažni, očekivano postupno smanjivanje rasta plaća trebalo bi pridonijeti dezinflaciji cijena usluga.

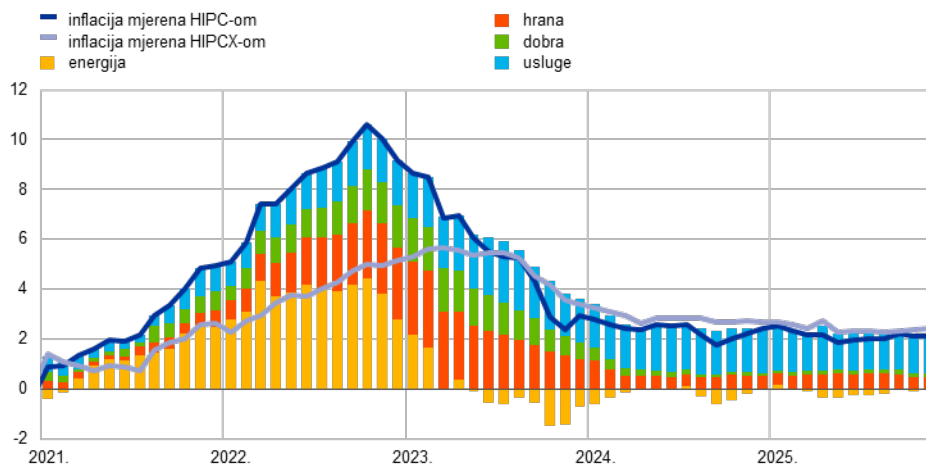
⁴ Krajnji datum za podatke uključene u ovaj broj Ekonomskog biltena bio je 17. prosinca 2025. Prema brzoj procjeni Eurostata objavljenoj 7. siječnja 2026. godišnja inflacija u europodručju smanjila se na 2,0 % u prosincu 2025.

⁵ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, prosinac 2025.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 18. prosinca 2025.

Grafikon 8.

Ukupna inflacija i njezine glavne komponente

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Roba se odnosi na industrijske proizvode bez energije. HIPCX znači HIPC bez energije i hrane. Posljednji podatci odnose se na studeni 2025.

Pokazatelji temeljne inflacije uglavnom se nisu mijenjali proteklih mjeseci te su i nadalje u skladu sa srednjoročnim ciljem ESB-a od 2 % (Grafikon 9.). U

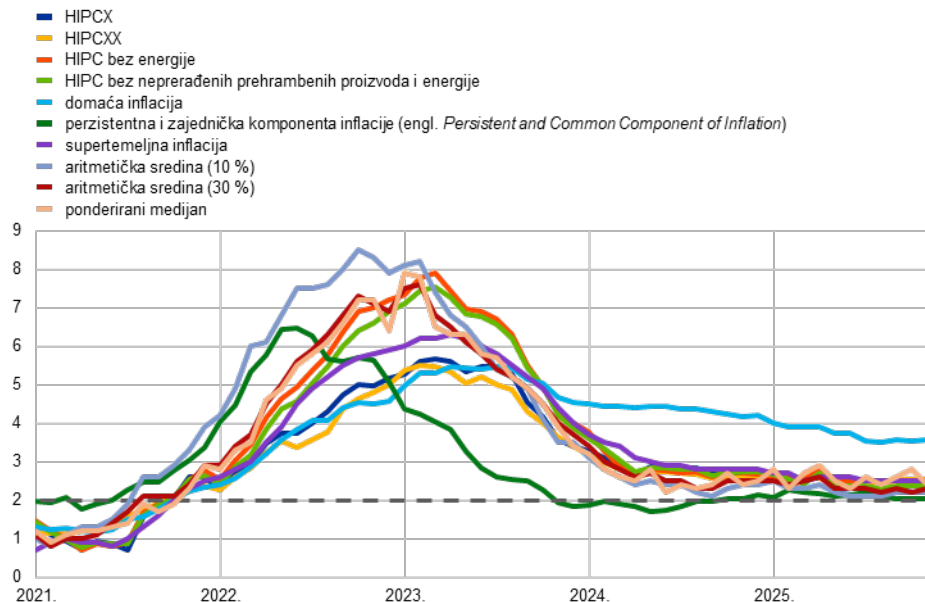
studenome 2025. većina mjera temeljne inflacije kretala se u uskom rasponu, a raspon vrijednosti pokazatelja bio je između 2,0 % i 2,5 %.⁶ Sve mjere inflacije koje se zasnivaju na trajnom izuzimanju ostale su nepromijenjene u odnosu na listopad i iznosile su između 2,4 % i 2,5 %. Kretanja većine mjera zasnovanih na privremenom izuzimanju također su upućivala na stabilizaciju temeljnih inflacijskih pritisaka u studenome. Domaća inflacija, koja uglavnom uključuje stavke usluga, malo se povećala, s 3,5 % u listopadu na 3,6 % u studenome. Kada je riječ o mjerama zasnovanim na modelu, perzistentna i zajednička komponenta inflacije (engl. *Persistent and Common Component of Inflation*) smanjila se na 2,0 % u studenome, a pokazatelj supertemeljne (engl. *Supercore*) komponente inflacije, koji se sastoji od stavki HIPC-a osjetljivih na poslovni ciklus, ostao je nepromijenjen i iznosio je 2,5 % peti uzastopni mjesec.

⁶ 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 Upravnog vijeća od 2 % u srednjoročnom razdoblju. HIPCX znači HIPC bez energije i hrane, HIPCXX znači HIPC bez stavki povezanih s putovanjima, odjeće i obuće. Posljednji podatci odnose se na studeni 2025.

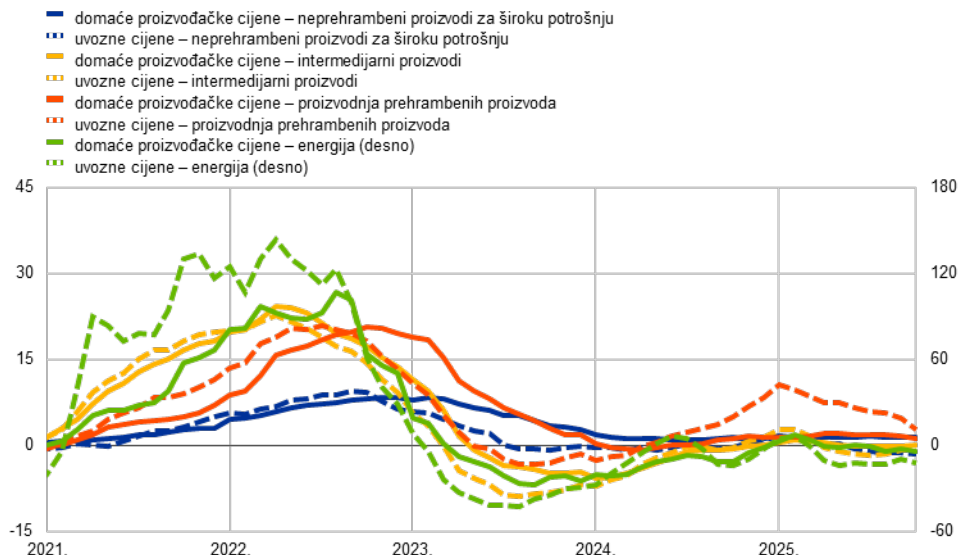
Mjere pritiska proizvođačkih troškova upućuju na postupno ublažavanje inflacijskih pritiska (Grafikon 10.).

U ranim fazama cjenovnog lanca inflacija proizvođačkih cijena energije znatno se smanjila, s $-2,4\%$ u rujnu na $-3,9\%$ u listopadu 2025., znatno ispod najviše vrijednosti od $7,8\%$, koliko je iznosila u veljači. Kada je riječ o intermedijarnim proizvodima, u istom razdoblju godišnja stopa rasta domaćih proizvođačkih cijena povećala se s $-0,1\%$ na $0,1\%$, a godišnja stopa rasta uvoznih cijena ostala je nepromijenjena i iznosila je $-0,8\%$. U kasnijim fazama cjenovnog lanca inflacija domaćih proizvođačkih cijena neprehrambenih proizvoda za široku potrošnju i nadalje je iznosila $1,5\%$ u listopadu, a inflacija uvoznih cijena smanjila se na $-1,6\%$ s $-1,2\%$ u rujnu. Istodobno se godišnja stopa rasta proizvođačkih cijena proizvodnje prehrambenih proizvoda smanjila na $1,1\%$ s $1,7\%$, a godišnja stopa rasta uvoznih cijena nastavila se smanjivati u odnosu na najvišu razinu od $10,6\%$ zabilježenu u siječnju i smanjila se s $4,9\%$ u rujnu na $2,8\%$ u listopadu. Općenito, podatci upućuju na zaključak da pritisci proizvođačkih troškova za proizvode za široku potrošnju i hranu popuštaju, što odražava aprecijaciju eura, a moguće i povećanu usmjerenost Kine na europodručje kao izvozno tržište, što je stvorilo pritisak na smanjenje uvoznih cijena.

Grafikon 10.

Pokazatelji pritiska proizvođačkih troškova

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na listopad 2025.

Domaći troškovni pritisci mjereni porastom deflatora BDP-a ostali su uglavnom stabilni i iznosili su 2,4 % u trećem tromjesečju 2025. (Grafikon 11.).

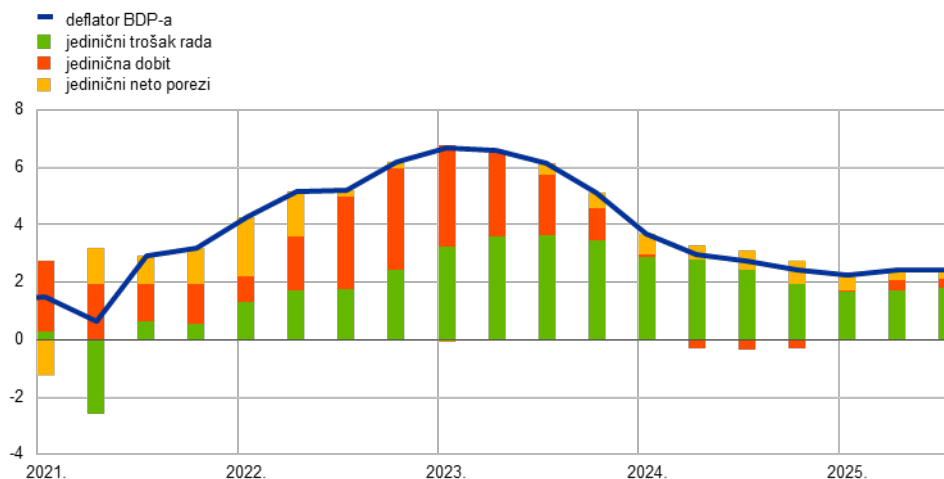
To je odraz povećanja doprinosa jediničnih troškova rada, što je neutralizirano stabilnim doprinosom jedinične dobiti i smanjenjem doprinosa jediničnih neto poreza. Blago povećanje godišnje stope rasta jediničnih troškova rada bilo je rezultat malog pada stope rasta produktivnosti rada, koja se smanjila s 0,8 % u drugom tromjesečju na 0,7 % u trećem tromjesečju, kao i stabilne stope rasta naknade po zaposlenom, koja je u trećem tromjesečju iznosila 4,0 %. Potonje je rezultat smanjenja rasta dogovorenih plaća na 1,9 % u trećem tromjesečju, s 4,0 %, koliko je iznosio u prethodnom tromjesečju, što je neutralizirano znatnim povećanjem komponente rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće u istom razdoblju. Nagli pad rasta dogovorenih plaća odražava mehanički učinak velikih jednokratnih isplata u 2024., što je istodobno prouzročilo kolebljivost rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, podatci iz ESB-ova alata za praćenje plaća, koji uključuju podatke o sporazumima o plaćama sklopljenima do kraja studenoga 2025., i nadalje pokazuju da će pritisci na rast plaća ostati umjereni i u četvrtom tromjesečju 2025. i u prvoj polovini 2026. i da će se potom postupno stabilizirati u drugoj polovini 2026.⁷ U makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2025. predviđa se da će rast naknade po zaposlenom u prosjeku iznositi 4,0 % u 2025. i da će se potom smanjiti na 3,2 % u 2026., 2,9 % u 2027. i 3,0 % u 2028.

⁷ Za više pojedinosti vidi „New data release: ECB wage tracker suggests lower wage growth and gradual normalisation of negotiated wage pressures in 2026“, *priopćenje za javnost*, ESB, 19. prosinca 2025.

Grafikon 11.

Raščlamba deflatora BDP-a

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Naknada po zaposlenome pozitivno pridonosi promjenama jediničnih troškova rada. Produktivnost rada negativno pridonosi tim promjenama. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2025.

Tijekom promatranog razdoblja od 11. rujna do 17. prosinca 2025. mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima (Grafikon 12., panel a)) i dugoročnija inflacijska očekivanja među stručnjacima i monetarnim analitičarima ostala su uglavnom nepromijenjena. Jednogodišnja kamatna stopa na jednogodišnje termenske 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 %. Čini se da tržišta povezana s inflacijom nisu snažno reagirala na odluku Europskog vijeća od 5. studenoga 2025. o odgodi uvođenja sustava EU-a za trgovanje emisijama (ETS2) za godinu dana, koji će se umjesto u 2027. uvesti u 2028. godini. Kada je riječ o srednjoročnim i dugoročnim dospijecima, naknada za inflaciju bila je slično stabilna. Petogodišnja kamatna stopa na petogodišnje termenske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije, prilagođena za premiju za inflacijski rizik, ostala je blizu 2 %. To upućuje na zaključak da su dugoročnija tržišna očekivanja i nadalje čvrsto usidrena za inflacijski cilj Upravnog vijeća. Prosječna dugoročnija inflacijska očekivanja i medijan dugoročnijih inflacijskih očekivanja zadržali su se na razini od 2 % u ESB-ovoj Anketi o prognozama stručnjaka (engl. *Survey of Professional Forecasters*) za četvrto tromjesečje 2025. i u ESB-ovoj Anketi monetarnih analitičara (engl. *Survey of Monetary Analysts*) iz prosinca 2025.

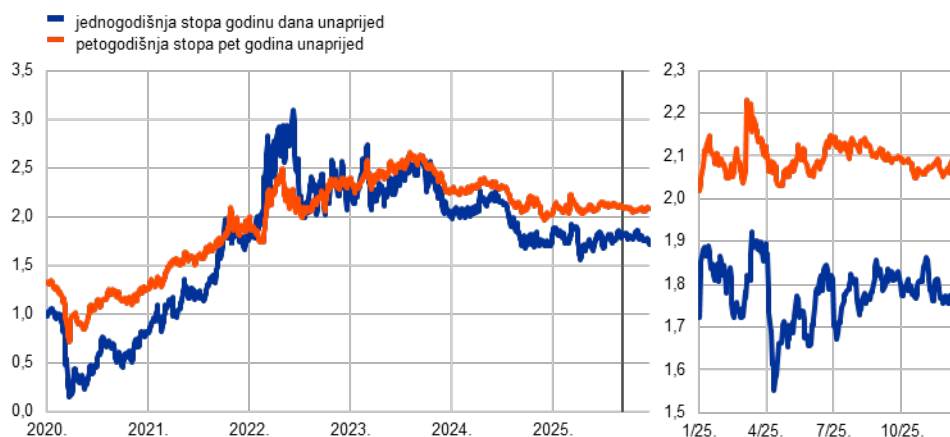
Percepcije potrošača o prošloj inflaciji i njihova kratkoročna i srednjoročna inflacijska očekivanja ostali su stabilni u studenome 2025. (Grafikon 12., panel b)). Prema ESB-ovoj anketi o očekivanjima potrošača iz studenoga 2025. medijan percepcije inflacije u prethodnih godinu dana ostao je nepromijenjen od veljače 2025. i iznosio je 3,1 %. Medijani očekivanja glede ukupne inflacije za sljedećih godinu dana (2,8 %) i za sljedeće tri godine (2,5 %) također su ostali nepromijenjeni od listopada odnosno srpnja.

Grafikon 12.

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

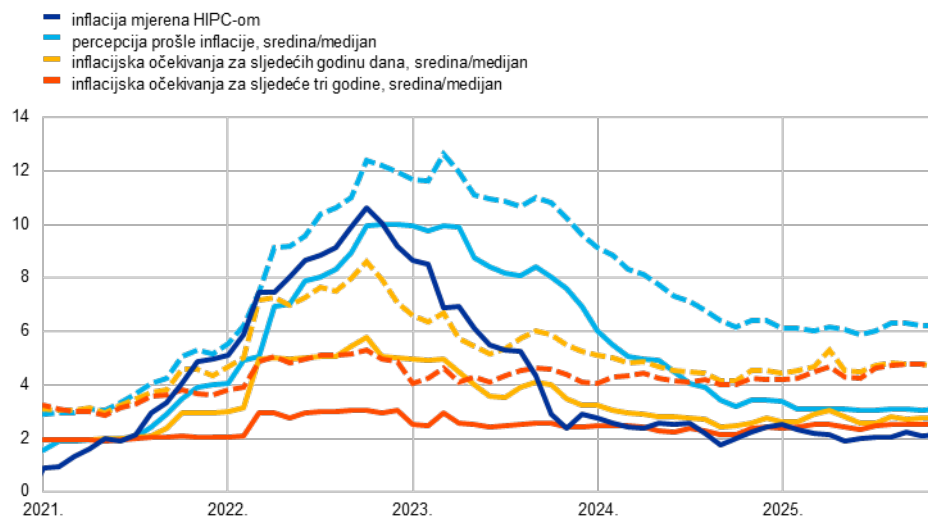
a) mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima

(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 terminalske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije za različita razdoblja za europodručje. Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 11. rujna 2025. Na panelu b) isprekidane linije označuju sredinu, a pune linije označuju medijan. Posljednji podatci odnose se na 17. prosinca 2025. za panel a) i na studeni 2025. za mjere na panelu b).

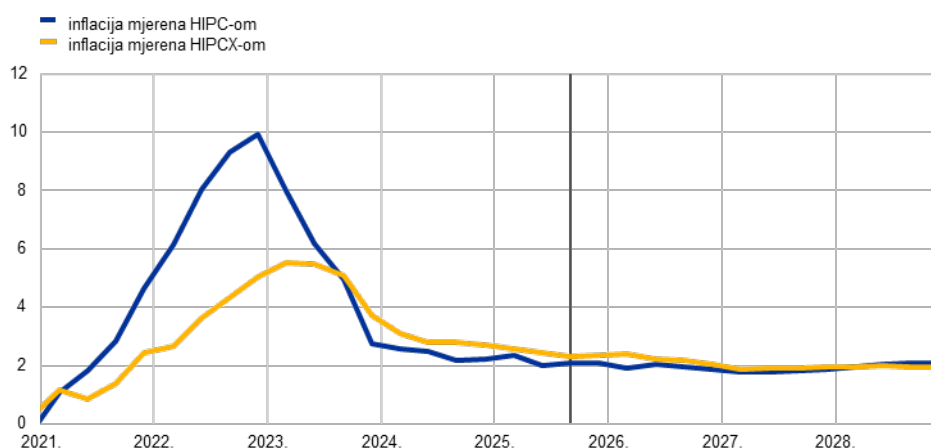
U projekcijama iz prosinca 2025. očekuje se da će ukupna inflacija u prosjeku iznositi 2,1 % u 2025., 1,9 % u 2026. i 1,8 % u 2027., a potom se vratiti na srednjoročni cilj Upravnog vijeća od 2 % u 2028. (Grafikon 13.). Očekuje se da će ukupna inflacija i nadalje iznositi 2,1 % u posljednjem tromjesečju 2025. te da će se potom smanjiti na malo ispod 2,0 % u 2026. i ostati na tim nižim razinama u 2027. Niža prosječna stopa koja se predviđa u 2026. povezana je s baznim učincima povezanim s energijom u prvom tromjesečju, nižom inflacijom cijena hrane i smanjenjem inflacije mjerene HIPC-om zbog smanjivanja inflacije cijena usluga. Daljnje smanjivanje ukupne inflacije u 2027. odražava kontinuirano smanjivanje inflacije mjerene HIPC-om, što je djelomično neutralizirano vraćanjem inflacije

cijena energije na nulte stope. Inflacija cijena hrane trebala bi ostati nepromijenjena. Očekuje se da će se ukupna inflacija povećati u 2028., uglavnom zbog znatnog povećanja inflacije cijena energije potaknutog fiskalnim mjerama povezanim s klimatskom tranzicijom i osobito uvođenjem sustava ETS2. U odnosu na projekcije iz rujna 2025. izgledi za ukupnu inflaciju ostali su nepromijenjeni za 2025., a revidirani su naviše za 0,2 postotna boda za 2026. i naniže za 0,1 postotni bod za 2027. Revizija naviše za 2026. uglavnom odražava izgleda veće inflacije cijena usluga, a revizija naniže za 2027. ponajprije je rezultat očekivane odgode uvođenja sustava ETS2, što je djelomično neutralizirano većom inflacijom cijena usluga. Predviđa se da će se inflacija mjerena HIPCX-om smanjiti s 2,4 % u 2025. na 2,2 % u 2026. i da će se potom stabilizirati na razini od 2 % ili blizu 2 % pred kraj projekcijskog razdoblja zbog slabljenja pritiska troškova rada na inflaciju cijena usluga. U odnosu na projekcije iz rujna 2025. inflacija mjerena HIPCX-om ostala je nepromijenjena za 2025., revidirana je naviše za 0,3 postotna boda za 2026. i 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 Eurosustava za europodručje, prosinac 2025.](#)

Napomene: Siva vertikalna linija označuje posljednje tromjesečje prije početka projekcijskog razdoblja. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2025. za podatke i četvrto tromjesečje 2028. za projekcije. Projekcije iz prosinca 2025. dovršene su 3. prosinca 2025., a krajnji datum za tehničke pretpostavke bio je 26. studenoga 2025. Povijesni i projicirani podatci za inflaciju mjerenu HIPC-om i HIPCX-om na tromjesečnoj su osnovi.

4. Kretanja na financijskim tržištima

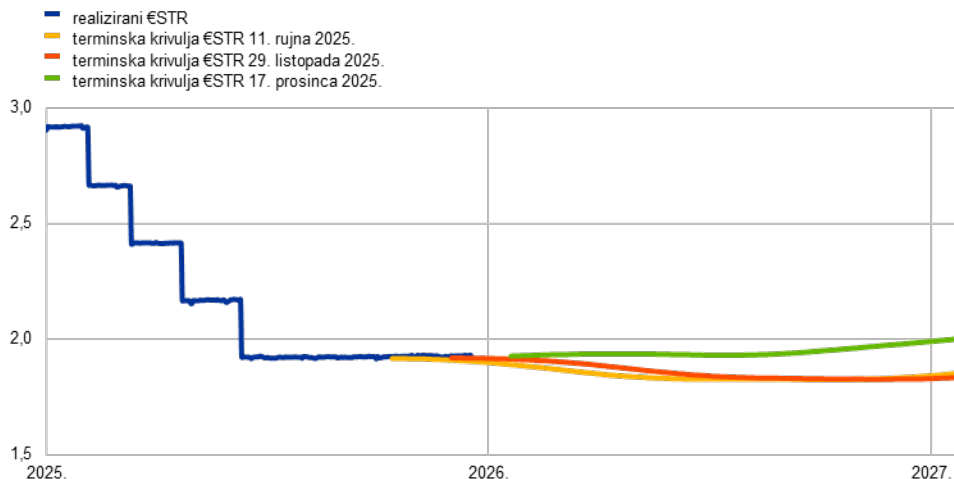
Kratkoročne i dugoročne nerizične kamatne stope u europodručju porasle su tijekom promatranog razdoblja od 11. rujna do 17. prosinca 2025., pri čemu se na tržištima ne očekuje daljnje smanjivanje kamatnih stopa. Prinosi na dugoročne državne obveznice bili su viši na kraju promatranog razdoblja, no razlike prinosa smanjile su se u odnosu na nerizične kamatne stope. Porast nerizičnih kamatnih stopa i prinosa na državne obveznice u skladu je sa širim trendom u kojemu je na globalnoj razini došlo do povećanja nagiba krivulje prinosa, uglavnom zbog porasta realnih stopa. Kod tržišta vlasničkih vrijednosnih papira europodručja zabilježen je porast tijekom promatranog razdoblja, unatoč privremenim negativnim kretanjima potaknutim zabrinutošću zbog vrednovanja poduzeća iz SAD-a koja razvijaju umjetnu inteligenciju. Razlika prinosa na tržištima korporativnih obveznica dodatno se smanjila i trenutačno je na povijesno najnižoj razini, što je potpomognuto povećanom sklonošću preuzimanju rizika. Na deviznom tržištu tečaj eura ostao je stabilan i u odnosu na američki dolar (+0,3 %) i ponderiran obujmom trgovine (+0,4 %). Stabilnost u odnosu na američki dolar odražava bolja makroekonomska kretanja u odnosu na očekivanja i u europodručju i u Sjedinjenim Američkim Državama, dok njegova stabilnost mjerena ponderiranim obujmom trgovine proizlazi iz neutraliziranja tečajnih kretanja u odnosu na trgovinske partnere.

Kratkoročne i dugoročne nerizične kamatne stope u europodručju porasle su tijekom promatranog razdoblja (Grafikon 14.). Referentna eurska kratkoročna kamatna stopa €STR iznosila je 1,93 % na kraju promatranog razdoblja nakon što je Upravno vijeće na sastancima u rujnu i listopadu odlučilo da će tri ključne kamatne stope ESB-a ostati nepromijenjene. Višak likvidnosti smanjio se za oko 164 mlrd. EUR na 2.486 mlrd. EUR, što uglavnom odražava daljnje smanjivanje portfelja vrijednosnih papira koji se drži za potrebe monetarne politike. Vrlo kratkoročne terminske stope porasle su tijekom promatranog razdoblja, a tržišta ne očekuju daljnje smanjivanje kamatnih stopa. Ponovna pojava globalne trgovinske nesigurnosti, koja je uglavnom posljedica povećanih napetosti između SAD-a i Kine, dovela je do kratkotrajnog smanjenja nerizičnih kamatnih stopa u listopadu. To je smanjenje kasnije neutralizirano zbog poboljšanog raspoloženja na tržištu nakon što su Sjedinjene Američke Države potpisale trgovinske sporazume s određenim brojem azijskih zemalja, a geopolitičke napetosti na Bliskom istoku popustile su. Nakon sastanka Upravnog vijeća 30. listopada 2025. kratkoročna su očekivanja glede kamatnih stopa monetarne politike porasla u svjetlu objave najnovijih podataka koji upućuju na to da gospodarstvo europodručja i nadalje ostaje otporno. Na kraju promatranog razdoblja u terminsku krivulju €STR uključena su kumulativna povećanja kamatnih stopa od 6 baznih bodova do kraja 2026., što je preokret u odnosu na kumulativno smanjenje kamatnih stopa od 8 baznih bodova na početku promatranog razdoblja. U razdoblju nakon 2027. terminska krivulja €STR pomaknula se naviše za sva dospijeca u skladu s povećanjem nagiba krivulje prinosa na globalnoj razini uglavnom potaknutim višim realnim stopama. Sveukupno gledano, nominalna kamatna stopa na desetogodišnje prekonoćne kamatne ugovore o razmjeni (OIS) porasla je na 2,7 % tijekom promatranog razdoblja.

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).

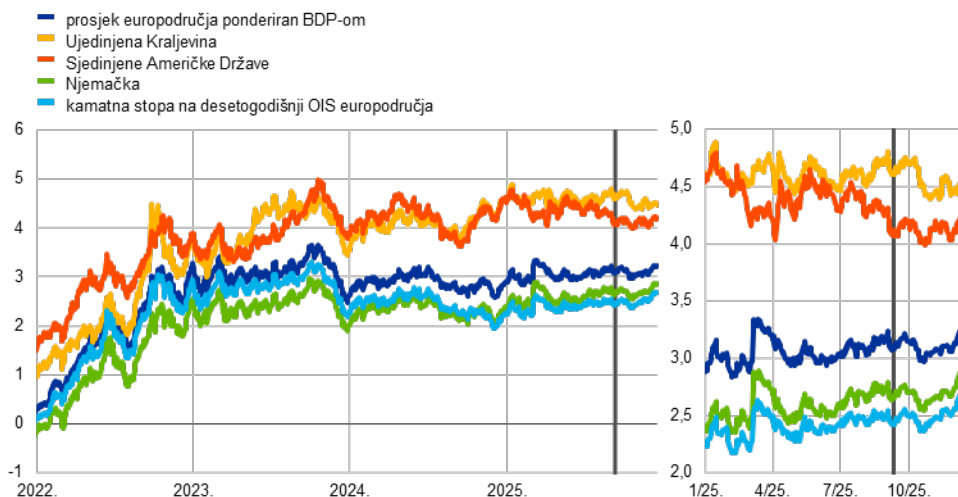
Prinosi na dugoročne državne obveznice bili su viši na kraju promatranog razdoblja, a razlike prinosa u odnosu na nerizične kamatne stope smanjile su se (Grafikon 15. i Grafikon 16.). Prinos na desetogodišnje državne obveznice

europodručja ponderiran BDP-om povećao se za 14 baznih bodova tijekom promatranog razdoblja i iznosio je oko 3,2 %. Razlike prinosa na državne obveznice u odnosu na nerizične kamatne stope na OIS smanjile su se i odražavaju snažnu sklonost riziku po kategorijama imovine i povoljnu ponovnu procjenu tržišta glede fiskalnih izgleda u pojedinim zemljama poput Španjolske i Italije. S popuštanjem političke nesigurnosti u Francuskoj prinos na francuske državne obveznice bio je sličan onome u ostalim državama europodručja. Smanjenje francuskoga kreditnog rejtinga dovelo je samo do kratkotrajne reakcije na financijskim tržištima. Disperzija razlike prinosa na državne obveznice u odnosu na nerizične kamatne stope po državama smanjila se tijekom promatranog razdoblja i dosegla povijesno niske razine.

Grafikon 15.

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

(postotci na godišnjoj razini)



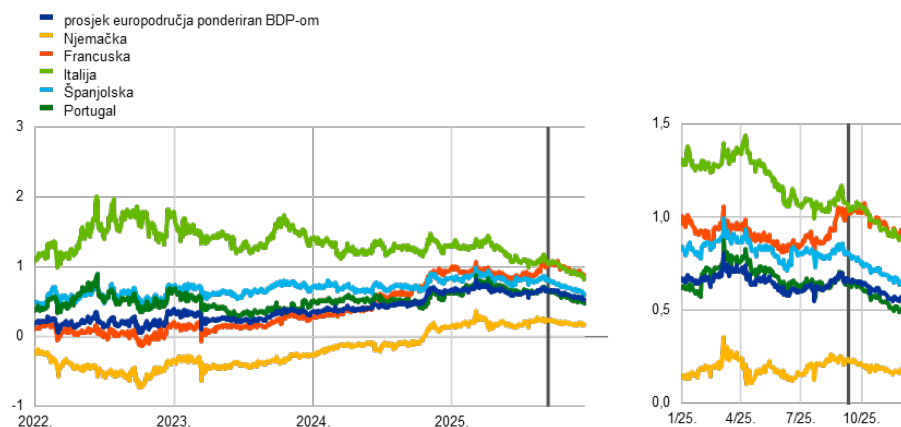
Izvori: LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 11. rujna 2025. Posljednji podatci odnose se na 17. prosinca 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 11. rujna 2025. Posljednji podatci odnose se na 17. prosinca 2025.

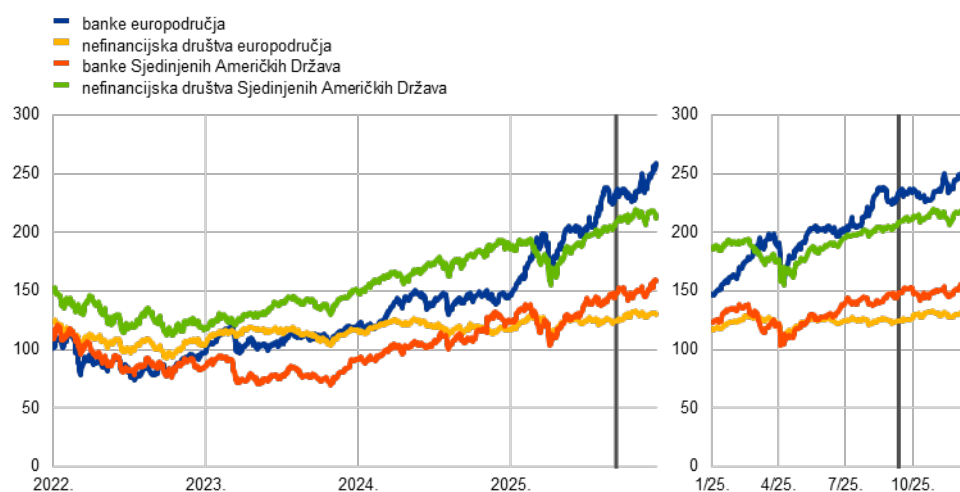
Indeksi na tržištu vlasničkih vrijednosnih papira europskog područja porasli su tijekom promatranog razdoblja unatoč povremenim negativnim kretanjima potaknutima zabrinutošću zbog vrednovanja dionica poduzeća koja razvijaju umjetnu inteligenciju (Grafikon 17.). Tijekom promatranog razdoblja indeksi tržišta dionica u europskom području porasli su za 4,9 %, pri čemu je podindeks za nefinancijska društva porastao za 4 %, a cijene bankovnih dionica povećale su se za 10,6 %. Vlasnički kapital u europskom području porastao je zbog postojanog porasta u vrednovanju tržišta vlasničkih vrijednosnih papira potpomognutog stabilnim bilancama i

povećanom profitabilnošću. Indeksi tržišta dionica u Sjedinjenim Američkim Državama porasli su za oko 1,3 %, pri čemu su nefinancijska društva ostvarila povećanje od 1,5 %, a banke od 6,8 %. Širi indeks za financijska društva u SAD-u porastao je za 1,1 %. Unatoč općenitom porastu i u europodručju i u SAD-u, zabrinutost ulagača zbog vrednovanja dionica poduzeća u SAD-u koja razvijaju umjetnu inteligenciju potaknula je rasprodaju u studenome. Međutim, izvješća o snažnoj zaradi ostvarenoj u pojedinim vodećim poduzećima u području umjetne inteligencije ublažila su te zabrinutosti. U cjelini, tržište dionica u euro području poslovalo je bolje od onog u SAD-u, djelomično zbog opreza na tržištu zbog napregnutog vrednovanja, smanjenja razine gotovog novca i rastuće financijske međuovisnosti poduzeća u SAD-u koja razvijaju umjetnu inteligenciju.

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 11. rujna 2025. Posljednji podatci odnose se na 17. prosinca 2025.

Na tržištu korporativnih obveznica razlika prinosa na obveznice u segmentu investicijskog rejtinga i segmentu visokog prinosa dodatno se smanjila i trenutno je na dosad najnižoj razini.

Sklonost riziku i nadalje je bila visoka tijekom promatranog razdoblja i podupirala je povoljne uvjete financiranja na tržištu korporativnih obveznica, pri čemu se razlika prinosa u segmentu investicijskog rejtinga i segmentu visokog prinosa smanjila za oko 2 odnosno 15 baznih bodova. Razlika prinosa u segmentu investicijskog rejtinga smanjila se za 4 bazna boda za nefinancijska društva i ostala uglavnom nepromijenjena za financijska društva. U segmentu visokog prinosa razlike prinosa smanjile su se za 19 baznih bodova za nefinancijska društva i porasle za oko 35 baznih bodova za financijska društva.

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

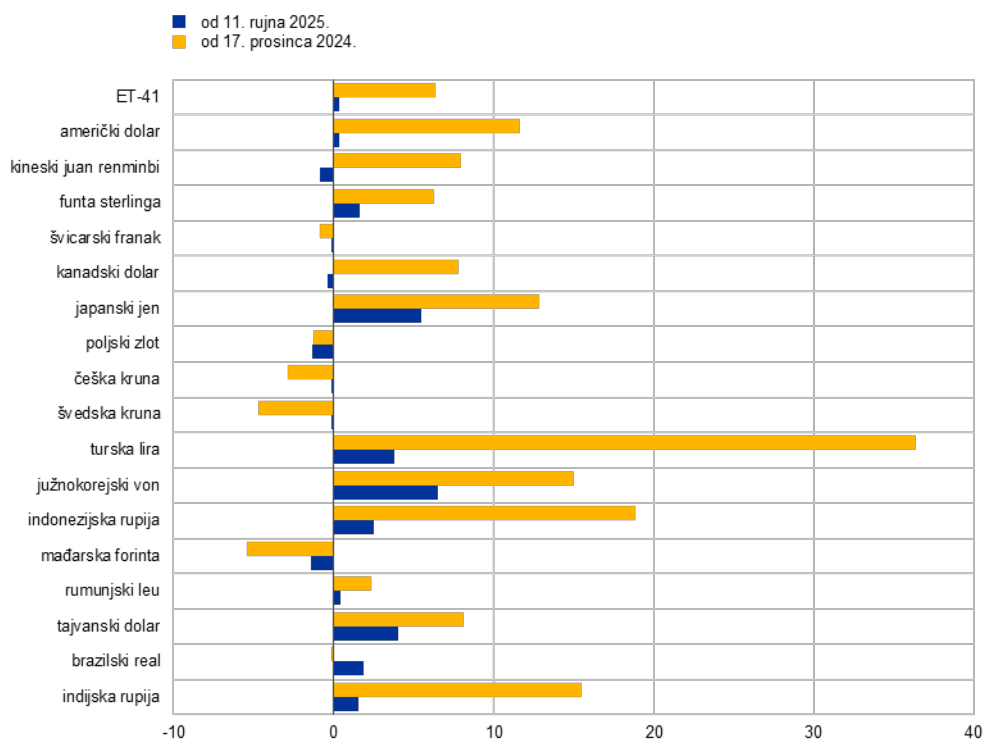
Nominalni efektivni tečaj eura mjeren u odnosu na valute 41 najvažnijega trgovinskog partnera europodručja bio je stabilan (+0,4 %) u promatranom razdoblju. Ta stabilnost odražava promjene neutraliziranja u odnosu na pojedine trgovinske partnere. Tako je euro ojačao u

odnosu na japanski jen (+5,5 %) i funtu sterlinga (+1,6 %) i odražava neizvjesnosti glede izgleda vezanih uz fiskalnu i monetarnu politiku u Japanu i Ujedinjenoj Kraljevini. Pritisak na rast eura kompenziran je deprecijacijom u odnosu na kineski juan renminbi (−0,8 %) i poljski zlot (−1,3 %). Euro je i nadalje bio stabilan u odnosu na američki dolar (+0,3 %) i kretao se oko svojega povijesnog prosjeka od 1,18 tijekom promatranog razdoblja nakon stabilizacije znatnog jačanja na početku godine. Ta stabilnost odražava bolja makroekonomska kretanja nego što se predviđalo i u europodručju i u SAD-u i uglavnom nepromijenjena relativna očekivanja glede monetarne politike.

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 17. prosinca 2025.

5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja

Općenito, kamatne stope banaka na kredite poduzećima, koje su se smanjile pod utjecajem ESB-ova prethodna smanjivanja ključnih kamatnih stopa, stabilne su od ljeta. Prosječne kamatne stope na nove kredite poduzećima u listopadu zadržale su se na 3,5 %, a prosječne kamatne stope na nove hipotekarne kredite kućanstvima ostale su na 3,3 %. Rast kredita poduzećima i kućanstvima dodatno se povećao, ali ostao je uglavnom umjeren. Tijekom promatranog razdoblja od 11. rujna do 17. prosinca 2025. i trošak tržišnoga dužničkog financiranja i trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima porasli su, potaknuti većim nerizičnim kamatnim stopama. Godišnja stopa rasta najširega monetarnog agregata (M3) ostala je nepromijenjena na 2,8 % u listopadu.

Troškovi financiranja banaka bili su uglavnom stabilni u listopadu 2025.

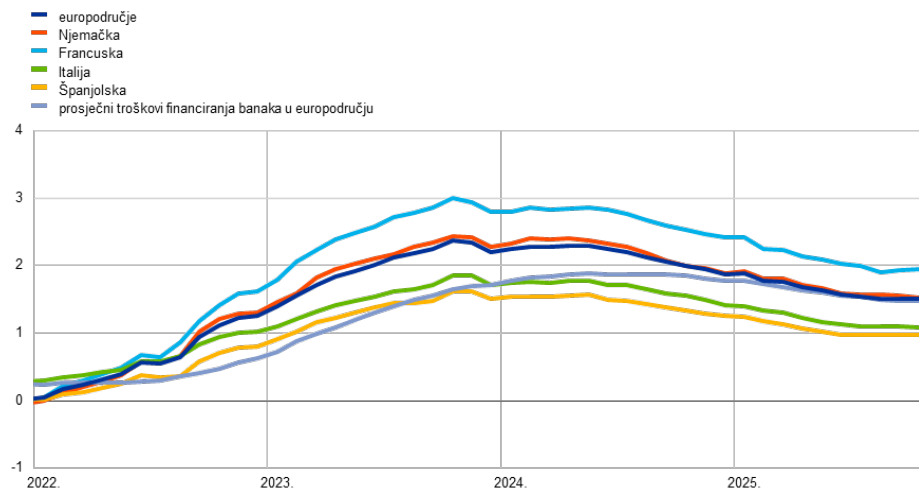
Složeni trošak dužničkog financiranja za banke europodručja u listopadu je iznosio 1,5 % (Grafikon 19., panel a)). Prinosi na bankovne obveznice ostali su na razinama oko 3 %, na što upućuju podatci dostupni sredinom prosinca (Grafikon 19., panel b)). Kamatne stope na prekonoćne depozite i depozite s otkaznim rokom kao i međubankovne kamatne stope malo su se promijenile u listopadu, dok su se one na oročene depozite kućanstava blago povećale. Razlika između kamatnih stopa na oročene depozite i onih na prekonoćne depozite i za poduzeća i za kućanstva uglavnom je nepromijenjena u listopadu. Složena kamatna stopa na depozite ostala je stabilna na 0,9 % u listopadu, što je oko 60 baznih bodova ispod najviše razine u svibnju 2024.

Grafikon 19.

Složeni troškovi financiranja banaka u odabranim državama europskog područja

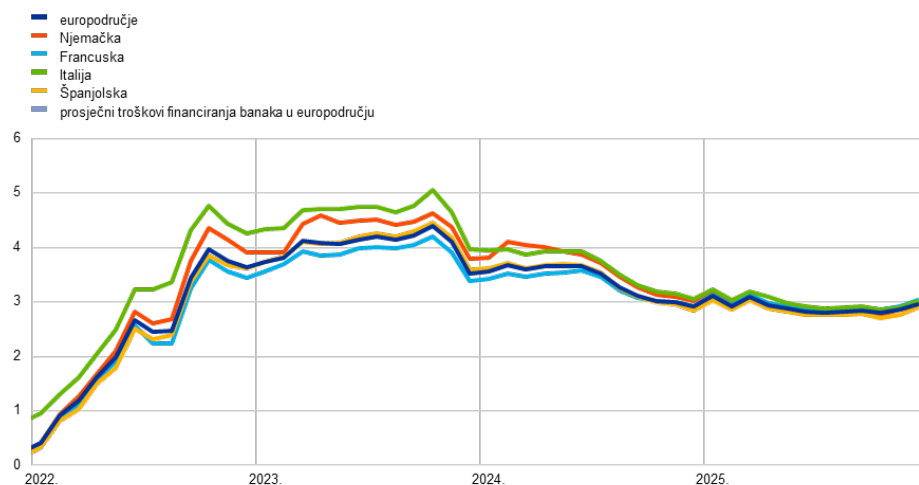
a) složeni trošak dužničkog financiranja banaka

(postotci na godišnjoj razini)



b) prinosi na bankovne obveznice

(postotci na godišnjoj razini)



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

Napomene: Složeni troškovi financiranja banaka prosjek su novih troškova za prekonoćne depozite, depozita s otkaznim rokom, oročenih depozita, obveznica i međubankovnog zaduživanja, ponderiranih odgovarajućim nepodmirenim iznosima. Prosječni troškovi financiranja banaka rabe iste pondere, ali zasnivaju se na kamatnim stopama za neotplaćene depozite i međubankovno financiranje te na prinosu do dospijeća kod izdavanja za obveznice. Prinosi na bankovne obveznice jesu mjesečni prosjeci za nadređene tranše obveznica. Posljednji podatci odnose se na listopad 2025. za složeni trošak dužničkog financiranja banaka (panel a)) i 17. prosinca 2025. za prinos na bankovne obveznice (panel b)).

Kamatne stope banaka na kredite poduzećima i kućanstvima stabilizirale su se od rujna u uvjetima nepromijenjenih kamatnih stopa monetarne politike i ograničenih kretanja dugoročnih stopa. Trošak zaduživanja kod banaka za nefinancijska društva ostao je nepromijenjen na 3,5 % u listopadu 2025., što je smanjenje od oko 1,8 postotnih bodova od najviše razine u listopadu 2023., uz manje razlike među većim državama europskog područja (Grafikon 20., panel a)). Razlika između kamatnih stopa na male i velike kredite poduzećima ostala je uglavnom stabilna u listopadu, uz neujednačena kretanja u svim najvećim gospodarstvima europskog područja. Trošak zaduživanja za kućanstva za kupnju kuće ostao je

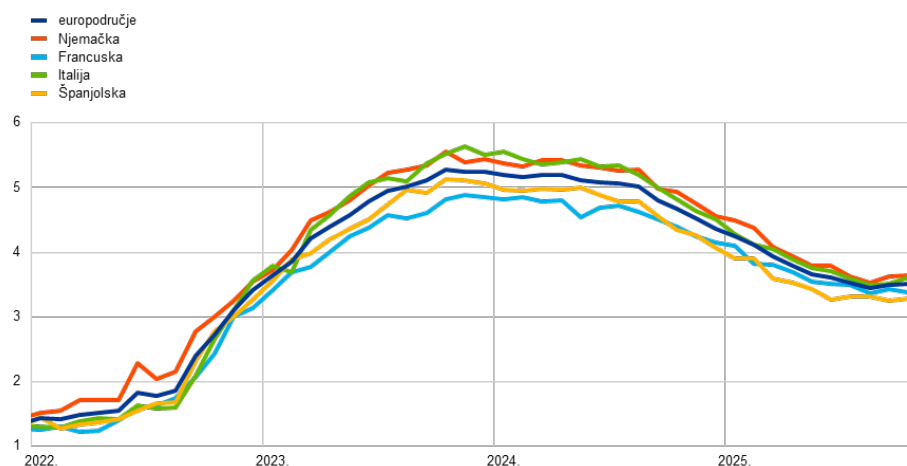
nepromijenjen na 3,3 % u listopadu, što je oko 70 baznih bodova ispod najviše razine u studenome 2023., uz određene razlike među većim državama europodručja (Grafikon 20., panel b)). Razlika između kamatnih stopa na kredite kućanstvima i onih poduzećima, koja je dosegla najvišu razinu od 140 baznih bodova u ožujku 2024., bila je stabilna na 20 baznih bodova. Iznos te razlike uglavnom je posljedica činjenice da krediti kućanstvima obično imaju dulja razdoblja fiksiranja kamatnih stopa u mnogim državama europodručja, što ih čini manje osjetljivima na fluktuacije kratkoročnih tržišnih kamatnih stopa.

Grafikon 20.

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

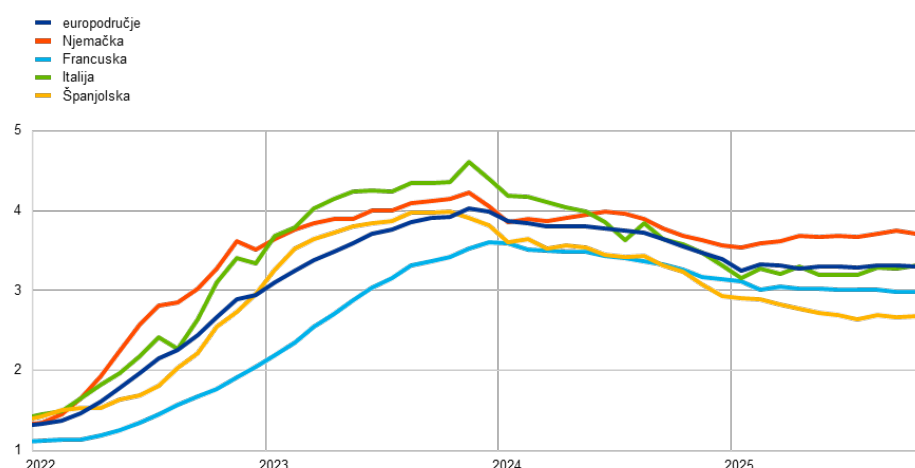
a) kamatne stope na kredite nefinancijskim društvima

(postotci na godišnjoj razini)



b) kamatne stope na kredite kućanstvima za kupnju kuće

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: ESB i izračun ESB-a

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

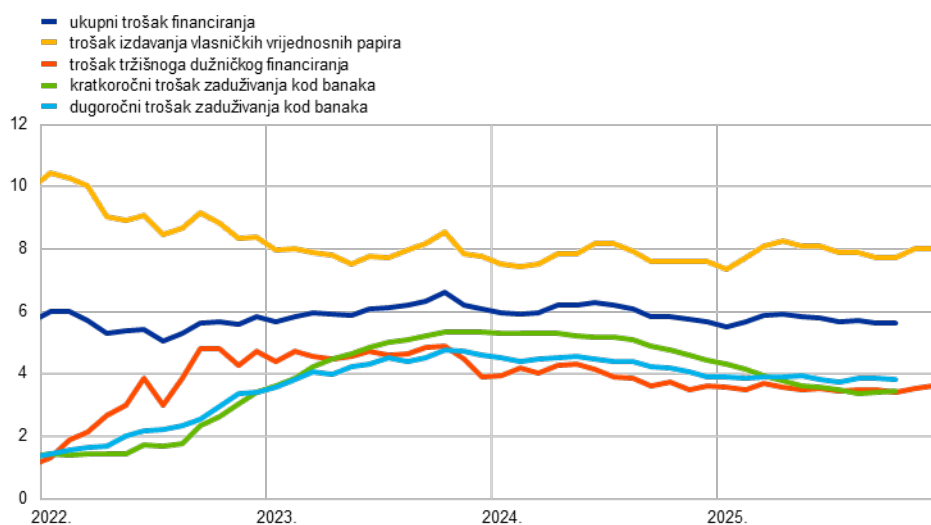
Tijekom promatranog razdoblja od 11. rujna do 17. prosinca 2025. i trošak tržišnoga dužničkog financiranja i trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim

papirima porasli su. Ukupan trošak financiranja za nefinancijska društva, odnosno složeni trošak zaduživanja kod banaka, trošak tržišnog duga i trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira, ostao je stabilan na 5,7 % u listopadu, odnosno ostao je nepromijenjen u odnosu na prethodni mjesec (Grafikon 21.).⁸ Ta je stabilnost posljedica većeg troška financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima, koji je uglavnom neutraliziran smanjenjem troška tržišnog duga zabilježenog u listopadu u odnosu na prethodni mjesec. Trošak zaduživanja kod banaka u međuvremenu je ostao gotovo nepromijenjen. Dnevni podatci za cijelo promatrano razdoblje od 11. rujna do 17. prosinca 2025. upućuju na porast troška tržišnog duga i, u manjoj mjeri, troška financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima. Povećanje troška tržišnog duga potaknuto je rastom nerizičnih kamatnih stopa, dok su se razlike prinosa korporativnih obveznica neznatno smanjile. Slično tome, povećanje nerizične kamatne stope (aproksimirana kamatnom stopom na desetogodišnje prekonoćne ugovore o razmjeni) dovelo je do povećanja troška izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira, unatoč neznatnom smanjenju premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira.

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 17. prosinca 2025. za trošak tržišnog duga i trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (dnevni podatci) i listopad 2025. za ukupni trošak financiranja i trošak zaduživanja kod banaka (mjesečni podatci).

Rast kredita poduzećima i kućanstvima i nadalje je bio umjeren i niži od povijesnih prosjeka.

Godišnja stopa rasta bankovnih kredita poduzećima u listopadu 2025. nije se promijenila u odnosu na rujnu i iznosila je 2,9 %. Ta se stopa postupno povećavala od početka 2025., ali i nadalje je ispod povijesnog prosjeka od 4,3 % (Grafikon 22., panel a)). Godišnji rast dužničkog financiranja poduzeća neznatno se povećao na 3,2 % u listopadu, ali zadržao se dosta ispod povijesnog

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 listopada 2025.

prosjeaka od 4,8 %. U anketi ESB-a o kreditnoj aktivnosti banaka u europodručju iz listopada 2025. istaknuta je nesklonost riziku među bankama. To je upućivalo na malo i neočekivano pooštavanje standarda odobravanja kredita poduzećima i neznatno neto povećanje potražnje za novim kreditima, koja je međutim ostala općenito slaba. Krediti kućanstvima nastavili su se postupno oporavljati, uz porast godišnje stope rasta s 2,6 % u rujnu na 2,8 % u listopadu, što je i nadalje znatno niže od povijesnog prosjeka od 4,1 % (Grafikon 22., panel b)). Rast kredita kućanstvima za kupnju kuće i rast potrošačkih kredita potaknuli su ovaj uzlazni trend. Ostali oblici kreditiranja kućanstava, uključujući kredite trgovcima pojedincima, i nadalje su bili slabi. Prema najnovijoj ESB-ovoj [anketi o očekivanjima potrošača](#) kućanstva su smatrala da je dostupnost kredita nešto otežana u listopadu, premda su očekivala da ostane stabilna u sljedećih godinu dana. I nadalje relativno spor rast kredita djelomično odražava veće razine neizvjesnosti zbog globalnih ekonomskih politika. Taj je činitelj bio posebno zastupljen u prvoj polovini 2025., koji, među ostalim, proizlazi iz kretanja trgovinske politike u Sjedinjenim Američkim Državama.⁹

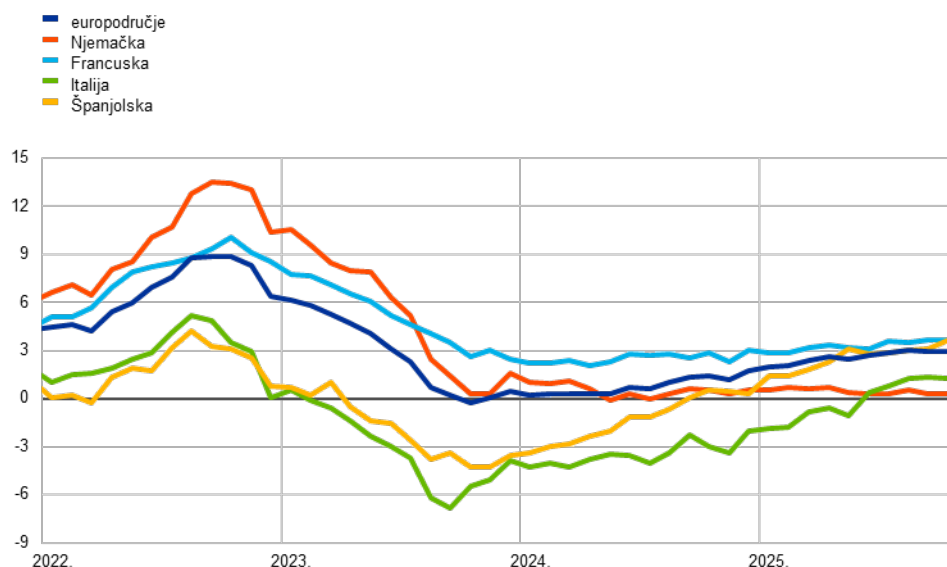
⁹ Vidi „[More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe](#)“, *ESB-ov blog*, 2. listopada 2025.

Grafikon 22.

Kreditni monetarnih finansijskih institucija u odabranim državama europodručja

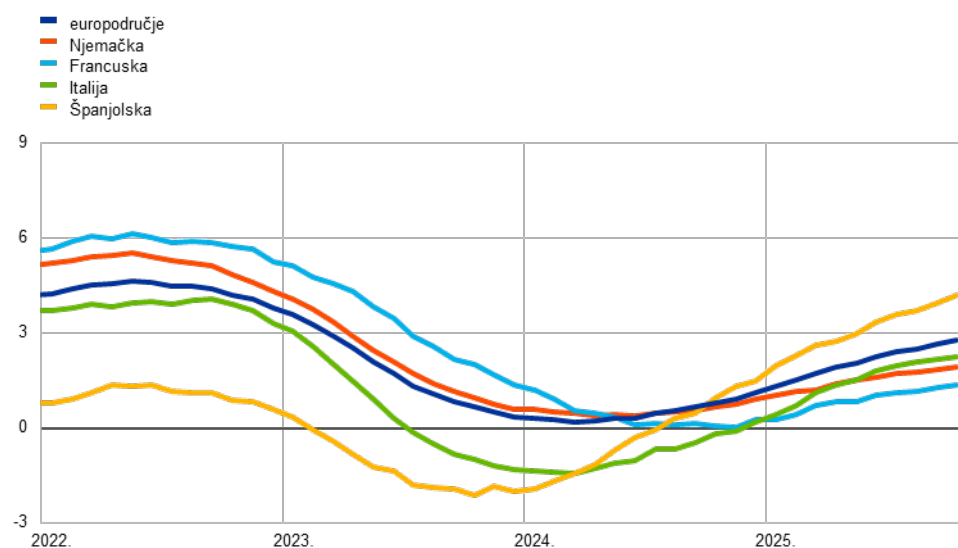
a) krediti monetarnih finansijskih institucija nefinansijskim društvima

(godišnje promjene u postotcima)



b) krediti monetarnih finansijskih institucija kućanstvima

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: ESB i izračun ESB-a

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

Godišnji rast najširega monetarnog agregata (M3) stabilizirao se u listopadu, potpomognut stabilnom dinamikom kredita i depozita kućanstvima i poduzećima i depozita kućanstava i poduzeća (Grafikon 23.). Postupno smanjivanje rasta M3 zabilježeno od veljače 2025. zaustavilo se u listopadu jer je godišnji rast M3 bio nepromijenjen na 2,8 %. To je dosta ispod stope od 4 %

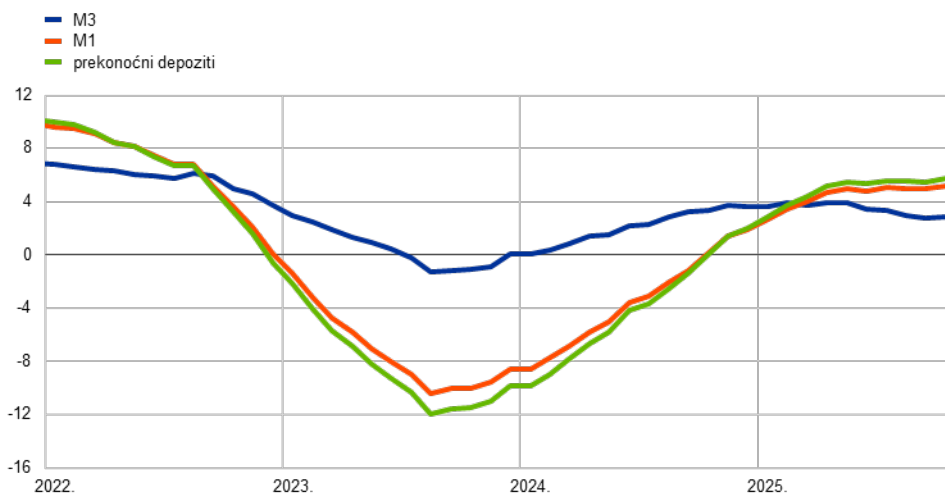
dosegnute u prvoj polovini 2025. i ispod dugoročnog prosjeka od 6,1 %. Godišnji rast najužega monetarnog agregata (M1), koji uključuje najlikvidnije sastavnice M3,

povećao se po relativno stabilnoj stopi s 5,0 % u rujnu na 5,2 % u listopadu. Rast M1 i nadalje je bio pod utjecajem prekonoćnih depozita, što je odražavalo snažnu sklonost poduzeća i kućanstava likvidnoj imovini. S gledišta protustavke, krediti kućanstvima i poduzećima i nadalje su umjereno pridonosili kreiranju novca. Čini se da su neto inozemni novčani priljevi oslabjeli i postali kolebljiviji u usporedbi s 2024. Kupnje državnih obveznica od strane banaka održavale su rast novčane mase u okružju snažne ponude obveznica. To je bilo u uvjetima nastavka smanjivanja bilance Eurosustava uz postupno smanjivanje portfelja programa kupnje vrijednosnih papira i hitnog programa kupnje zbog pandemije, što je nastavilo nepovoljno utjecati na rast M3.

Grafikon 23.

M3, M1 i prekonoćni depoziti

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



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na listopad 2025.

6. Fiskalna kretanja

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2025. očekuje se da će se manjak opće države u europodručju smanjiti s 3,1 % BDP-a u 2024. na 3,0 % BDP-a u 2025. te povećati u 2027., na 3,5 % BDP-a, i potom smanjiti u 2028., na 3,4 % BDP-a. Uglavnom kao posljedica tih kretanja, predviđa se da će se karakter fiskalne politike europodručja blago pooštriti u 2025., ublažiti u 2026. te ponovno pooštriti u 2027. i 2028. Međutim, pretpostavke i projekcije koje se odnose na fiskalnu politiku i nadalje su vrlo neizvjesne.¹⁰ Europska komisija donijela je jesenski paket za 2026. i očekuje da će većina država članica ispuniti svoje obveze ili biti u ograničenom riziku od neispunjavanja obveza, s obzirom na aktivaciju nacionalne klauzule o odstupanju. Istodobno je pozitivno to što se ulaganja koja financira država povećavaju u cijelom europodručju. Vlade bi trebale dati prednost održivim javnim financijama, strateškom ulaganju i strukturnim reformama kojima se potiče rast.

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2025. saldo proračuna opće države u europodručju trebao bi se postupno poboljšavati u projekcijskom razdoblju (Grafikon 24.).¹¹ Nakon očekivanoga blagog smanjenja u 2025. predviđa se da će se proračunski manjak europodručja prilično snažno povećati u 2027., na 3,5 % BDP-a, te se potom u 2028. tek neznatno smanjiti i iznositi 3,4 % BDP-a. To povećanje posljedica je porasta plaćanja kamata (s 1,9 % BDP-a u 2024. na 2,3 % u 2028.), koje bi učinak gospodarskog ciklusa trebao samo neznatno neutralizirati. Stoga je ciklička komponenta tijekom projekcijskog razdoblja i nadalje uglavnom neutralna te u 2028. postaje blago pozitivna, a ciklički prilagođeni primarni saldo ostaje uglavnom nepromijenjen (kada se uzmu u obzir bespovratna sredstva iz programa Next Generation EU (NGEU)). U odnosu na projekcije stručnjaka ESB-a iz rujna 2025. kretanje proračunskog salda revidirano je neznatno naniže za razdoblje od 2025. do 2027., uglavnom zbog ciklički prilagođenoga primarnog salda, koji više nego neutralizira blago poboljšanje cikličke komponente.

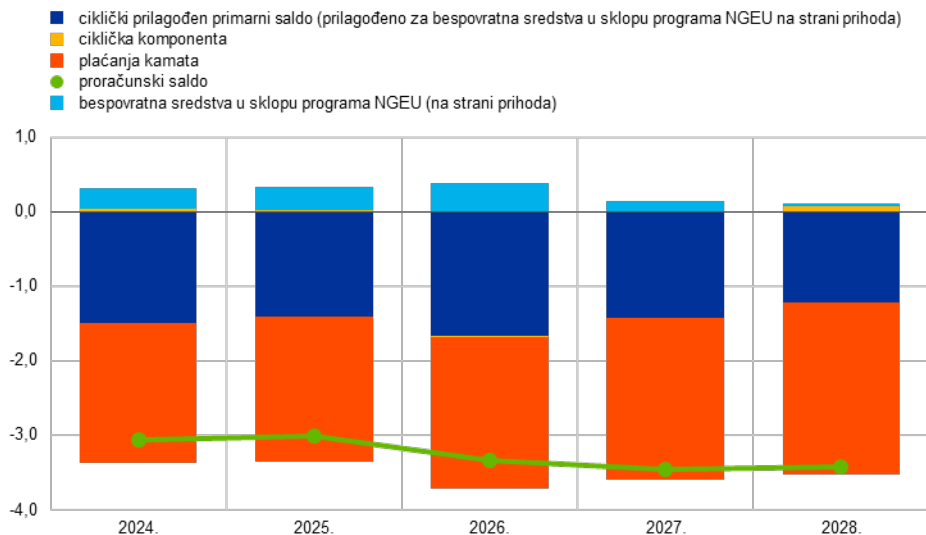
¹⁰ Fiskalni planovi u nekim velikim državama europodručja ili nisu dovršeni ili su zastarjeli s obzirom na sadašnju političku situaciju.

¹¹ Za više pojedinosti vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, prosinac 2025.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 18. prosinca 2025.

Grafikon 24.

Proračunski saldo i njegove komponente

(postotci BDP-a)



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

Napomena: Podatci se odnose na ukupan sektor opće države svih država europodručja (21).

Predviđa se da će se karakter fiskalne politike europodručja, nakon blagog pooštavanja u 2025., ublažiti u 2026. i ponovno pooštriti u 2027. i 2028.¹²

Godišnja promjena ciklički prilagođenoga primarnog salda, prilagođena za bespovratna sredstva koja su odobrena državama u sklopu programa NGEU, upućuje na blago pooštavanje u sljedećim godinama, osim u 2026. Pooštavanje u 2025. uglavnom je bilo posljedica diskrecijskih mjera na strani prihoda, uključujući povećanja doprinosa za socijalno osiguranje i, u manjoj mjeri, povećanja neizravnih i izravnih poreza. Ta je povećanja djelomično neutralizirao kontinuirani rast javne potrošnje. Predviđa se da će se u 2026. karakter fiskalne politike ublažiti, prije svega zbog većega javnog ulaganja. Smatra se da će u 2027. konsolidaciju u mnogim državama (nakon, među ostalim činiteljima, isteka financiranja sredstvima iz programa NGEU) neutralizirati poticaji, i to uglavnom u Njemačkoj. Osim toga, pretpostavlja se da će potrošnja financirana sredstvima iz programa NGEU koja je u nekim državama odgođena, uglavnom u Španjolskoj i Italiji, ublažiti pooštavanje karaktera fiskalne politike u 2027. Očekuje se da će se karakter fiskalne politike europodručja u 2028. nastaviti pooštavati, iako nešto sporijim tempom nego u 2027. Međutim, blago pooštavanje prikriva razlike među državama jer snažno ublažavanje karaktera fiskalne politike u Njemačkoj neutralizira znatno pooštavanje u Francuskoj, Španjolskoj i Italiji. Pooštavanje u Španjolskoj i Italiji uglavnom je posljedica niže razine potrošnje, uglavnom na kapitalne transfere i ulaganja koja su se prethodno financirala sredstvima iz programa NGEU.

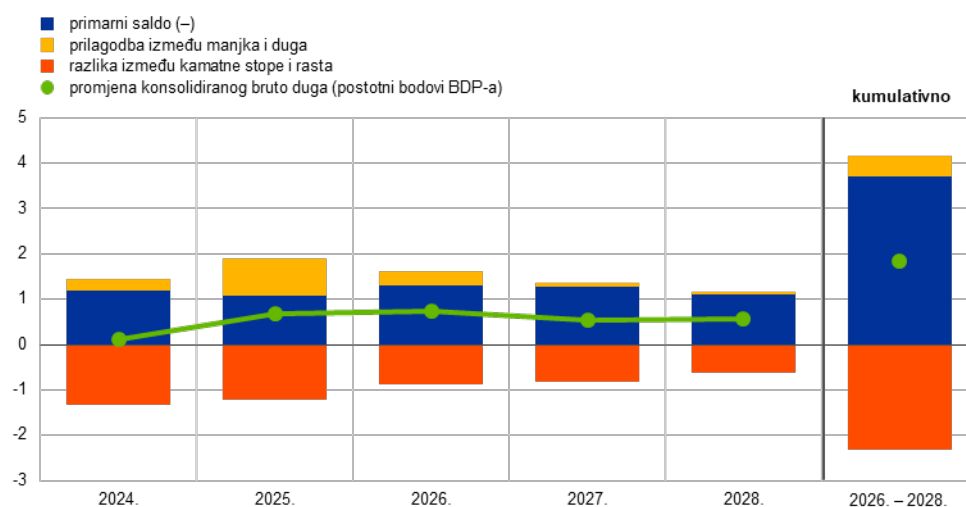
¹² Djelovanje fiskalne politike odražava smjer i veličinu poticaja fiskalnih politika gospodarstvu koji premašuje automatsku reakciju javnih financija na poslovni ciklus. Mjeri se promjenom omjera ciklički prilagođenoga primarnog salda bez utjecaja državne pomoći financijskom sektoru. Budući da veći 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.

Omjer duga i BDP-a europodručja trebao bi rasti (Grafikon 25.). Predviđa se da će omjer duga i BDP-a europodručja porasti s 86,6 % u 2024. na 89,2 % u 2028. jer će primarni manjak i pozitivna usklađivanja manjka i duga nadmašiti povoljne, premda sve slabije, učinke razlika između kamatnih stopa i stopa rasta. U odnosu na projekcije iz rujna 2025. kretanje državnog duga revidirano je naniže zbog baznih učinaka revizija statističkih podataka za 2024. i povoljnijih razlika između kamatnih stopa i stopa rasta.

Grafikon 25.

Pokretači promjene državnog duga u europodručju

(postotci BDP-a, ako nije navedeno drugačije)



Izvori: izračun ESB-a i Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, prosinac 2025.
Napomena: Podatci se odnose na ukupan sektor opće države svih država europodručja (21).

Europska komisija donijela je 25. studenoga jesenski paket za 2026., u kojem su utvrđeni prioriteti gospodarske politike i politike zapošljavanja. Taj paket sadržava Komisijinu procjenu usklađenosti država članica EU-a s fiskalnim okvirom EU-a i smjernice za njihove fiskalne politike u 2026. On uključuje i Komisijinu procjenu nacrtu proračunskih planova država europodručja za 2026. Međutim, neke države europodručja nisu dostavile Komisiji proračunske planove, uglavnom zbog izbornih ciklusa u tim državama.¹³ Ohrabruje očekivanje na temelju Komisijine analize da će većina država članica ispuniti svoje obveze ili biti u ograničenom riziku od neispunjavanja obveza, s obzirom na aktivaciju nacionalne klauzule o odstupanju. Također je pozitivno to što se ulaganja koja financira država povećavaju u cijelom europodručju. Vlade bi trebale dati prednost održivim javnim financijama, strateškom ulaganju i strukturnim reformama kojima se potiče rast.

¹³ Belgija i Španjolska tek trebaju dostaviti svoje nacрте proračunskih planova. Austrija je u svibnju dostavila nacrt proračunskog plana za 2025. i 2026., a Komisija ga je ocijenila usklađenim s odredbama Pakta o stabilnosti i rastu.

Okviri

1. Bugarska uvodi euro

Matteo Falagiarda, Christine Gartner i Steffen Osterloh

Bugarska je uvela euro 1. siječnja 2026. i postala 21. članica europodručja.

Procjene iz posljednjih izvješća o konvergenciji Europske komisije (2025.) i Europske središnje banke (ESB, 2025.) utrle su Bugarskoj put da uvede euro te time i daljnjem proširenju europodručja nakon što se Hrvatska pridružila 2023.¹ Vijeće Europske unije službeno je odobrilo pristupanje Bugarske europodručju 8. srpnja 2025. i odredilo stopu konverzije bugarskog leva od 1,95583 leva za euro. Ta je stopa bila središnja stopa za lev tijekom sudjelovanja zemlje u tečajnom mehanizmu (ERM II).² Uvođenje eura u Bugarskoj pokazuje da članstvo u europodručju ostaje privlačna mogućnost u vremenima velike neizvjesnosti i geopolitičkih napetosti.

Bugarska je dobro integrirana u europodručje preko trgovinskih i financijskih poveznica.

Zemlja ima oko 6,5 milijuna stanovnika i BDP od oko 0,7 % BDP-a europodručja. Gospodarska struktura zemlje uvelike je slična onoj europodručja u cjelini, pri čemu industrija (uključujući gradnju) pridonosi oko 29 %, a usluge oko 68 % bruto dodanoj vrijednosti u odnosu na 26 % i 72 % u europodručju. Europodručje je bugarski glavni trgovinski i financijski partner (Grafikon A, panel a)). Prije uvođenja eura gospodarstvo zemlje pokazalo je relativno visok stupanj euroizacije. Oko 70 % državnog duga, uz znatan udio duga nefinancijskih društava, već je bio nominiran u eurima, što odražava valutnu strukturu i štednje kućanstava i likvidne imovine poduzeća, koja se uglavnom drži u obliku depozita (Grafikon A, panel b)). Više od 25 godina bugarska monetarna politika bila je usklađena s monetarnom politikom ESB-a kroz valutni odbor, koji je održavao nepromjenjiv tečaj BGN/EUR. Duboka integracija Bugarske u europodručje odražava se u snažnoj usklađenosti poslovnog ciklusa zemlje s onim europodručja tijekom 15 godina prije uvođenja eura. Nadalje, banke u vlasništvu financijskih institucija sa sjedištem u drugim državama europodručja imale su dominantnu ulogu u bugarskom bankovnom sustavu.

¹ Vidi Falagiarda i Gartner (2022.)

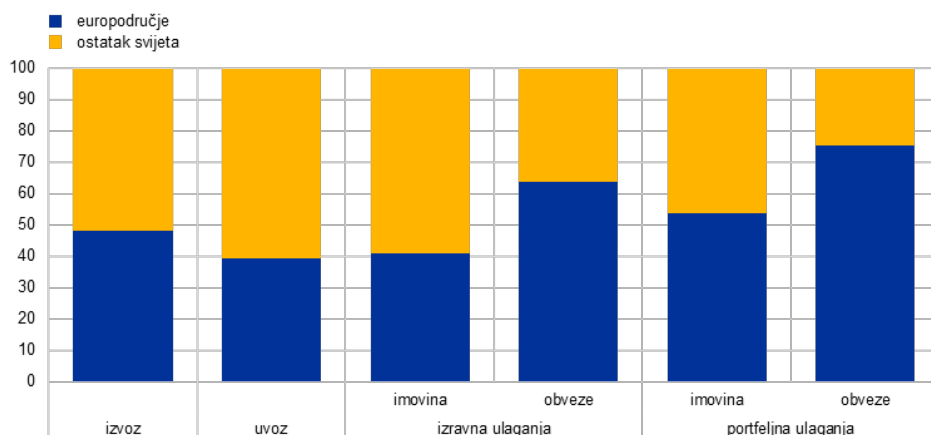
² Vidi Dorrucci *et al.* (2020.)

Grafikon A

Bugarske poveznice s europodručjem

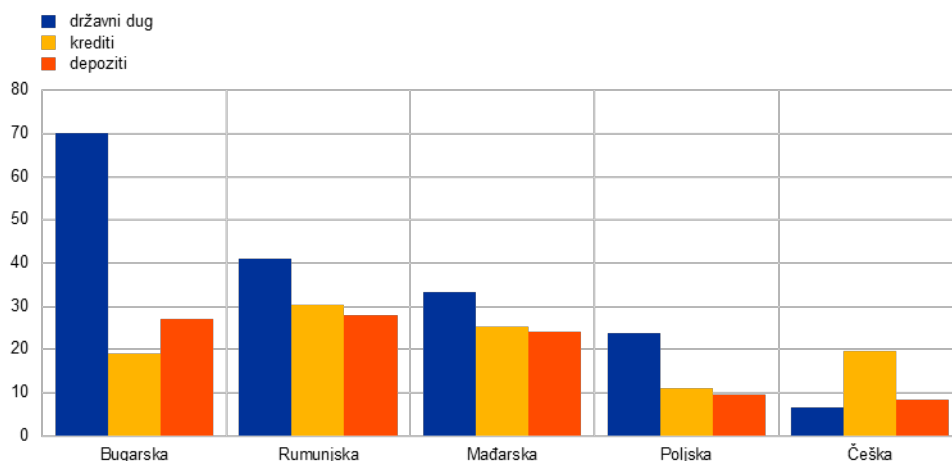
a) trgovinske i financijske poveznice

(kao postotak ukupnog iznosa)



b) udio državnog duga, kredita i depozita nominiranih u eurima

(kao postotak ukupnog iznosa)



Izvori: ESB i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Panel a): podatci su za 2024. Izvoz i uvoz odnose se samo na robnu razmjenu. Panel b): podatci su za 2024. Izvoz i uvoz odnose se samo na robnu razmjenu. Panel b): podatci se odnose na nepodmirene iznose kredita i depozita domaćih privatnih sektora (osim monetarnih financijskih institucija) na kraju listopada 2025. i visinu duga opće države na kraju 2024.

Kao što je to slučaj kod drugih država koje su uvele euro, očekuje se da će Bugarska imati koristi od nižih transakcijskih troškova i troškova zaduživanja.

S obzirom na duboku integraciju Bugarske u europodručje i njezinu opredijeljenost za održavanje zdrave fiskalne, strukturne i financijske politike, očekuje se da će uvođenje eura sa sobom donijeti brojne gospodarske prednosti. Među njima su:

- (1) povećana vanjska trgovina i ulaganja potaknuta nižim transakcijskim troškovima,
- (2) veća transparentnost i usporedivost cijena i (3) veće pouzdanje ulagača.³

Očekuje se i da gospodarstvo iskoristi pogodnost nižih troškova zaduživanja zbog čvrstih inflacijskih očekivanja i smanjenih regulatornih troškova za banke, poput nižih

³ Neke od tih prednosti već se vide u povećanjima bugarskoga kreditnog rejtinga.

obveznih pričuva. Osim toga, uvođenje eura Bugarskoj omogućuje sudjelovanje u donošenju odluka europodručja i oblikovanju relevantnih gospodarskih politika.

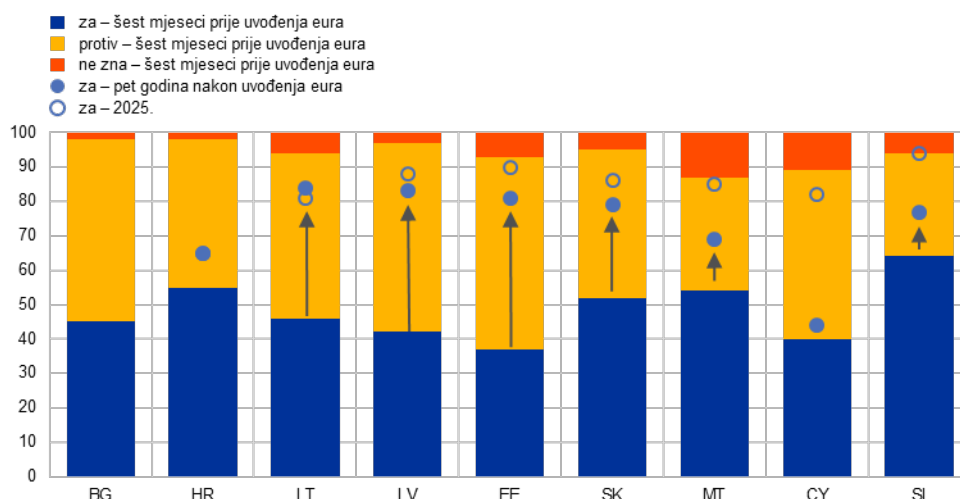
Očekuje se da će troškovi i rizici zbog uvođenja eura biti mali i uglavnom jednokratni.

Što se tiče ulaska zemlje u europodručje, glavni izvori zabrinutosti jesu troškovi prelaska na euro i mogućnost neopravdanih poskupljenja pri preračunavanju cijena u euro.⁴ Da bi ublažila te zabrinutosti, bugarska tijela vlasti provela su nekoliko mjera, koje uključuju pojačano praćenje cijena i inspekcije kako bi se riješio problem zlouporabe, kao i dugo obvezno razdoblje za dvostruko prikazivanje cijena, koje je počelo 8. kolovoza 2025. i završit će 8. kolovoza 2026. Unatoč tome, javna potpora euru u Bugarskoj i nadalje je relativno niska zbog bojazni od rasta cijena. To je bio slučaj i za prethodne prelaske na euro, s tim da je potpora naknadno obično rasla (Grafikon B).⁵ S obzirom na visoku razinu gospodarske i financijske integracije Bugarske u europodručje i dugotrajan nepromjenjiv tečaj BGN/EUR, gubitak fleksibilnosti tečaja kao stabilizacijski alat praktično je beznačajan.

Grafikon B

Stavovi prema euru

(kao postotak ukupnog broja ispitanika)



Izvor: Europska komisija (Eurobarometar)

Napomene: Stupci prikazuju odgovore na pitanje „Općenito, jeste li osobno više za ili protiv ideje uvođenja eura u vašoj zemlji?” u anketi Eurobarometra pod nazivom „Uvođenje eura u državama članicama koje još nisu uvele zajedničku valutu”. Pune točke prikazuju odgovore na pitanje „Jeste li više za ili protiv europske ekonomske i monetarne unije s jednom jedinstvenom valutom, eurom?” u Standardnom jesenjem Eurobarometru (proljeće 2025. za Hrvatsku). Prazne točke prikazuju odgovore na isto pitanje u Standardnom proljetnom Eurobarometru 2025.

Od pristupanja EU-u 2007. Bugarska je ostvarila znatan napredak u konvergenciji prema europodručju.

Prekomjerne makroekonomske neravnoteže koje su postojale prije pandemije bolesti COVID-19, kao što su negativan vanjski položaj, slabosti u financijskom sektoru i visoka zaduženost poduzeća, postupno su ispravljene vjerodostojnim mjerama politike i razboritim fiskalnim politikama.

Bugarska je postigla i znatan napredak u smislu konvergencije u realnim vrijednostima: BDP po stanovniku povećan je s oko 35 % prosjeka za

⁴ Više informacija o procijenjenom učinku na cijene prelaskom na euro u Hrvatskoj i tijekom prethodnih prelazaka na euro vidi Falagiarda *et al.* (2023.)

⁵ Vidi i Dreher i Hernborg (2025.)

europodručje 2006. na malo više od 60 % 2025. (Grafikon C, panel a)). Osim toga, ostvarena je veća financijska integracija uz okvir bliske suradnje (uspostavljen 2020.), koji je pomogao i usklađivanju nadzornih standarda s onima u europodručju i jačanju financijske stabilnosti.

Iako je bugarsko gospodarstvo relativno dobro prebrodilo nedavne šokove, rizici za konvergenciju inflacije ostaju. Bugarsko se gospodarstvo pokazalo otpornim tijekom cijelog trajanja pandemije i u uvjetima nedavnih naglih povećanja cijena energije i geopolitičkih napetosti. Unatoč tome, budući da je malo i otvoreno znači da je i nadalje izloženo vanjskim šokovima.⁶ Inflacija je i nadalje osjetljiva na vanjske cjenovne fluktuacije zbog visokoga energetskeg intenziteta proizvodnje i velikog udjela energije i hrane u potrošnji kućanstava.⁷ Snažna dinamika plaća i kredita, koja se ipak smanjuje, stvara dodatne pozitivne rizike. Dugoročno, bugarske relativno niske razine dohotka i cijena, u usporedbi s onima drugih država koje su uvele euro (Grafikon C, panel b)), upućuju na to da će se stvarna i nominalna konvergencija vjerojatno nastaviti.

⁶ Vidi, na primjer, Bijsterbosch *et al.* (2025.)

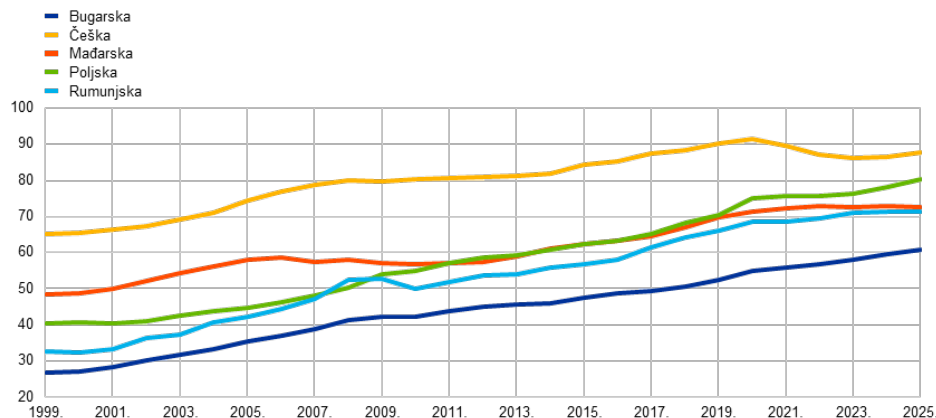
⁷ Vidi Falagiarda (2024.) za više informacija o razlozima za visoku inflaciju i njezinu utjecaju proteklih godina u državama europodručja i Srednje i Istočne Europe, čija gospodarstva imaju slična strukturna obilježja onima gospodarstava država Srednje i Istočne Europe izvan europodručja, poput Bugarske.

Grafikon C

Realni BDP po stanovniku u odnosu na prosjek europodručja

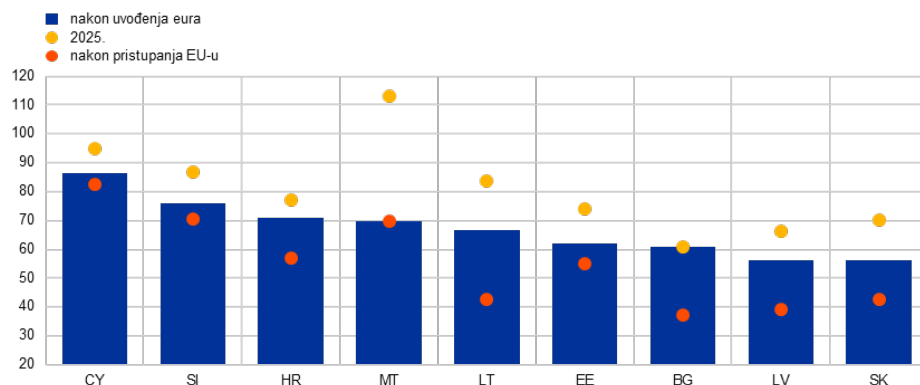
a) razvoj tijekom vremena i u usporedbi s usporedivim državama u regiji

(indeks: europodručje = 100)



b) usporedba s drugim državama koje su uvele euro

(indeks: europodručje = 100)



Izvori: Baza podataka Europske komisije AMECO i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Realni BDP po stanovniku izražen je u paritetu kupovne moći. Podatci za 2025. preuzeti su iz Ekonomske prognoze Europske komisije u jesen 2025. Panel b): plavi stupci prikazuju realni BDP po stanovniku u godini prije uvođenja eura (npr. 2007. za Cipar; 2025. za Bugarsku) u odnosu na prosjek europodručja. Crvene točke prikazuju realni BDP po stanovniku u godini prije ulaska u EU (npr. 2003. za Cipar; 2006. za Bugarsku) u odnosu na prosjek europodručja, dok žute točke prikazuju procijenjenu razinu za 2025. u odnosu na prosjek europodručja.

Bugarska je zadržala dobre fiskalne rezultate, ali može se suočiti s pritiscima da poveća relativno niske razine javne potrošnje.

U sklopu valutnog odbora zemlja je zabilježila fiskalne viškove u 13 od proteklih 27 godina, zadržala omjer duga dosta ispod 60 % BDP-a (23,8 % u 2024., drugi po redu najniži u EU-u) i od 2012. izbjegla biti podvrgnuta postupku u slučaju prekomjernog deficita. Ovaj snažni fiskalni rezultat potpomognut je razboritom fiskalnom politikom, od koje se zahtijevalo da održi vjerodostojnost valutnog odbora. S uvođenjem eura u Bugarskoj i smanjenjem ograničenja valutnog odbora, inicijative fiskalne politike mogu se promijeniti. Ako se pojavi percepcija da bi fiskalna disciplina mogla postati manje stroga, to bi tijekom vremena moglo stvoriti pritisak na potrošnju, osobito za one gospodarske funkcije za koje je udio potrošnje sada relativno mali. Poglavito je to slučaj s javnim ulaganjem, koje je ostalo ustrajno nisko u usporedbi s drugim državama Srednje i Istočne Europe (Grafikon D, panel a)) djelomično zbog sporije uporabe sredstava iz programa Next Generation EU nego što je početno planirano.

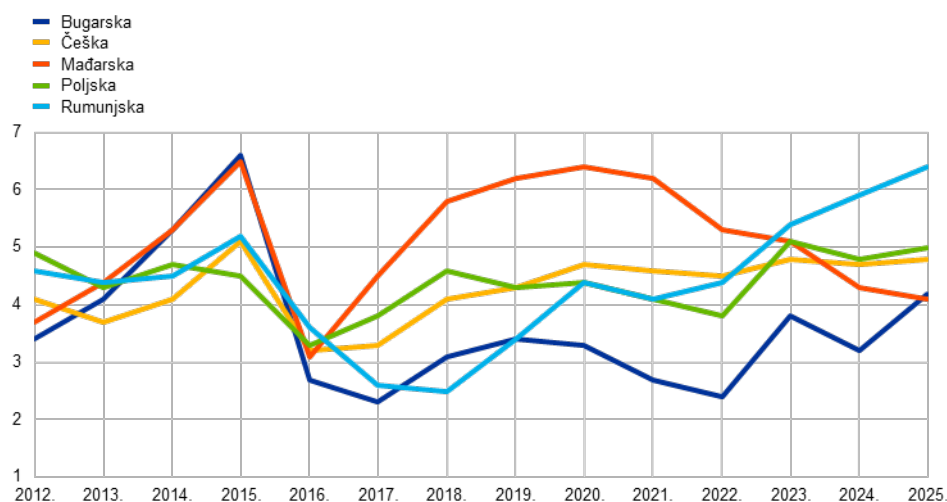
Potrošnja na socijalnu zaštitu, zdravstvo i obrazovanje također je prigušena u usporedbi s potrošnjom u europodručju (Grafikon D, panel b)). Ako se pritisak na povećanje takvih državnih izdataka prenese u povećanu potrošnju, zadržavanje omjera duga stabilnim zahtijevalo bi veće porezne prihode. U budućnosti održavanje snažnih javnih financija kojima se potiče rast u skladu s pravilima gospodarskog upravljanja EU-a i uz potporu snažnoga nacionalnog fiskalnog okvira, uz nastavak strukturnih reforma radi povećanja produktivnosti, bio bi najbolji pristup postizanju održive dugoročne ekonomske konvergenције i izbjegavanju neprimjerenih inflacijskih pritisaka i gubitaka konkurentnosti, što bi moglo ugroziti bugarski dugoročni potencijal gospodarskog rasta.

Grafikon D

Javna ulaganja i potrošnja

a) javna ulaganja

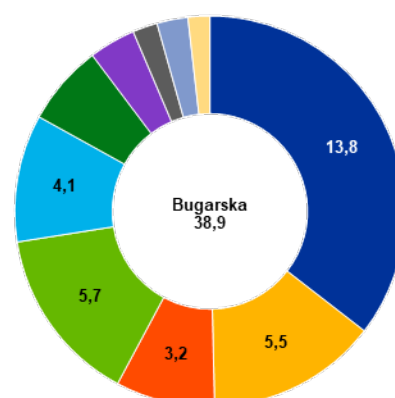
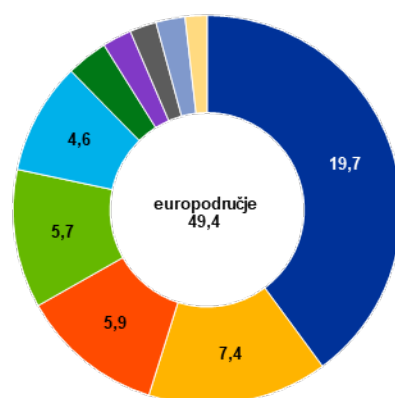
(kao postotak BDP-a)



b) potrošnja opće države po gospodarskim funkcijama

(kao postotak BDP-a)

- socijalna zaštita
- zdravstvo
- opće javne usluge
- gospodarski poslovi
- obrazovanje
- javni red i sigurnost
- obrana
- rekreacija, kultura i religija
- sadržaji stanovanja i zajednice
- zaštita okoliša



Izvori: Baza podataka Europske komisije AMECO, Eurostat (COFOG) i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Panel a): podatci za 2025. preuzeti su iz Ekonomske prognoze Europske komisije u jesen 2025. Panel b): podatci su za 2023. Brojevi prikazani u bijelim krugovima pokazuju ukupan iznos.

Izvori

- Bijsterbosch, M., Falagiarda, M. i Žídeková, L. (2025.), „[From headlines to hard data: mapping the uneven impact of geopolitical risk in Europe](#)”, *ESB-ov blog*, ESB, 28. studenoga
- Dorrucci, E., Fidora, M., Gartner, C. i Zumer, T. (2020.), „[The European exchange rate mechanism \(ERM II\) as a preparatory phase on the path towards euro adoption – the cases of Bulgaria and Croatia](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB
- Dreher, F. i Hernborg, N. (2025.), „[Love at second sight: support for the euro before and after adoption](#)”, *ESB-ov blog*, ESB, 4. studenoga
- Europska središnja banka (ESB) (2025.), *Izvješće o konvergenciji*, ESB, lipanj
- Europska komisija (2025.), „[Convergence Report 2025 on Bulgaria](#)”, *European Economy Institutional Papers*, br. 320, Europska komisija, 4. lipnja
- Falagiarda, M. (2024.), „[Inflation in the eastern euro area: reasons and risks](#)”, *ESB-ov blog*, ESB, 10. siječnja
- Falagiarda, M. i Gartner, C. (2022.), „[Croatia adopts the euro](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB
- Falagiarda, M., Gartner, C., Mužić, I. i Pufnik, A. (2023), „[Has the euro changeover really caused extra inflation in Croatia?](#)”, *ESB-ov blog*, ESB, 7. ožujka

2. Od teksta do nevolje: razumijevanje ograničenja mjera neizvjesnosti povezanoj s trgovinskim politikama zasnovanim na tekstu

Maximilian Schröder

Neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama znatno se povećala u uvjetima viših carina i carinskih prijetnji, što je što je povećalo složenost procjene globalnih gospodarskih izgleda. Pomaci u carinskoj i trgovinskoj politici, nepredvidiva komunikacija i odmak od multilateralizma zasnovanog na pravilima prema bilateralnom učinku financijske poluge povećali su neizvjesnost za poduzeća i ulagače. To je utjecalo na odluke o nabavi, proizvodnji i ulaganjima i može nepovoljno utjecati na dinamiku trgovine, ulaganja i opća makroekonomska ostvarenja. Štoviše, neizvjesnost može utjecati na očekivanja i oslabiti aktivnost čak i bez konkretnih promjena politike. Stoga je njezino praćenje postalo ključno za procjenu gospodarskih izgleda. Neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama važan je dio tehničkih pretpostavki na kojima se zasnivaju nedavni krugovi makroekonomskih projekcija stručnjaka Eurosustava/ESB-a za europodručje.¹

Međutim, neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama nije mjerljiva i teško ju je modelirati. Da bi ju se obuhvatilo, pokazatelji kao što je indeks neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama (engl. *trade policy uncertainty*, TPU) iz Caldara *et al.* (2020.) broje novinske članke u kojima se ključne riječi povezane s trgovinom i neizvjesnošću pojavljuju u neposrednoj blizini. Taj indeks, prikazan u Grafikonu A za razdoblje od 1990. do 2025., ostao je prigušen tijekom razdoblja od 1990. do 2016. prije nego što je porastao tijekom prve Trumpove izborne kampanje i mandata predsjednika kao i prvoga američko-kineskoga trgovinskog sukoba u razdoblju od 2018. do 2020. U travnju 2025. dosegnuo je dosad najveći iznos kad je druga Trumpova administracija nametnula osnovnu carinu od 10 % na većinu izvoza i dodatne carine za pojedinačne države do 50 %. Premda se indeks neizvjesnosti povezan s trgovinskim politikama otad smanjio, u usporedbi s povijesnim standardima on ostaje povišen.

Što se tiče ocjenjivanja makroekonomskih učinaka neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama, posljednja dva tromjesečja standardni linearni modeli često upućuju na neuvjerljivo velike učinke. Jedan je razlog za to taj što se ti modeli ekstrapoliraju iz povijesnih odnosa koji možda više ne vrijede. Drugi razlog odnosi se na izradu samog indeksa neizvjesnosti povezan s trgovinskim politikama: porast u travnju upućuje na to da vrlo velik udio (oko 10 %) svih novinskih članaka na kojima se zasniva korpus tekstualnih podataka spominje ključne riječi koje se odnose na neizvjesnost povezanu s trgovinskim politikama, što upućuje na to da je indeks možda napuhala povećana medijska pozornost ili su ključne riječi trgovinske politike spominjane u kontekstu drugih tema.

¹ Vidi Okvir 2. „Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, lipanj 2025.” i Okvir 1. „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, rujan 2025.”.

Grafikon A

Indeks neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama

(postotak novinskih članaka u kojima se spominju ključne riječi neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama, pomnožen sa 100)



Izvori: Caldara *et al.* (2020.) i izračun zaposlenika ESB-a

Napomena: Grafikon prikazuje neobrađeni indeks neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama iz Caldara *et al.* (2020.)

Kontaminacija pokazatelja neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama koji se zasnivaju na tekstovima vjerojatno je povezana s medijskim objavama o trgovinskoj politici istodobno s općenitijim gospodarskim ili političkim izvješćivanjem.

Problem je taj što su mjere politike povećale neizvjesnost ne samo u područjima politike povezane s trgovinom nego i u drugim područjima politike. Zbog toga se mjerena neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama može preklapati s drugim oblicima neizvjesnosti. Primjerice, u članku koji je Reuters objavio u lipnju (Saphir, 2025.) spominje se trgovinska politika, ali uglavnom u kontekstu geopolitičkog rizika: „s obzirom na to da se već očekivalo da će se američko gospodarstvo usporiti pod pritiskom visokih uvoznih carina Trumpove administracije, rast cijena nafte koji je posljedica sukoba [napada na Iran] mogao bi stvoriti snažan pritisak na smanjenje sposobnosti kućanstava da troše...”. Takvo izvješćivanje naglašava i još jedan granični slučaj: članke u kojima se raspravlja o gospodarskoj neizvjesnosti u vezi s učincima carina, a ne o neizvjesnosti u vezi sa samom trgovinskom politikom, kao u tekstu „iako se očekuje da će se inflacija približiti Fedovu cilju od 2 % prošlog mjeseca, mnogi njegovi dužnosnici očekuju da će carine utjecati na povećanje cijena...” u istom članku. Posljedično, medijska izvješća mogu napuhati brojke ključnih riječi u vezi s neizvjesnošću povezanom s trgovinskim politikama kada se indeks tumači strogo u ekonomskom smislu. U tim okolnostima, u ovom se okviru upozorava na mehaničko tumačenje vrijednosti pokazatelja neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama kao čistih šokova neizvjesnosti i predlaže se alternativna mjera za primjenu u standardnim makroekonomskim modelima.

Standardna mjera neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama može se poboljšati uklanjanjem kontaminirajućih utjecaja. Ti utjecaji postaju problematični kada se ekonometrijskom analizom nastoje razdvojiti različiti kanali neizvjesnosti, primjerice u analizi scenarija, i može dovesti do dvostrukog brojenja ako se rezultati neobrađene mjere neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama smatraju osnovnim šokom neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama. U ovom se okviru stoga predlaže alternativna mjera neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama, koja rabi neobrađen indeks pročišćen za slučajeve istodobnih spominjanja zasnovanih na ključnim riječima, kao što su oni citirani u prethodnom odlomku.

Umjesto da se izrađuje iz temelja, neprilagođena serija čisti se neposredno regresijom na skupu zamjenskih vrijednosti, konstanti i indikatoru pandemije bolesti COVID-19. Time se uklanja razlika koju objašnjavaju povijesna usporedna kretanja ključnih riječi povezanih s neizvjesnošću, uz istodobno čuvanje promjena koje se proširuju izvan njih. Prvi skup zamjenskih vrijednosti uzima u obzir slučajeve u kojima širok obuhvat neizvjesnosti umjetno povećava broj spominjanja neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama i uključuje kategorijske indekse neizvjesnosti povezane s gospodarskom politikom Bakera *et al.* (2016.), bez trgovinske politike; indeks geopolitičkog rizika Caldara i Iacoviella (2022.); indeks kolebljivosti (VIX) koji objavljuje Chicago Board Options Exchange (CBOE) i kolebljivost cijene nafte. Drugi skup bavi se epizodama kada financijski stres ili stres opskrbnog lanca potiču izvješćivanje o rizicima povezanim s trgovinom: američki indeks *National Financial Conditions Index* (NFCI) i indeks pritisaka u globalnim opskrbnim lancima (engl. *Global Supply Chain Pressure Index*, GSCP). Naposljetku, efektivna carinska stopa, definirana kao carinski prihodi u odnosu na uvoz, uzima u obzir slučajeve u kojima medijski obuhvat odražava ostvarene promjene u trgovinskoj politici, a ne neizvjesnost o budućim mjerama.²

Pročišćeni pokazatelj prikazuje znatno manje naglih povećanja tijekom 2025.

Grafikon B, panel a) prikazuje pročišćeni pokazatelj neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama zajedno s neobrađenim pokazateljem.³ Iako zadržava primarna obilježja izvornog pokazatelja, porasti zabilježeni 2025. visoki su samo 20 % i za manju maržu premašuju razine zabilježene tijekom prvoga američko-kineskoga trgovinskog sukoba.⁴ Nedavna kretanja općenito su usporediva s onima zabilježenim u mjerama neizvjesnosti povezane s gospodarskom politikom (engl. *economic policy uncertainty*, EPU), kao što su američki EPU zasnovan na vijestima, američki EPU od tri komponente i globalni EPU prikazani u Grafikonu B, panel b)). Koincidencija skokova u različitim mjerama neizvjesnosti djelomično objašnjava nerazmjerni porast neobrađenog pokazatelja neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama u slučaju da se ne uzme u obzir. Istodobno pročišćeni pokazatelj neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama i nadalje raste tijekom prvoga američko-kineskoga trgovinskog sukoba, dobro se usklađujući s neobrađenim indeksom neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama. Zajedno to podupire mišljenje da se neprilagođeni pokazatelj neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama može pogrešno tumačiti u sadašnjem okružju visoke neizvjesnosti, osim ako se prihvati usko tumačenje šokova neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama.

² Efektivna carinska stopa prilagođena je za netipične vrijednosti.

³ Pročišćeni indeks nalazi se na sredini dugoročnoga povijesnog prosjeka. Negativne vrijednosti stoga upućuju na razine pročišćenog indeksa neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama ispod tog prosjeka, a pozitivne vrijednosti upućuju na iznadprosječnu neizvjesnost.

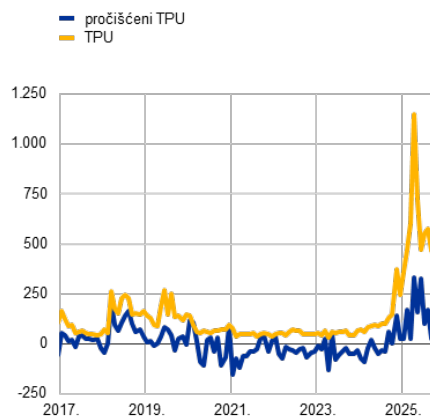
⁴ Prilagođeni pokazatelj malo je kolebljiviji, čime potencijalno ometa analizu.

Grafikon B

Indeks neizvjesnosti povezano s trgovinskim politikama i druge mjere neizvjesnosti

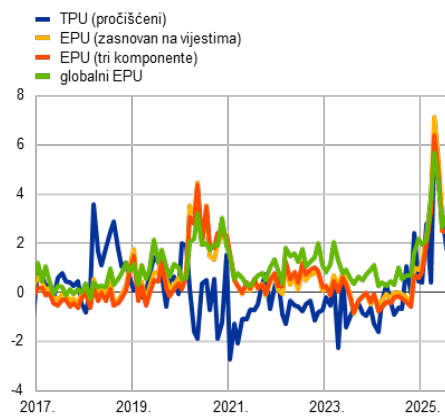
a) TPU i pročišćeni TPU

(indeksi rasprostranjenosti)



b) pročišćeni TPU i mjere neizvjesnosti povezano s gospodarskom politikom

(indeksi rasprostranjenosti, standardizirani)



Izvori: Panel a): Caldara *et al.* (2022.) i izračun stručnjaka ESB-a, panel b): Baker *et al.* (2016.), Davis (2016.) i izračun stručnjaka ESB-a

Napomena: Posljednji podatci: rujan 2025.

Prilagođeni indeks neizvjesnosti povezano s trgovinskim politikama

omogućuje izradu protučinjeničnih scenarija koji daju uvjerljivije procjene

makroekonomskih učinaka.

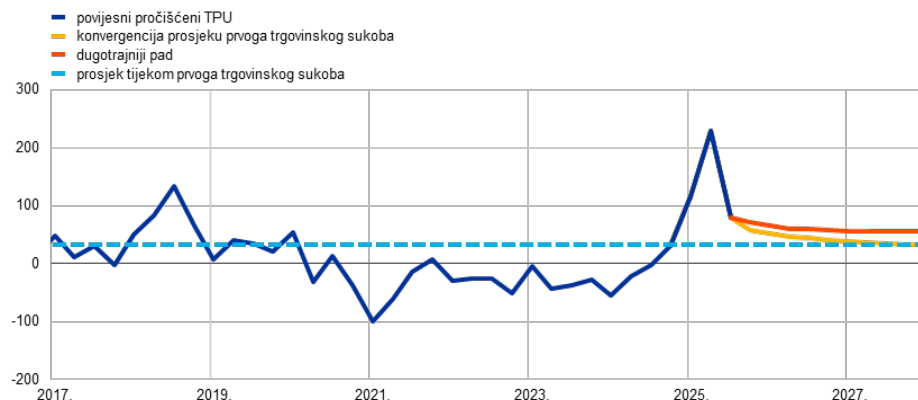
Na osnovi prilagođenog indeksa mogu se definirati i posuvremeniti alternativni putevi za stupanj neizvjesnosti povezano s trgovinskim politikama kako novi podatci postanu dostupni, što pruža fleksibilne ulazne podatke za uvjetno predviđanje i uvjetne projekcije. Grafikon C, panel a) prikazuje dva scenarija: jedan u kojemu indeks neizvjesnosti povezano s trgovinskim politikama pada s postojećih razina na prosjek zabilježen tijekom prvoga trgovinskog sukoba i drugi koji pretpostavlja dugotrajniji pad. Grafikon C, panel b) prikazuje odnosne učinke na američki BDP i na globalni BDP (bez SAD-a), uzimajući u obzir šokove koji proizlaze iz neizvjesnosti povezano s trgovinskim politikama od početka godine. Prema tim pretpostavkama, BDP u SAD-u i ostatku svijeta smanjio bi se za oko 0,1 postotni bod do kraja 2027. kad bi neizvjesnost pala na razine prvoga trgovinskog sukoba, ali za oko 0,2 postotna boda kad bi neizvjesnost duže ostala povišena.

Grafikon C

Utjecaj neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama na rast

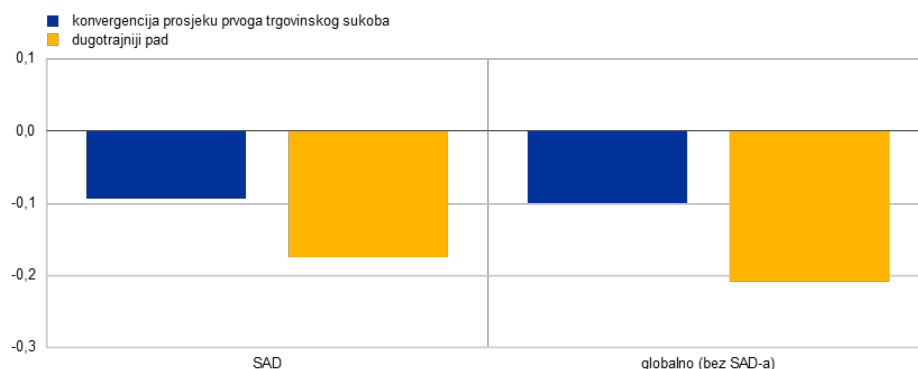
a) kretanje neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama

(indeks, tromjesečni pomični prosjeci)



b) kumulativni utjecaj neizvjesnosti na rast BDP-a, u razdoblju od 2025. do 2027.

(postotni bodovi)



Izvor: izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Panel a): posljednji podatci: srpanj 2025., ekstrapolacije nakon toga. Panel b): utjecaji se izračunavaju iz projekcija na osnovi bajesovskih modela vektorske autoregresije, ovisno o pretpostavljenom kretanju pročišćenog indeksa neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama. Modeli za svaku pojedinačnu regiju uključuju pročišćeni indeks neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama, logaritme BDP-a, ulaganja i indeksa potrošačkih cijena, kao i indikator pandemije bolesti COVID-19. Šok neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama utvrđuje se s pomoću Choleskyjeve identifikacije.

Zaključak je da se prilagodbom mjera neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama mogu poboljšati njihova svojstva pokazatelja i učiniti ih lakšima za tumačenje. U ovom okviru tvrdi se da bi mjere neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama zasnovane na tekstu mogle obuhvatiti pojam neizvjesnosti koji je širi od neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama i same provedbe. Kada se uklone utjecaji koji se preklapaju i ciklični učinci medija, prilagođene mjere neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama daju manje znatne makroekonomske učinke od onih koji se obično navode u literaturi. Osim toga, ako se usvoji restriktivnija definicija neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama, ti alternativni pokazatelji mogu se lako upotrijebiti za definiranje scenarija za uvjetno predviđanje i uvjetne projekcije. U tom kontekstu, prilagođeni indeks neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama upotrijebljen je kao početna točka za analiziranje utjecaja neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama u makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava/ESB-a za europodručje i primijenjen je i za osnovne projekcije i analizu scenarija.

Izvori

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

Caldara, D. i Iacoviello, M. (2022.), „Measuring Geopolitical Risk”, *American Economic Review*, sv. 112., br. 4, travanj, str. 1194. – 1225.

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.

Davis, S. J. (2016.), „An Index of Global Economic Policy Uncertainty”, *NBER Working Papers*, br. 22740, National Bureau of Economic Research, listopad

Saphir, A. (2025.), „US attack on Iran adds to economic uncertainty”, Reuters, 23. lipnja

3. Praćenje trgovine u realnom vremenu: proširenje alata za brzu procjenu satelitskim podacima

Rinalds Gerinovics i Baptiste Meunier

Nedavni šokovi naglasili su važnost pravodobnog praćenja globalne trgovine i povezane izazove. Veliki učinci problema uskih grla u opskrbnim lancima u razdoblju nakon pandemije bolesti COVID-19 (2021. – 2022.), problemi u Panamskom kanalu (2023.) i Crvenome moru (2024. – 2025.) i nedavni snažni rast carina istaknuli su važnost pravodobnog praćenja trgovine. U ovom se okviru opisuje kako uključivanje pokazatelja u realnom vremenu dobivenih iz satelitskih podataka o kretanjima plovila u standardni alat za praćenje može dati pravodobne uvide u dinamiku globalne trgovine. Prošireni alat za praćenje trenutačno upućuje na potisnutu, ali sve bolju dinamiku trgovine.

Stručnjaci ESB-a prvi su put razvili alat za praćenje globalne trgovine 2020. godine, a njime se prati rast svjetskog uvoza (izvan europodručja) primjenom financijskih pokazatelja povezanih s trgovinom; međutim, njegova točnost bila je ograničena.¹ Ta prva inačica ponajprije se oslanjala na podatke o financijskim tržištima, kao što su cijene dionica za globalna logistička poduzeća. U skladu s metodologijom iz Lewis *et al.* (2022.) analiza glavnih sastavnica primijenjena je kako bi se izdvojio temeljni trend u ulaznom skupu podataka koji kombinira visokofrekventne (dnevne i tjedne) podatke s mjesečnim pokazateljima.² Unatoč njezinoj pravodobnosti u odnosu na podatke iz nacionalnih računa, koji se ne objavljuju prije nego što prođe 30 – 45 dana od kraja referentnog tromjesečja, ova inačica alata za praćenje imala je ograničenu točnost izvan uzorka.

Novi pokazatelji zasnovani na kretanjima plovila praćenih satelitom daju informacije o trgovini u realnom vremenu po zemljama i sirovinama. Automatski identifikacijski sustav (AIS) jest sustav praćenja kojim brodovi satelitima prenose ključne informacije, kao što su identitet, položaj, brzina, smjer i navigacijski status (npr. plovidba, sidrište). Iako je AIS izvorno osmišljen radi sprječavanja sudara, njegovi podatci imaju široku primjenu u ekonomiji jer riječ je o dnevnim podacima koji se objavljuju sa samo jednim danom kašnjenja. Za potrebe praćenja trgovine upotrebljavaju se sljedeća četiri indeksa: (1) agregirani podatci o trgovini na razini države (uvoz i izvoz), dobivaju se izračunom obujma tereta koji stiže u luke pojedine države, (2) pomorska aktivnost na ključnim točkama zagušenja, zasniva se na istoj metodi, (3) trgovinski tokovi za ključne sirovine – naftu, ukapljeni prirodni plin (UPP), željezo, ugljen, boksit – dobivaju se praćenjem tankera i brodova za prijevoz rasutog tereta i (4) izvoz automobila, dobiva se praćenjem ro-ro brodova (plovila kojima se prevoze vozila).

Pokazatelji zasnovani na satelitskim podacima dobro se podudaraju s ključnim događajima u globalnoj trgovini. Primjerice, snažno povećanje robne

¹ Delle Chiaie i Perez-Quirós (2020.)

² Mjesečne serije pomažu ublažiti kolebljivost svojstvenu visokofrekventnim podacima. Empirijski testovi pokazuju da mjesečni podatci poboljšavaju korelaciju unutar uzorka i prediktivnu točnost izvan uzorka.

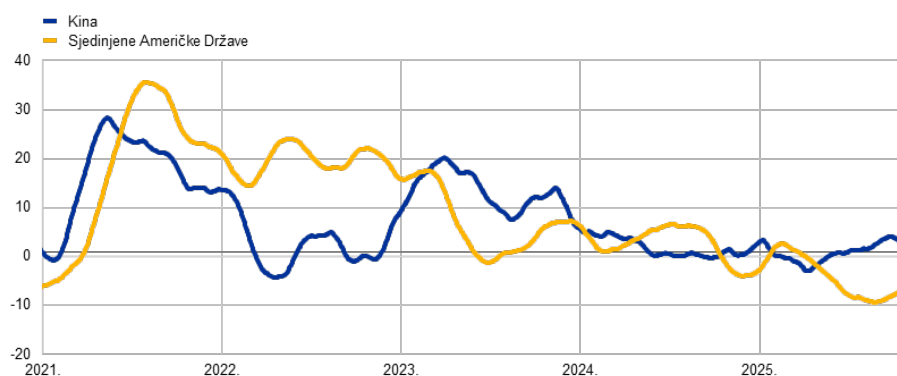
razmjene nakon pandemije odražavalo se u velikom porastu pomorskog prometa (Grafikon A, panel a)). U drugom tromjesečju 2025. isti podatci upućivali su na znatno usporavanje trgovine SAD-a u okružju rastućih trgovinskih barijera i nasuprotne otpornosti kineske trgovine. Isto tako, sveprisutna uska grla u opskrbnim lancima u postpandemijskom razdoblju bila su vidljiva u iznadprosječnom zagušenju u glavnim lukama SAD-a (Grafikon A, panel b)). Drugi su primjer napadi hutskih pobunjenika na brodove u Crvenome moru u 2024., koji su potaknuli brodarska društva da plovila preusmjere preko Rta dobre nade (Grafikon A, panel c)).

Grafikon A

Pokazatelji trgovine zasnovani na satelitskim podatcima

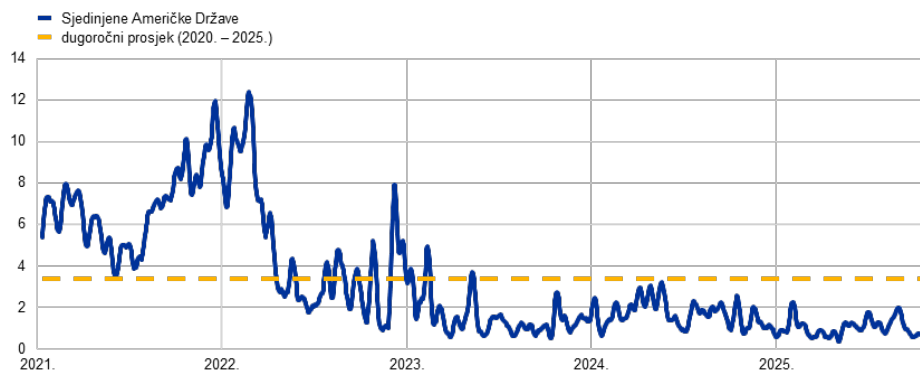
a) pomorska trgovina

(godišnje promjene u postotcima, tromjesečni pomični prosjeci)



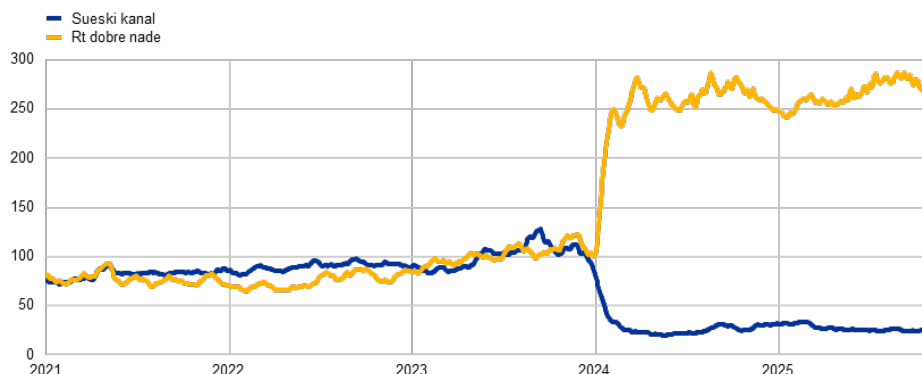
b) zagušenja u glavnim lukama

(broj dana provedenih u sidrištu)



c) pomorska aktivnost na ključnim točkama zagušenja

(30-dnevni pomični prosjeci, indeks: od siječnja do listopada 2023. = 100)



Izvori: QuantCube i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: U panelu b) indeks se zasniva na kontejnerskim brodovima u lukama Los Angeles i Long Beach. Posljednji podatci odnose se na 30. listopada 2025.

Pokazatelji zasnovani na satelitskim podacima snažnije koreliraju s globalnom trgovinom od financijskih pokazatelja, zbog čega su prikladni za proširenje alata za praćenje trgovine. Statistički testovi (Efron *et al.*, 2004.; Fan i Lv, 2008.) kojima se procjenjuje prediktivna snaga različitih dnevnih i tjednih pokazatelja u odnosu na globalni uvoz pokazuju da serije zasnovane na satelitskim podacima nadmašuju tržišne pokazatelje (npr. cijene vlasničkih vrijednosnih papira, cijene pomorskog prijevoza, cijene sirovina) i pokazatelje iz alternativnih izvora podataka (npr. Google Trends, podatci o letovima). Primjerice, neki pokazatelji zasnovani na satelitskim podacima (npr. izvoz automobila iz EU-a) imaju Pearsonovu korelaciju s globalnim uvozom veću od 0,7 u razdoblju od 2016. do 2024., a financijski pokazatelji imaju prosječnu korelaciju od 0,4.

Revidirani alat za praćenje globalne trgovine uključuje satelitske podatke s najvećom prediktivnom snagom.³ Odabir se oslanja na literaturu, koja pokazuje da su faktorski modeli znatno točniji kada se odabere manji broj informativnijih prediktora (Bai i Ng, 2008.). Prošireni alat za praćenje uključuje 47 serija, od kojih su 25 tjedne (četiri cijene vlasničkih vrijednosnih papira brodarskih društava i 21 pokazatelj zasnovan na satelitskim podacima), a 22 mjesečne (npr. indeks PMI za nove izvozne narudžbe i carinski podatci). Kada je riječ o pokazateljima za pojedinačne države, za 12 država na koje se odnosi 64 % globalne trgovine odabir varijabla zasnovanih na podacima odražava središnju ulogu Kine, a nekoliko odabranih pokazatelja odnosi se na kinesku trgovinu (izvoz automobila, ukupna trgovina i uvoz UPP-a, željeza i nafte).

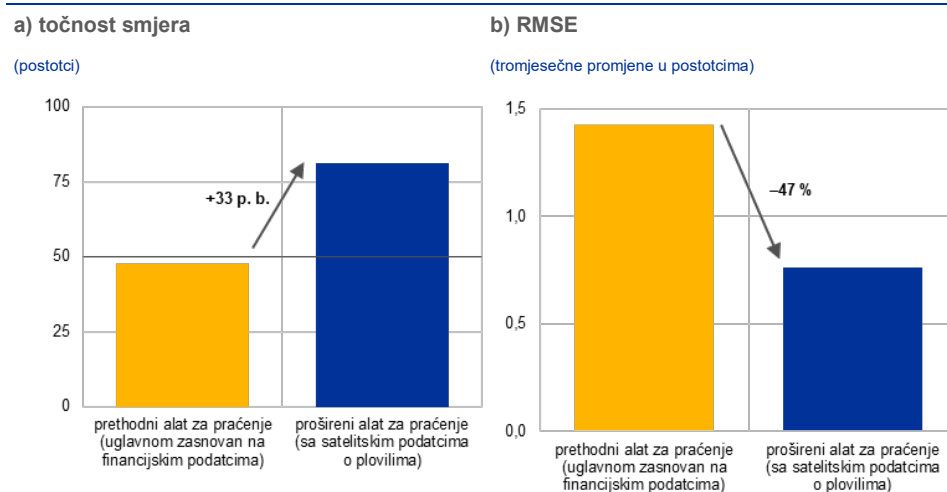
Satelitski podatci znatno poboljšavaju uspješnost prognoza dobivenih alatom za praćenje, kako s obzirom na točnost smjera (povećanje s 50 % na 80 %), tako i s obzirom na točnost određivanja položaja (pogreška izvan uzorka smanjena je za pola). Točnost prognoze smjera izvan uzorka prethodnog alata za praćenje iznosila je 50 %, što znači da je njegova točnost predviđanja smjera rasta

³ Primijenjena su metodološka poboljšanja kako bi se osigurala dosljednost transformacija, polaznih točaka i redoslijeda analize glavnih sastavnica. Skup regresora proširen je visokofrekventnim prilagodbama u skladu s Wegmüller i Glocker (2023.). Tehničke promjene imale su ograničen utjecaj na uspješnost izvan uzorka.

globalne trgovine bila manja od pola. Usporedbe radi, revidiranim alatom za praćenje točno bi se predvidio smjer u oko 80 % slučajeva tijekom razdoblja od 2021. do 2024. (Grafikon B, panel a)).⁴ Slični rezultati dobiveni su za točnost prognoze određivanja položaja, gdje je korijen srednje kvadratne pogreške izvan uzorka (engl. *root mean squared error*, RMSE) smanjen za oko 50 % (Grafikon B, panel b)).

Grafikon B

Točnost prognoze izvan uzorka



Izvori: Bloomberg, S&P Global, Haver, QuantCube i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Točnost u razdoblju od 2021. do 2024. U panelu a) točnost smjera jednaka je udjelu razdoblja u kojima se smjer promjene stvarnog rasta svjetskog uvoza (pozitivne ili negativne) poklopio sa smjerom predviđenim alatom za praćenje.

Prošireni alat za praćenje posebice nadmašuje prethodni alat za praćenje u razdobljima kada varijable financijskih tržišta odstupaju od dinamike globalne trgovine. Globalna trgovina općenito dobro korelira s kretanjima na financijskim tržištima (Barhoumi i Ferrara, 2015.), ali taj odnos može dovesti do pogrešnih signala kada se financijska tržišta znatno razilaze s dinamikom trgovine. To se dogodilo 2022. kada je došlo do pada na dioničkim tržištima u okružju snažnog rasta inflacije i geopolitičkih šokova, dok je globalna trgovina ostala otporna zbog postupnog rješavanja problema uskih grla u opskrbnim lancima (Grafikon C, panel a)). Slična situacija zabilježena je u prvom tromjesečju 2025., kada je došlo do smanjenja na financijskim tržištima zbog neizvjesnosti povezane s politikom, a globalna trgovina bila je ojačana ubrzanom uvozom prije uvođenja carina (Grafikon C, panel b)). U obje je epizode prethodni alat za praćenje upućivao na znatno manji rast globalne trgovine od stvarne stope, što je prošireni alat za praćenje točnije predvidio.

⁴ Predviđanja su napravljena u pseudorealnom vremenu, što znači da uzimaju u obzir kašnjenja u objavi, ali ne i revizije.

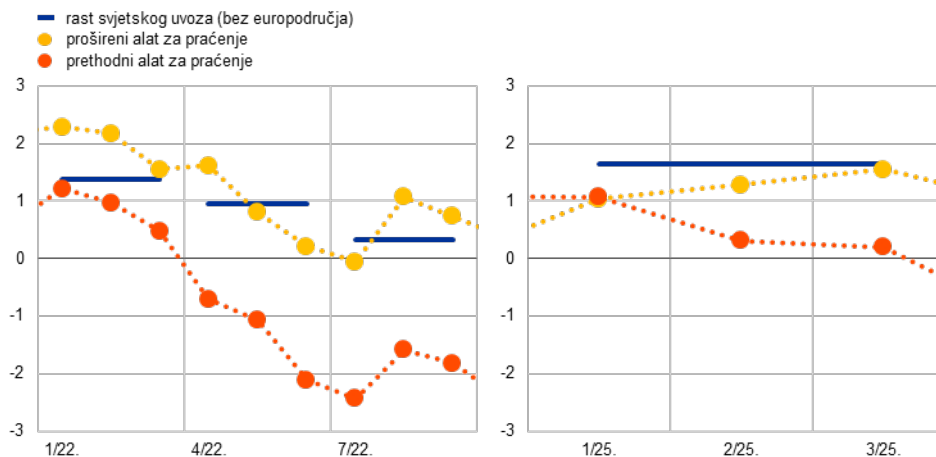
Grafikon C

Predviđanja izvan uzorka

(tromjesečne promjene u postotcima)

a) uska grla u opskrbnim lancima

b) 1. tr. 2025.



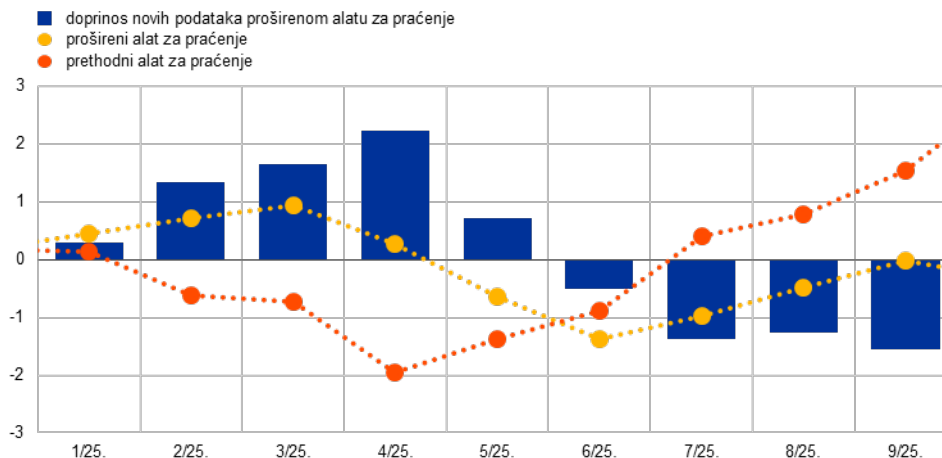
Izvori: Bloomberg, S&P Global, Haver, QuantCube i izračun stručnjaka ESB-a

Prošireni alat za praćenje trenutačno upućuje na to da je globalna trgovina i nadalje prigušena, premda se poboljšava (Grafikon D). Prošireni alat za praćenje pokazuje da je globalna trgovina pala na najnižu razinu u drugom tromjesečju 2025., što je u skladu sa snažnim padom uvoza SAD-a (-8 % tromjesečno), a potom je porasla u trećem tromjesečju. Ovaj oporavak u skladu je s nedavno objavljenim podatcima iz nacionalnih računa Kine i Južne Koreje koji upućuju na snažne izvozne rezultate – koji su u slučaju Južne Koreje bili poduprti velikim rastom isporuka povezanih s umjetnom inteligencijom, koje su djelomično neutralizirale nepovoljan utjecaj carina. Prošireni alat za praćenje upućuje na ispodprosječan rast trgovine, a prethodni alat za praćenje dao bi znatno optimističniju sliku zbog dinamičnih financijskih tržišta. Novi satelitski podatci u proširenom alatu za praćenje ublažavaju takve signale.

Grafikon D

Alat za praćenje globalne trgovine

(tromjesečne promjene u postotcima, odstupanje od prosjeka u razdoblju od 2016. do 2024.)



Izvori: Bloomberg, S&P Global, Haver, QuantCube i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Grafikon pokazuje da je odstupanje od prosječnog rasta u razdoblju od 2016. do 2024. iznosilo 0,8 %. „Doprinos novih podataka proširenom alatu za praćenje” izračunava se kao razlika između prethodnog alata za praćenje i proširenog alata za praćenje.

Alat za praćenje globalne trgovine dopunjuje ostale alate za prognoziranje trgovine jer pomaže u oblikovanju procjene kratkoročnih izgleda „odozgo prema dolje”. Alat za praćenje dopunjuje modele dinamičkog faktora i trgovinske jednadžbe zasnovane na ispravljanju pogrešaka i služi kao polazišna točka za analizu trgovine. Njime se osigurava pravodobno ispitivanje organizacijske klime jer koristi se visokofrekventnim podatcima, zbog čega brže reagira na nagle promjene dinamike trgovine od modela koji se zasnivaju na mjesečnim ili tromjesečnim podatcima. Ipak, ovaj alat samo dopunjuje druge alate, a nije zamjena za njih, s obzirom na to da visokofrekventni podatci, koji su inherentno bučni, mogu biti manje važni u normalnim vremenima.

Izvori

Bai, J. i Ng, S. (2008.), „Forecasting economic time series using targeted predictors”, *Journal of Econometrics*, sv. 146, br. 2, listopad, str. 304. – 317.

Barhoumi, K. i Ferrara, L. (2015.), „[A World Trade Leading Index \(WTLI\)](#)”, *IMF Working Papers*, br. 2015/020, Međunarodni monetarni fond, siječanj

Delle Chiaie, S. i Perez-Quirós, G. (2020.), „Nowcasting economic activity and trade in times of COVID-19: are high frequency data useful?”, neobjavljeni rukopis

Efron, B., Hastie, T., Johnstone, I. i Tibshirani, R. (2004.), „[Least angle regression](#)”, *The Annals of Statistics*, sv. 32, br. 2, travanj, str. 407. – 499.

Fan, J. i Lv, J. (2008.), „[Sure independence screening for ultrahigh dimensional feature space](#)”, *Journal of the Royal Statistical Society Series B: Statistical Methodology*, sv. 70, br. 5, listopad, str. 849. – 911.

Lewis, D., Mertens, K., Stock, J. i Trivedi, M. (2022.), „Measuring real activity using a weekly economic index”, *Journal of Applied Econometrics*, sv. 37, br. 4, studeni, str. 667. – 687.

Wegmüller, P. i Glocker, C. (2023.), „US weekly economic index: Replication and extension”, *Journal of Applied Econometrics*, sv. 38, br. 6, rujan/listopad, str. 977. – 985.

4. Ponovno razmatranje stope štednje kućanstava: najnovija kretanja i temeljni pokretači

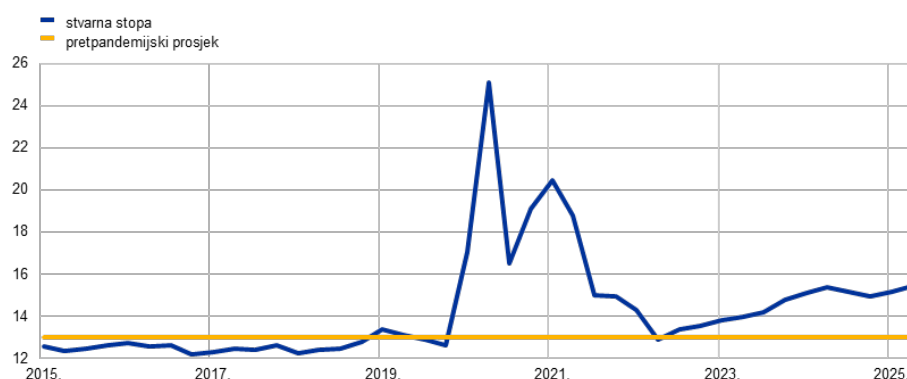
Maria Dimou, Marco Flaccadoro i Johannes Gareis

Nakon što je pala sa svoje najviše razine povezane s pandemijom, stopa štednje kućanstava ponovo je rasla od sredine 2022. do sredine 2024., otkad je uglavnom stabilna na povišenoj razini (Grafikon A). Prema podacima iz tromjesečnih sektorskih računa Eurostata sezonski prilagođena stopa štednje kućanstava prosječno je iznosila 13 % između 1999. i 2019. Nakon naglog rasta tijekom pandemije stopa se u drugom tromjesečju 2022. vratila na razine blizu povijesnog prosjeka, a potom je ponovo počela rasti i sredinom 2024. dosegla 15,4 %. Otkad je uglavnom bila stabilna na toj povišenoj razini. U ovom okviru iznose se posuvremenjeni podatci o kretanjima stope štednje kućanstava i njezinim najnovijim pokretačima.¹

Grafikon A

Stopa štednje kućanstava

(postotci bruto raspoloživog dohotka)



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

Napomene: Sezonski prilagođeni podatci. Pret pandemijski prosjek izračunava se od prvog tromjesečja 1999. do četvrtog tromjesečja 2019. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2025.

Od sredine 2024. realni raspoloživi dohodak kućanstava i njihova potrošnja rastu po uglavnom sličnim stopama, pa se stopa štednje stabilizirala na višoj razini nego prije pandemije. Statistička raščlamba pokazuje da je rastući realni dohodak – posebice dohodak od rada – podupirao stopu štednje prije pandemije, a viša realna potrošnja neutralizirala je taj učinak (Grafikon B). U usporedbi s pretpandemijskim razdobljem rast dohotka znatno se ubrzavao od sredine 2022. do sredine 2024. ponajviše pod utjecajem većih doprinosa dohotka iz drugih izvora osim rada – koji uključuje dohodak od samostalnog rada, neto kamatni prihod, dividende i najamnine – i neto fiskalnih prihoda povezanih s fiskalnim mjerama uvedenima kao odgovor na šok cijena energije, uključujući neciljane mjere potpore. Ti činitelji vjerojatno su potaknuli povećanje stope štednje jer dohodak iz drugih izvora osim

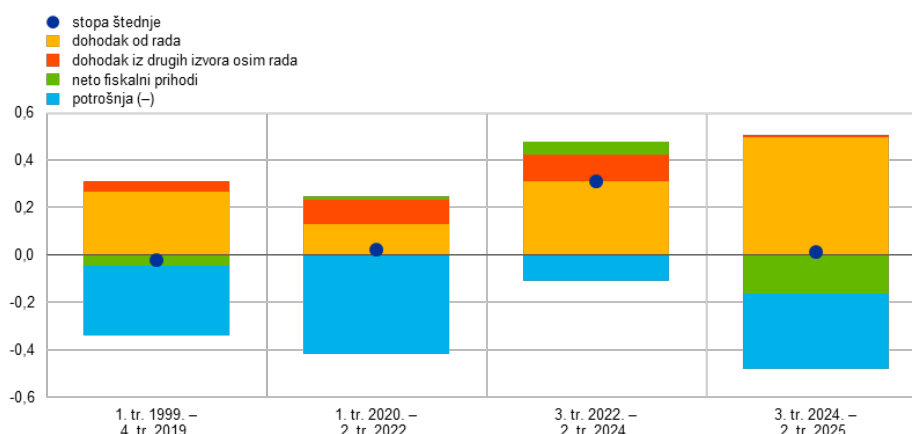
¹ Za raspravu o činiteljima koji su od sredine 2022. utjecali na rast stope štednje kućanstava u europodručju vidi Bobasu *et al.* (2024.).

rada neproporcionalno više raste kod kućanstava s višim dohotkom koja imaju veću sklonost štednji.² Od sredine 2024. stopa štednje uglavnom je bila stabilna jer su se kretanja realnih dohodaka i potrošnje normalizirala, a rast dohotka od rada bio je snažniji – odražavajući dostizanje realnih plaća i postojanu zaposlenost – što je neutraliziralo pad dohotka iz drugih izvora osim rada i postupno ukidanje fiskalne potpore.

Grafikon B

Doprinos rasta dohotka i potrošnje promjenama stope štednje kućanstava

(tromjesečne promjene u postotcima i doprinosi u postotnim bodovima, prosjeci)



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

Napomene: Tromjesečna promjena stope štednje približno je jednaka razlici između tromjesečnog rasta realnoga raspoloživog dohotka i realne potrošnje. Dohodak se sastoji od dohotka od rada (naknada zaposlenima), dohotka iz drugih izvora osim rada (dohotka od samostalnog rada, neto kamatnog prihoda, dividenda i najamnina) i neto fiskalnih prihoda (transfera i poreza na dohodak i bogatstvo). Komponente dohotka i potrošnja iskazani su u realnom iznosu primjenom deflatora osobne potrošnje iz nacionalnih računa.

Empirijske procjene upućuju na to da je stopa štednje ostala povišena tijekom prošle godine jer negativni doprinosi smanjenih realnih kamatnih stopa i poboljšane pozicije realnog neto bogatstva nisu u potpunosti neutralizirali pozitivan utjecaj snažnog rasta realnog dohotka od rada. Empirijski model realne potrošnje kućanstava pokazuje da je prije pandemije viši realni dohodak, posebice dohodak od rada, povećavao stopu štednje jer se potrošnja nije usklađivala s dohotkom u omjeru od jedan naprama jedan, a porast realnog neto bogatstva negativno je utjecao na stopu štednje jer je smanjivao poticaje na štednju kućanstava i tako podupirao veću potrošnju (Grafikon C). Povećanje stope štednje između sredine 2022. i sredine 2024. odražavalo je brz rast dohotka od rada, a rast ostalih prihoda (tj. zbroja dohotka iz drugih izvora osim rada i fiskalnih prihoda), koji je bio snažniji od uobičajenog, također je davao znatan pozitivan doprinos.³ Smanjeno realno neto bogatstvo nakon snažnog rasta inflacije i viših realnih kamatnih stopa koje su bile posljedica pooštavanja monetarne politike davalo je dodatne doprinose za rast, a nasljeđe pandemije nepovoljno je utjecalo na stopu štednje nakon normalizacije potrošnje. Rast realnog dohotka od rada dodatno se ubrzavao od sredine 2024. i davao je snažan poticaj za povećanje stope štednje.

² Za pregled mjera fiskalne politike provedenih u europodručju tijekom razdoblja visoke inflacije vidi Bankowski *et al.* (2023.).

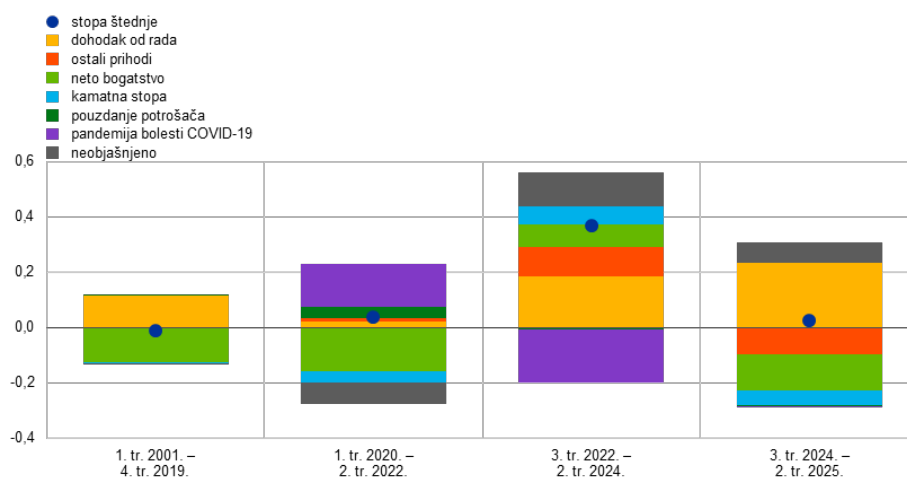
³ Za analizu najnovijih kretanja dohotka od rada i ostalih prihoda kućanstava u europodručju i njihove uloge u sporijem rastu potrošnje u postpandemijskom razdoblju vidi Ceci i Flaccadoro (2026.).

Ipak, to je bilo neutralizirano povećanim realnim neto bogatstvom, čiji se doprinos stopi štednje vratio na povijesni prosjek, smanjenim realnim kamatnim stopama i preokretom prethodnih povećanja ostalih prihoda.

Grafikon C

Doprinosi promjeni stope štednje kućanstava: raščlamba zasnovana na modelu

(tromjesečne promjene u postotcima i doprinosi u postotnim bodovima, prosjeci)



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

Napomene: Grafikon prikazuje doprinose realnog dohotka od rada i ostalih prihoda (tj. zbroja dohotka iz drugih izvora osim rada i fiskalnih prihoda), realnog neto bogatstva, realnih kamatnih stopa, pouzdanja potrošača, pandemije bolesti COVID-19 i rezidualne komponente prosječnim promjenama stope štednje kućanstava u različitim razdobljima. Raščlamba se zasniva na procijenjenom modelu korekcije pogreške za rast potrošnje kućanstava, pri čemu se podrazumijeva da realni dohodak kućanstava raste. Komponente dohotka i neto bogatstvo deflacirani su deflatorom osobne potrošnje iz nacionalnih računa. Realna kamatna stopa mjeri se tromjesečnim EURIBOR-om prilagođenim za očekivanu godišnju stopu inflacije potrošačkih cijena iz ankete potrošača Europske komisije. Model se procjenjuje za razdoblje od prvog tromjesečja 1999. do drugog tromjesečja 2025. Za pojedinosti sličnog modela bez indikatorske varijable pandemije bolesti COVID-19 i bez raščlambe dohotka na dohodak od rada i ostale prihode vidi Bobasu *et al.* (2024.).

Čini se da neizvjesnost kućanstava povezana s njihovom financijskom situacijom također ima važnu ulogu u odlukama o štednji.

Podatci na razini kućanstava iz [ankete o očekivanjima potrošača \(CES\)](#) upotrebljavaju se kako bi se dobio uvid u činitelje koji nisu obuhvaćeni standardnim makroekonomskim determinantama, na što upućuje pozitivna neobjašnjena komponenta u raščlambi zasnovanoj na modelu od sredine 2022. (Grafikon C). Analiza je posebno usredotočena na neizvjesnost povezanu s politikama i individualnu neizvjesnost, što se odražava u *rikardijanskom motivu za štednju* i *motivom štednje iz opreza*.⁴ Novo pitanje u upitniku ankete o očekivanjima potrošača iz studenoga 2025. otkriva da su motiv štednje iz opreza i rikardijanski motiv relevantni za odluke o štednji kod oko 50 % ispitanika, a 25-30 % ispitanika navelo je i jedan od ta dva motiva kao najvažniji razlog za štednju (Grafikon D, panel a)).⁵ Ako se pobliže promotre presječne razlike među sudionicima, uočava se da važnost tih dvaju motiva uglavnom ovisi o ekonomskim ograničenjima s kojima se suočavaju ispitanici i

⁴ *Rikardijanski* motivi odnose se na štednju u očekivanju promjena u oporezivanju ili državnim naknadama zbog trenutačnog zaduživanja države (Barro, 1974.). Motivi *štednje iz opreza* odnose se na štednju kako bi se potrošnja zaštitila od nepredvidivih fluktuacija dohotka (razboritost naspram nestrpljivosti) (Carroll, 1997.).

⁵ Od ispitanika se tražilo da na ljestvici od 0 % (nikakva uloga) do 100 % (vrlo važna uloga) procijene kako su odabrani motivi utjecali na njihove odluke o štednji. Ti motivi uključivali su relativnu privlačnost štednje danas (intertemporalna supstitucija), štednju iz opreza, zabrinutosti glede promjena državnih oporezivanja/naknada (rikardijanski motiv) i štednju iz navike.

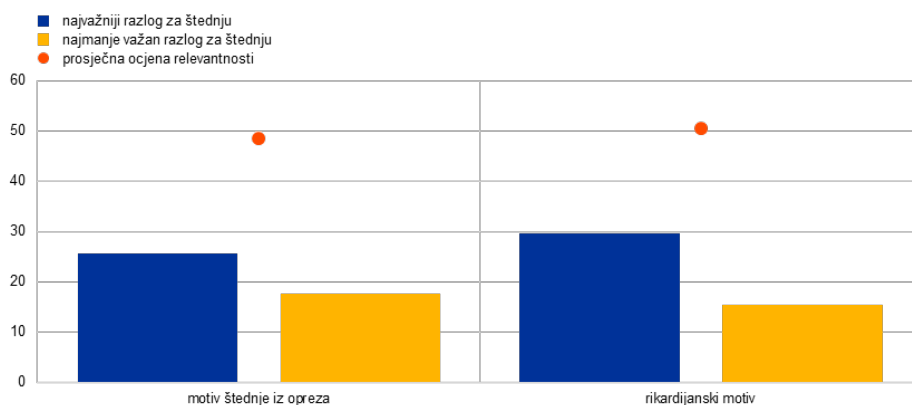
stupnju neizvjesnosti glede njihove financijske situacije, pri čemu razlike u dohotku i dobi imaju manju ulogu (Grafikon D, panel b)). Za kućanstva koja nisu izjavila da imaju likvidnosna ograničenja vjerojatnije je da će znatno veću važnost pridavati obama motivima, što je u skladu s njihovom snažnijom sposobnošću planiranja i štednje („neograničeno”). Istodobno ispitanici koji su iskazali veći stupanj sigurnosti glede svoje buduće financijske situacije („sigurno”) pridaju znatno manju važnost ovim dvama motivima nego kućanstva koja se suočavaju s većom neizvjesnošću. Sličnosti determinanta ovih dvaju motiva upućuju na to da su oni konceptualno blisko povezani, pri čemu su ispitanici skloni promatrati mjere vlade kao dodatan izvor neizvjesnosti povezane s dohotkom. To je u skladu s prethodnom analizom koja je istaknula važnost geopolitičke neizvjesnosti i neizvjesnosti povezane s politikama za osobnu potrošnju.⁶

Grafikon D

Raširenost motiva štednje iz opreza i rikardijanskog motiva među ispitanicima i njezine determinante

a) raširenost motiva štednje iz opreza i rikardijanskog motiva među ispitanicima

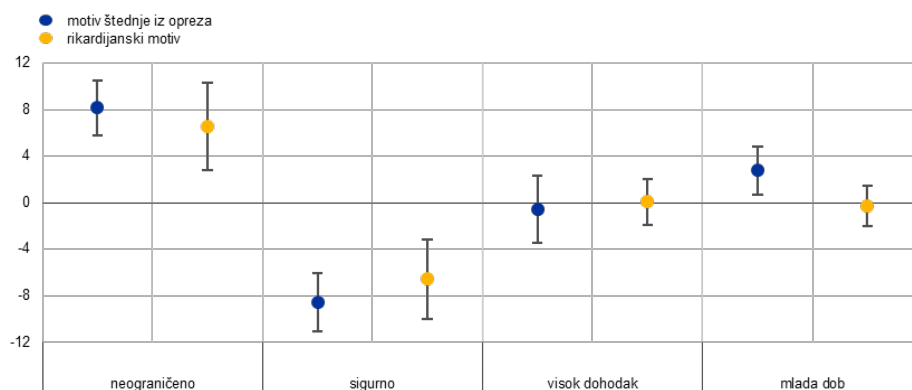
(ocjena relevantnosti (0 – 100) i postotci ispitanika)



⁶ Vidi, primjerice, Andersson *et al.* (2024.).

b) determinante raširenosti motiva štednje iz opreza i rikardijanskog motiva

(promjena srednje vrijednosti ocjene relevantnosti, postotni bodovi)



Izvori: podatci ponderirani prema anketi o očekivanjima potrošača i izračun ESB-a

Napomene: Panel b): Indikatorska varijabla *neograničeno* jednaka je 1 za ispitanike koji su iskazali da bi imali dovoljno financijskih resursa da podmiri neočekivano plaćanje koje je jednako mjesečnom dohotku njihova kućanstva. Indikatorska varijabla *sigurno* jednaka je 1 za ispitanike koji su izjavili da mogu jednostavno ili relativno jednostavno predvidjeti svoju buduću financijsku situaciju te 0 u suprotnom slučaju. Indikatorska varijabla *visok dohodak* jednaka je 1 za ispitanike čiji je dohodak veći od medijana. *Mlada dob* jednaka je 1 za ispitanike do 49 godina. Regresije uključuju fiksne učinke države i ponderirane su složenim ponderima, koji su definirani kao individualna nominalna štednja u listopadu 2025. pomnožena anketnim ponderima. Standardne pogreške grupirane su na razini države.

Općenito, dokazi koji se zasnivaju na modelu i anketni podatci upućuju na to da su i konjunkturni i bihevioralni činitelji pridonijeli tome da stopa štednje ostane na povišenoj, ali uglavnom stabilnoj razini. Iako kretanja dohotka i bogatstva uglavnom ponovo slijede pretpandemijske obrasce, povećana neizvjesnost i štednja iz opreza vjerojatno i nadalje stvaraju pritiske na rast štednje.

Izvori

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

Bankowski, K., Bouabdallah, O., Checherita-Westphal, C., Freier, M., Jacquinot, P. i Muggenthaler, P. (2023.), „[Fiscal policy and high inflation](#)“, *Ekonomski bilten*, broj 2, ESB

Barro, R. J. (1974.), „Are government bonds net wealth?“, *Journal of Political Economy*, sv. 82, br. 6, str. 1095. – 1117.

Bobasu, A., Gareis, J. i Stoevsky, G. (2024.), „[Što su razlozi za visoku stopu štednje kućanstava u europodručju](#)“, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB

Carroll, C. D. (1997.), „Buffer-stock saving and the life cycle/permanent income hypothesis“, *The Quarterly Journal of Economics*, sv. 112, br. 1, str. 1. – 55.

Ceci, D. i Flaccadoro, M. (2026.), „The recent weakness in household consumption: evidence from the euro area and Italy“, *Occasional Papers*, Bank of Italy, uskoro

5. Jesu li stambene nekretnine povratile svoju privlačnost? Uvidi dobiveni iz novoga Sharpeova omjera za stambene nekretnine zasnovanog na anketama

Niccolò Battistini, Adam Baumann, Johannes Gareis i Desislava Rusinova

Ulaganja u stambene nekretnine predvodnik su gospodarstva, a ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača daje pravodobne uvide u to kako kućanstva promatraju njihovu privlačnost. Ulaganja u stambene nekretnine važna su na pojedinačnoj i agregatnoj razini.¹ Mnogima su najvažnija financijska odluka u životu, a na makroekonomskoj razini ponajprije su vodeći pokazatelj ukupne gospodarske aktivnosti.² Promatrane zajedno, te dvije perspektive upućuju na to da percepcije kućanstava sadržavaju vrijedne informacije za praćenje fluktuacija ulaganja u stambene nekretnine, a potencijalno i za predviđanje širih gospodarskih kretanja. Anketa o očekivanjima potrošača osigurava izravnu kvalitativnu mjeru raspoloženja kućanstava u odnosu na stambene nekretnine kao oblik ulaganja – odnosno udio ispitanika koji danas smatraju da je kupnja nekretnine u njihovu susjedstvu dobro ulaganje. Kao nadopuna toj mjeri u ovom se okviru uvodi neizravni kvantitativni pokazatelj privlačnosti ulaganja u stambene nekretnine za kućanstva – Sharpeov omjer, koji ima široku primjenu kao financijsko mjerilo koje stavlja u odnos prinos na ulaganje i povezani rizik.³

Sharpeov omjer za stambene nekretnine izvodi se iz očekivanja kućanstava glede cijena stambenih nekretnina u kombinaciji s mjerom nerizične kamatne stope. Pokazatelj posebice uzima populacijski prosjek srednje vrijednosti očekivanja stanovništva glede rasta cijena stambenih nekretnina za sljedećih godinu dana koji se umanjuje za nerizični prinos, koji je aproksimiran zabilježenom kamatnom stopom na jednogodišnje depozite. Razlika se potom dijeli mjerom nesigurnosti stanovništva glede rasta cijena stambenih nekretnina – izračunatom kao prosjek standardnih odstupanja od očekivanja kućanstava glede rasta cijena stambenih nekretnina za

¹ Za pregled literature o obilježjima stambenih nekretnina i tržišta stambenih nekretnina i njihovoj povezanosti s monetarnom politikom vidi Piazzesi i Schneider (2016.).

² Iako su ulaganja u stambene nekretnine sama po sebi komponenta potrošnje, ona imaju i znatne posljedice za ostale komponente. Primjerice, potrošnja proizvoda za kućanstvo povećava se u razdoblju opremanja nove ili obnovljene stambene nekretnine. Odluke povezane sa stanovanjem često su u snažnoj korelaciji kod svih kućanstava jer na njih utječu agregirane varijable, kao što su demografske tranzicije i uvjeti kreditiranja i financiranja. Stoga djeluju kao važan mehanizam širenja temeljnih šokova. Zbog toga kretanja ulaganja u stambene nekretnine mogu imati širi utjecaj na gospodarstvo. Pokazalo se da kretanja ulaganja u stambene nekretnine određuju kretanja BDP-a, posebice prije recesija. Vidi, među ostalim, Leamer (2007.) i Leamer (2015.) o ulozi ulaganja u stambene nekretnine u poslovnom ciklusu Sjedinjenih Američkih Država te Battistini *et al.* (2018.) o njihovoj ulozi prediktora recesija u europodručju.

³ Sharpeovim omjerom mjeri se višak prinosa koji ulagač ostvaruje za dodatnu kolebljivost koja postoji kod ulaganja u rizičniju imovinu. Viši omjer upućuje na viši prinos u odnosu na povezani rizik. Sharpeov omjer ovdje se upotrebljava kao ciklički pokazatelj privlačnosti ulaganja u stambene nekretnine na osnovi očekivanja kućanstava, a ne kao alat kojim se njegov omjer rizika i prinosa uspoređuje s omjerom za ostale kategorije imovine. Primjenjuju se standardna upozorenja jer se prinosi na ulaganja u stambene nekretnine razlikuju od ostalih vrsta imovine s obzirom na obilježja likvidnosti, financijske poluge i distribucije.

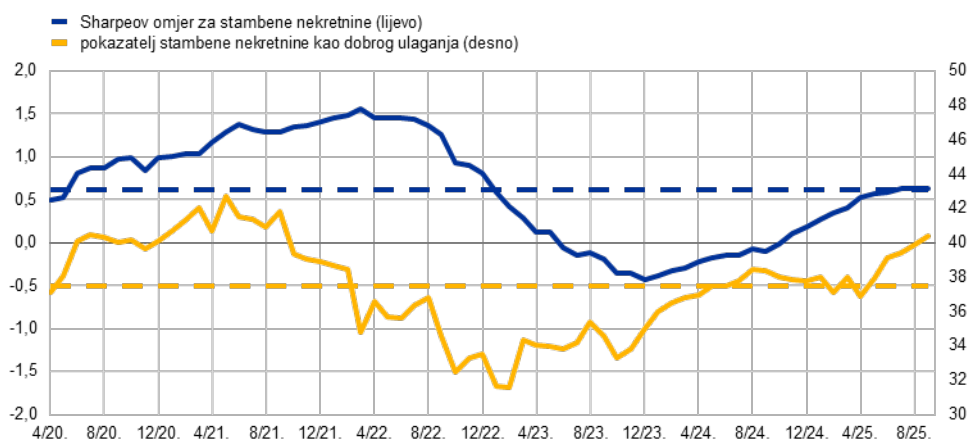
sljedećih godinu dana.⁴ Omjer raste kada kućanstva očekuju snažniji rast cijena stambenih nekretnina u odnosu na prevladavajuće nerizične kamatne stope (tj. veći višak prinosa na ulaganja u stambene nekretnine) ili kada su kućanstva sigurnija glede svojih očekivanja, a u suprotnom se smanjuje. Omjer tako obuhvaća promjene percipirane financijske privlačnosti ulaganja u stambene nekretnine.

Sharpeov omjer za stambene nekretnine znatno se poboljšao u posljednjih godinu dana, ali i nadalje je ispod najviše vrijednosti zabilježene početkom 2022. (Grafikon A). Nakon pandemije bolesti COVID-19 porastao je na najvišu razinu početkom 2022., a potom je znatno pao. Do prekretnice je došlo krajem 2023., kada je omjer počeo postojano rasti. Do rujna 2025. omjer je dosegnuo razinu neznatno višu od prosjeka uzorka, ali ostao je znatno ispod svoje prethodne najviše razine. Uglavnom sličan obrazac primijećen je kod pokazatelja „stambene nekretnine kao dobrog ulaganja” (udio ispitanika koji smatraju da je kupnja nekretnine u njihovu susjedstvu danas dobro ulaganje). Taj pokazatelj počeo se smanjivati, ali i oporavljati malo prije nego Sharpeov omjer za stambene nekretnine; u rujnu 2025. dosegnuo je razinu neznatno višu od prosjeka uzorka, ali ostao je znatno ispod svoje najviše razine iz 2021.

Grafikon A

Sharpeov omjer za stambene nekretnine i pokazatelj stambene nekretnine kao dobrog ulaganja

(lijevo: srednja vrijednost pokazatelja, desno: postotak ispitanika)



Izvori: anketa o očekivanjima potrošača i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Pokazatelj stambene nekretnine kao dobrog ulaganja mjeri udio ispitanika koji smatraju da je kupnja nekretnine u njihovu susjedstvu danas „dobro” ili „vrlo dobro” ulaganje. Plave i žute isprekidane linije prikazuju prosjek uzorka Sharpeova omjera za stambene nekretnine (0,62) i pokazatelja stambene nekretnine kao dobrog ulaganja (37,5 %). Posljednji podatci odnose se na rujna 2025.

Promatrano po komponentama, Sharpeov omjer za stambene nekretnine posljednjih je godina uglavnom odražavao fluktuacije očekivanja glede rasta cijena stambenih nekretnina i fluktuacije nerizične kamatne stope (Grafikon B).

Od kraja 2021. do sredine 2023. (godišnja stopa rasta) Sharpeova omjera za

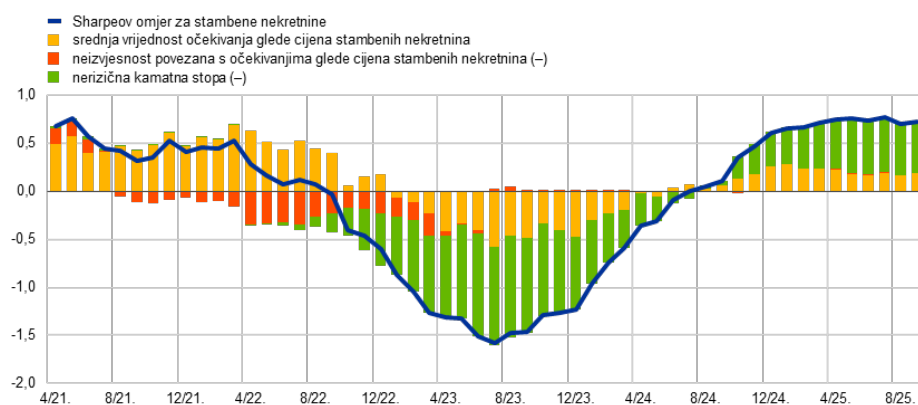
⁴ Pojedinačne distribucije očekivanja stanovništva izvedene su iz pitanja u anketi o očekivanjima potrošača u kojemu ispitanici u deset skupina raspoređuju vjerojatnosti (koje zajedno iznose 100 %) povezane s očekivanim rastom cijena stambenih nekretnina u sljedećih godinu dana, od -12 % do +12 % godišnje. Ti podatci omogućuju da se empirijska funkcija gustoće vjerojatnosti prilagodi svakom kućanstvu u panelu, iz čega se mogu izračunati pojedinačno srednje odstupanje i standardno odstupanje.

stambene nekretnine snažno se smanjivala. Na percepcije kućanstava o privlačnosti stambenih nekretnina prvo je nepovoljno utjecala neizvjesnost povezana s rastom cijena stambenih nekretnina, a potom i srednja vrijednost očekivanja glede rasta cijena stambenih nekretnina. Usto, povećanje nerizične kamatne stope tijekom faze pooštavanja monetarne politike ESB-a također je stvaralo pritiske na smanjenje Sharpeova omjera za stambene nekretnine od sredine 2022. do kraja 2023. Porast Sharpeova omjera za stambene nekretnine od srpnja 2023. bio je poduprt povećanjem očekivanja stanovništva glede rasta cijena stambenih nekretnina, uz vrlo malen doprinos neizvjesnosti.⁵ Nadalje, rast je odražavao pad nerizične kamatne stope s obzirom na to da se monetarna politika ponovo normalizirala zbog ublažavanja inflacijskih pritisaka.

Grafikon B

Raščlamba Sharpeova omjera za stambene nekretnine

(godišnje promjene srednje vrijednosti pokazatelja i doprinosi njegovih komponenata)



Izvori: anketa o očekivanjima potrošača i izračun stručnjaka ESB-a
Napomena: Posljednji podatci odnose se na rujan 2025.

Prosječan Sharpeov omjer za stambene nekretnine u razdoblju od travnja 2020. do rujna 2025. znatno se razlikuje među kućanstvima ovisno o njihovim demografskim i ekonomskim obilježjima zbog toga što se razlikuju njihova stajališta o budućim cijenama stambenih nekretnina i povezanoj neizvjesnosti (Grafikon C). Kućanstva starijih, muških, bogatijih, zaposlenih i financijski pismenijih osoba prosječno imaju više Sharpeove omjere u odnosu na odgovarajuće referentne skupine kućanstava. To je uglavnom posljedica manje neizvjesnosti povezane s očekivanjima glede cijena stambenih nekretnina, iako razlike u srednjoj vrijednosti očekivanja glede cijena stambenih nekretnina također imaju ulogu kod nekih kategorija kućanstava. Ako se promatraju izbori stambenih nekretnina, kućanstva koja žive u gradovima ili u prigradskim područjima imaju više omjere od onih iz ruralnih područja, što uglavnom odražava više srednje vrijednosti očekivanja glede rasta cijena stambenih nekretnina. Nadalje, Sharpeov omjer za stambene nekretnine obično je niži kod vlasnika stambenih objekata u odnosu na

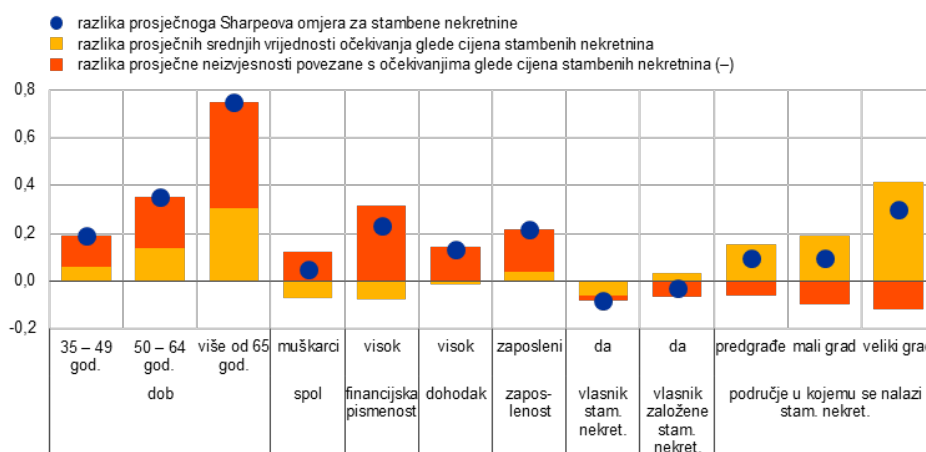
⁵ Neizvjesnost povezana s cijenama stambenih nekretnina bilježi blago silazno kretanje od početka 2022. unatoč znatnoj kolebljivosti očekivanja kućanstava glede rasta cijena stambenih nekretnina, koja su prvo oslabjela, a potom ponovo dobila zamah. To upućuje na zaključak da je, unatoč tome što su kućanstva znatno revidirala srednju vrijednost svojih očekivanja, smanjena neizvjesnost povezana s veličinom rasta cijena stambenih nekretnina, što je ograničilo ulogu neizvjesnosti u Sharpeovu omjeru za stambene nekretnine.

najmoprimce zbog nižih srednjih vrijednosti očekivanja. Međutim, kod vlasnika stambenih objekata nema velike razlike između omjera za izravne vlasnike i omjera za osobe s hipotekarnim kreditima.⁶

Grafikon C

Sharpeov omjer za stambene nekretnine s obzirom na ekonomska i demografska obilježja kućanstava

(razlika od osnovne kategorije prosječne srednje vrijednosti pokazatelja i doprinosi komponenata)



Izvori: anketa o očekivanjima potrošača i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Referentne skupine (redom) definirane su na sljedeći način: 18 – 34 god., žene, niska financijska pismenost, nizak dohodak, nezaposleni, nisu vlasnici stambenog objekta, bez hipotekarnog kredita, žive na selu. Nizak dohodak odnosi se na osobe u donjih 50 %, a visok dohodak na osobe u gornjih 20 %. Financijska pismenost podijeljena je u dvije skupine: osobe koje postižu rezultat 3 ili 4 od mogućih 4 na kvizu financijske pismenosti iz ankete o očekivanjima potrošača (visoka pismenost) i osobe koje ostvaruju slabije rezultate (niska pismenost). Vlasnik stambenog objekta = „ne“ ako su ispitanici odgovorili da su najmoprimci ili da besplatno stanuju u stambenom objektu i „da“ ako su odgovorili da su vlasnici stambenog objekta (s hipotekarnim kreditom ili bez njega). Vlasnik stambenog objekta s hipotekarnim kreditom = „ne“ ako su ispitanici odgovorili da izravno posjeduju svoj dom i „da“ ako su odgovorili da imaju hipotekarni kredit. Kategorije su područja stambenih nekretnina: (1) veliki grad s više od 500.000 stanovnika, (2) predgrađe ili rub velikog grada, (3) grad s manje od 500.000 stanovnika, (4) selo ili ruralno područje. Prosječni Sharpeovi omjeri i doprinosi komponenata izračunati su za razdoblje od travnja 2020. do rujna 2025. Nerizična kamatna stopa isključena je iz tih izračuna jer je konstantna kod svih kućanstava.

Sharpeov omjer za stambene nekretnine upućuje na daljnji umjereni oporavak ulaganja u stambene nekretnine.

Usporedba kretanja Sharpeova omjera za stambene nekretnine i stvarne prodaje stambenih nekretnina pokazuje blisku korelaciju između tih dviju serija, što upućuje na to da je Sharpeov omjer relevantan pokazatelj za praćenje širih kretanja na tržištu stambenih nekretnina (Grafikon D). Posebice povećanje omjera do rujna 2025. upućuje na to da će prodaja stambenih nekretnina vjerojatno nastaviti rasti nakon blagog pada u drugom tromjesečju. To bi, pak, trebalo poduprijeti pozitivne kratkoročne izgleda za ulaganja u stambene nekretnine i potrošnju proizvoda za kućanstva, koji obično slijede kretanja prodaje stambenih nekretnina.⁷

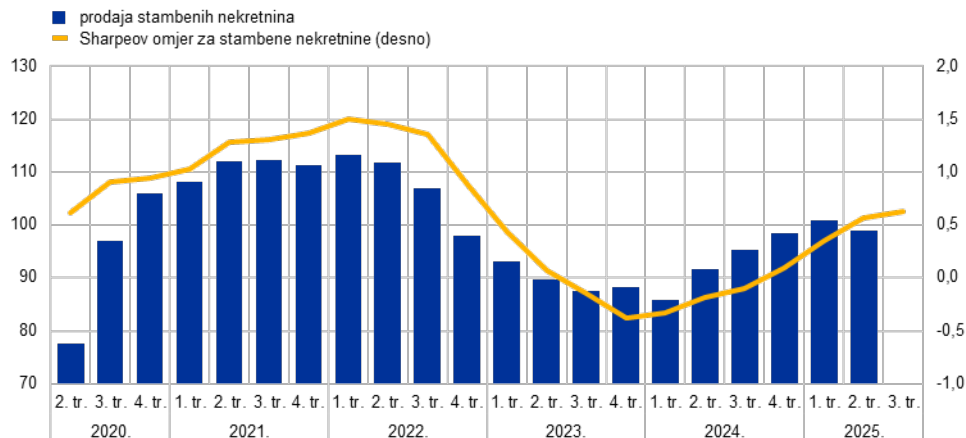
⁶ Ovi obrasci Sharpeova omjera za stambene nekretnine s obzirom na izbor stambene nekretnine znatno se razlikuju od obrazaca kvalitativnog pokazatelja stambene nekretnine kao dobrog ulaganja. Prema tom pokazatelju vlasnici stambenih objekata smatraju stambenu nekretninu dobrim ulaganjem znatno češće nego najmoprimci, a to posebice vrijedi za osobe koje imaju hipotekarne kredite. Vidi Battistini *et al.* (2023.).

⁷ Vidi Battistini i Gareis (2025.).

Grafikon D

Prodaja stambenih nekretnina i Sharpeov omjer za stambene nekretnine

(lijevo: indeks: 2019. = 100, desno: tromjesečni prosjeci srednje vrijednosti pokazatelja)



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

Napomene: Prodaja stambenih nekretnina zasniva se na agregatnim podatcima Eurostata i nacionalnim izvorima podataka za države europskog područja. Posljednji podatci za prodaju stambenih nekretnina odnose se na drugo tromjesečje 2025., a za Sharpeov omjer za stambene nekretnine na rujna 2025.

Izvori

Battistini, N., Charalampakis, E., Gareis, J. i Rusinova, D. (2023.), „[Why has housing lost its lure? Evidence from the ECB's Consumer Expectations Survey](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 5, ESB

Battistini, N. i Gareis, J. (2025.), „[The ripple effects of monetary policy on housing and consumption](#)”, *ESB-ov blog*, ESB, 31. srpnja

Battistini, N., Le Roux, J., Roma, M. i Vourdas, J. (2018.), „[The state of the housing market in the euro area](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 7, ESB

Leamer, E. (2007.), „Housing IS the business cycle”, *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, str. 149. – 233.

Leamer, E. (2015.), „Housing Really Is the Business Cycle: What Survives the Lessons of 2008–09?”, *Journal of Money, Credit and Banking*, sv. 47, broj S1, ožujak/travanj 2015., str. 43. – 50.

Piazzesi, M. i Schneider, M. (2016.), „Housing and Macroeconomics”, *Handbook of Macroeconomics*, sv. 2, str. 1547. – 1640.

6. Zadržavanje radne snage i očekivanja poduzeća

Katalin Bodnár, Vasco Botelho, Laura Lebastard i Marco Weissler

Poduzeća čija je poslovna aktivnost izložena negativnim šokovima mogu se odlučiti za otpuštanje radnika ili za „zadržavanje radne snage”. Do zadržavanja radne snage dolazi kada su poduzeća voljna zadržati radnike čak i u slučaju pogoršavanja trenutačnih i/ili očekivanih poslovnih uvjeta, na primjer u slučaju slabije potražnje ili smanjene profitabilnosti. ESB-ov pokazatelj zadržavanja radne snage mjeri udio poduzeća koja nisu smanjila broj radnika (marža zaposlenosti) unatoč nedavnom pogoršanju poslovnih uvjeta (marža aktivnosti), na osnovi podataka iz ankete o pristupu financiranju poduzeća (SAFE) u europodručju (Grafikon A).¹ Zadržavanje radne snage bilo je značajna pojava u 2022. nakon energetske krize.² Iako se pokazatelj zadržavanja radne snage postupno smanjivao od razdoblja visoke inflacije (nakon što je u trećem tromjesečju 2022. dosegno najvišu razinu od gotovo 30 %), još uvijek je na znatno višim razinama u odnosu na prosječnu vrijednost od 13 % u razdoblju prije pandemije. U trećem tromjesečju 2025. 17 % poduzeća odlučilo je zadržati radnu snagu. Nedavno slabljenje intenziteta zadržavanja radne snage uglavnom je povezano s normalizacijom ekonomske situacije u poduzećima, s obzirom na to da je manji udio poduzeća prijavio pogoršavanje poslovnih uvjeta u posljednjem razdoblju od tri do šest mjeseci. Međutim, više poduzeća suočava se s nepovoljnim šokovima nego prije pandemije. Drugim riječima, marža aktivnosti i nadalje je iznad razine zabilježene u četvrtom tromjesečju 2019.

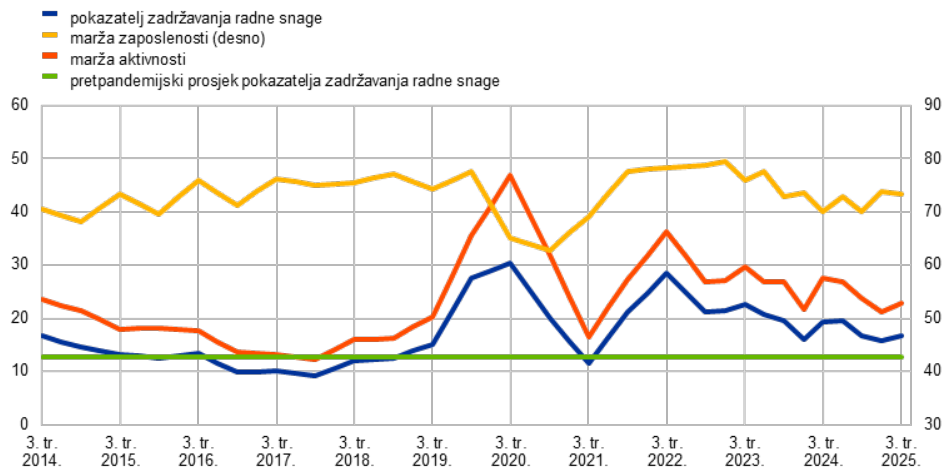
¹ ESB-ov pokazatelj zadržavanja radne snage i njegova povezanost s nedavnim cikličkim oporavkom produktivnosti rada opisuju se u okviru koji je priredio [Botelho \(2024.\)](#) i objavi na blogu čiji su autori [Arce i Sondermann \(2024.\)](#).

² Ovaj okvir ne bavi se razdobljem pandemije u kojem je došlo do izvanrednog zadržavanja radne snage kao ni doprinosom jedinstvenih činitelja kao što je raširena provedba programa za očuvanje radnih mjesta u to vrijeme.

Grafikon A

Zadržavanje radne snage i razine prilagodbe poduzeća

(udio poduzeća, postotci)



Izvori: anketa ESB-a i Europske komisije o pristupu financiranju poduzeća (SAFE) i izračun stručnjaka ESB-a
 Napomene: Marža aktivnosti pokazuje udio poduzeća koja su prijavila da su se u prethodnom ili trenutnom tromjesečju suočila s pogoršavanjem poslovnih uvjeta, a marža zaposlenosti odnosi se na udio poduzeća koja nisu smanjila broj radnika u ukupnom broju poduzeća koja su prijavila pogoršavanje poslovnih uvjeta. ESB-ov pokazatelj zadržavanja radne snage jest umnožak obiju marža. Pretpandemijski prosjek pokazatelja zadržavanja radne snage izračunava se za razdoblje od 2014. do 2019. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2025.

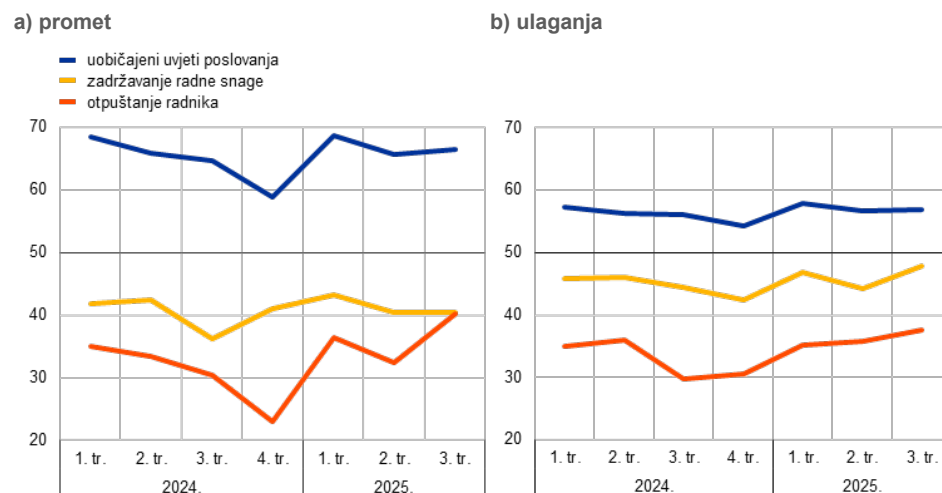
Odluke poduzeća o zadržavanju radne snage odraz su njihovih očekivanja o budućim poslovnim uvjetima (Grafikon B).

Poduzeća su kategorizirana u tri skupine: (1) poduzeća koja nisu prijavila pogoršanje poslovnih uvjeta u prošlosti („uobičajeni uvjeti poslovanja”), (2) poduzeća koja su se suočila s negativnim šokovima, ali nisu smanjila broj radnika („zadržavanje radne snage”) i (3) poduzeća koja su se suočila s negativnim šokovima i smanjila broj radnika („otpuštanje radnika”) u posljednjem tromjesečju. Poduzeća u kategoriji „uobičajeni uvjeti poslovanja” ne očekuju da će doći do pogoršavanja njihove prodaje ili ulaganja u sljedeća tri mjeseca. Poduzeća u preostalim dvjema skupinama očekuju da će doći do smanjivanja prodaje i ulaganja, pri čemu poduzeća koja zadržavaju radnu snagu imaju pozitivniji stav prema bliskoj budućnosti od poduzeća koja otpuštaju radnike. To znači da odluke o zadržavanju radne snage ovise o očekivanjima poduzeća glede poslovnih uvjeta u budućnosti, barem kada je riječ o kratkoročnom razdoblju.

Grafikon B

Kratkoročna očekivanja poduzeća glede prometa i ulaganja

(indeks rasprostranjenosti, 50 = neutralno)



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

Napomene: Kategorija „uobičajeni uvjeti poslovanja” uključuje poduzeća koja nisu prijavila pogoršanje poslovnih uvjeta u prošlosti, poduzeća u kategoriji „zadržavanje radne snage” suočila su se s negativnim šokovima, ali nisu smanjila broj radnika u posljednjem tromjesečju, a poduzeća u kategoriji „otpuštanje radnika” suočila su se s negativnim šokovima i smanjila broj radnika. Očekivanja poduzeća odnose se na sljedeće tromjesečje. Razine iznad 50 upućuju na povećavanje, a razine ispod 50 upućuju na smanjivanje. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2025.

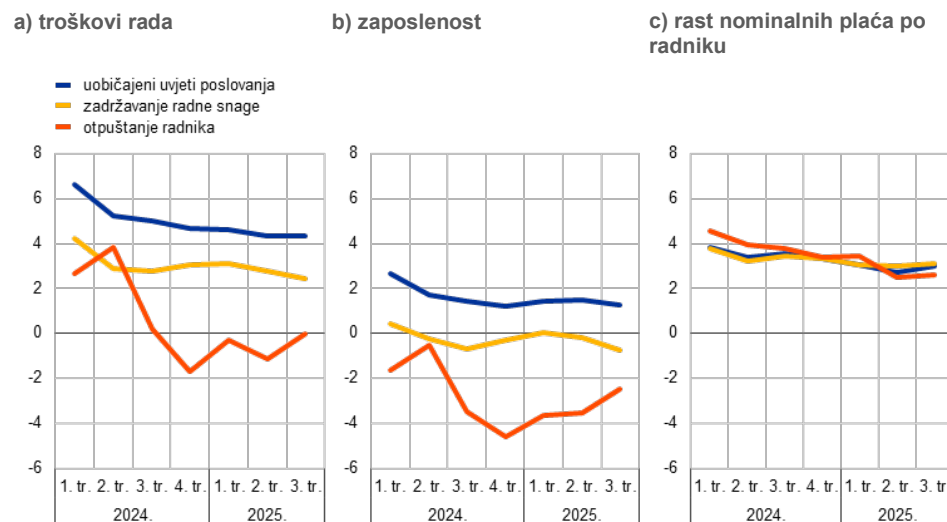
Poduzeća koja zadržavaju radnu snagu očekuju intenzivniji rast troškova rada nego druga poduzeća koja se suočavaju s pogoršavanjem aktivnosti, uglavnom zbog očekivanoga većeg rasta zaposlenosti (Grafikon C). Očekivanja poduzeća iz skupine koja zadržava radnu snagu glede rasta troškova rada malo su manja od očekivanja poduzeća u kategoriji „uobičajeni uvjeti poslovanja”, ali su općenito iznad očekivanja poduzeća iz skupine koja otpušta radnike. Ako se taj očekivani rast troškova rada raščlani na očekivanja glede rasta zaposlenosti i rasta plaća, poduzeća u kategoriji „uobičajeni uvjeti poslovanja” očekuju da će zaposlenost rasti u sljedećoj godini. Poduzeća iz skupine koja zadržava radnu snagu očekuju da će zaposlenost uglavnom ostati nepromijenjena, a poduzeća koja su već otpustila radnike očekuju da će rast zaposlenosti i nadalje biti negativan. Međutim, poduzeća u svim skupinama očekuju slično usporavanje rasta nominalnih plaća po radniku. Taj obrazac upućuje na to da bi kolektivno pregovaranje i centralizirani mehanizmi za određivanje plaća mogli imati važnu ulogu.³ Stoga do razlika u očekivanom rastu troškova rada dolazi uglavnom zbog različitih očekivanja glede rasta zaposlenosti među tim skupinama poduzeća.

³ Sličnosti glede rasta plaća također su u skladu s potpuno decentraliziranim konkurentnim tržištem rada jer su se plaće izjednačile na konkurentnom tržištu rada. Vidi Bates *et al.* (2025.) za pregled nedavnih kretanja rasta plaća. Osim toga, u članku autora Bates *et al.* (2024.) analiziraju se kolektivni ugovori.

Grafikon C

Očekivanja poduzeća glede rasta ukupnih troškova rada, zaposlenosti i plaća

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: anketa ESB-a i Europske komisije o pristupu financiranju poduzeća (SAFE) i izračun stručnjaka ESB-a
Napomene: Na grafikonu su prikazana očekivanja poduzeća za sljedećih 12 mjeseci. Ukupni rast troškova rada izračunava se množenjem rasta zaposlenosti s rastom nominalnih plaća. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2025.

Poduzeća koja su prijavila pogoršavanje poslovne aktivnosti obično imaju manja očekivanja glede budućeg povećavanja njihovih prodajnih cijena u sljedećih godinu dana (Grafikon D). Poduzeća iz kategorije „uobičajeni uvjeti poslovanja” očekuju da će se njihove prodajne cijene nastaviti povećavati brže (za 3,1 % godišnje u trećem tromjesečju 2025.) nego poduzeća čija je poslovna aktivnost bila izložena negativnim šokovima u prošlosti (1,9 % kada je riječ o poduzećima koja zadržavaju radnu snagu i 1,6 % kada je riječ o poduzećima koja nisu zadržala radnu snagu u trećem tromjesečju 2025.). Te razlike nisu rezultat očekivanja poduzeća povezanih s harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) jer sve skupine poduzeća u prosjeku imaju slična očekivanja glede inflacije mjerene HIPC-om. To pokazuje da, neovisno o odluci o zadržavanju radnika, poduzeća koja se suočavaju s pogoršavanjem poslovne aktivnosti ne očekuju da će moći povećati cijene u jednakoj mjeri kao i druga usporediva poduzeća te spominju slabiju potražnju za njihovim proizvodima ili jače konkurentske pritiske. Slabija moć poduzeća da određuju cijene i sličan rast plaća mogli bi negativno utjecati na profitne marže i potaknuti ta poduzeća da istraže druge kanale putem kojih bi mogla smanjiti svoje troškove rada.⁴

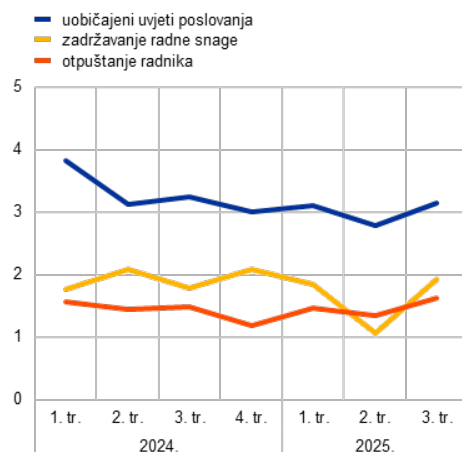
⁴ Ferrando et al. (2025.) povezuju očekivanja glede inflacije mjerene HIPC-om s očekivanjima o rastu zaposlenosti, iako taj kanal samo neznatno pridonosi kretanjima inflacijskih očekivanja tijekom vremena.

Grafikon D

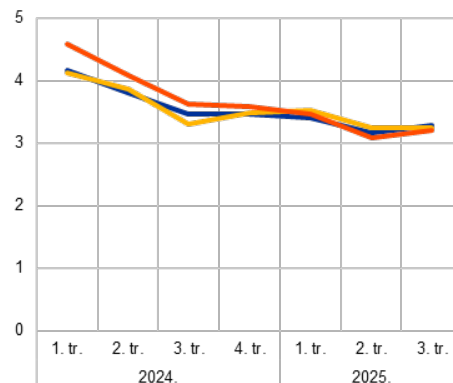
Očekivanja poduzeća o prodajnim cijenama i inflaciji

(godišnje promjene u postotcima)

a) prodajne cijene poduzeća



b) inflacija mjerena HIPC-om



Izvori: anketa ESB-a i Europske komisije o pristupu financiranju poduzeća (SAFE) i izračun stručnjaka ESB-a
Napomene: Na grafikonu su prikazana očekivanja poduzeća za sljedećih 12 mjeseci. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2025.

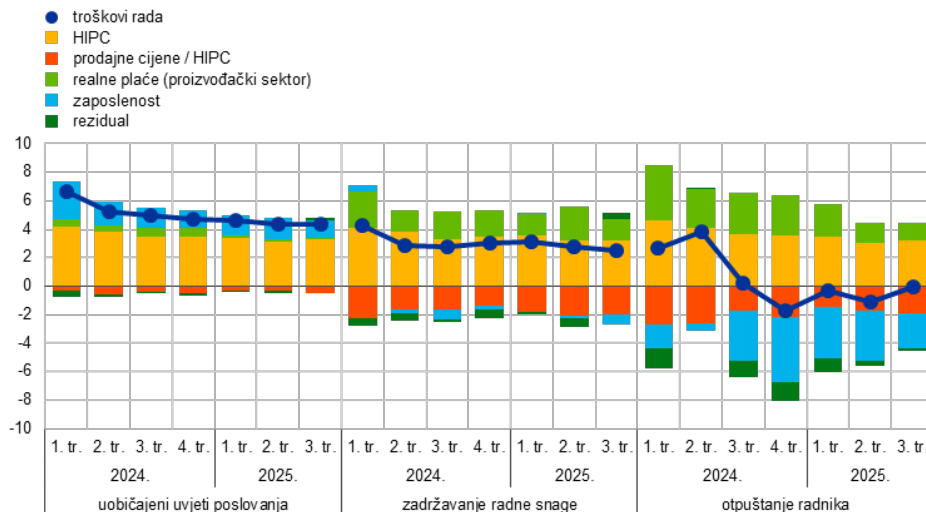
Općenito, postoje dokazi o povezanosti između odluka poduzeća o zadržavanju radne snage i njihovih očekivanja glede rasta troškova rada u budućnosti.

Grafikon E prikazuje činitelje koji utječu na očekivanja poduzeća glede ukupnog rasta troškova rada po skupinama. Veća očekivanja poduzeća u kategoriji „uobičajeni uvjeti poslovanja” glede rasta troškova rada mogu se objasniti njihovim većim očekivanjima glede zaposlenosti (plavi stupci). Nasuprot tome, poduzeća iz skupina „zadržavanje radne snage” i „otpuštanje radnika” očekuju manji rast zaposlenosti, ali veće troškove plaća nakon što su deflacionirani njihovim prodajnim cijenama (svjetlozeleni stupci). Taj pokazatelj realnih plaća relevantna je cijena rada za poduzeća jer odražava njihovu sposobnost financiranja troškova rada povećavanjem prodajnih cijena. Budući da poduzeća iz skupina „zadržavanje radne snage” i „otpuštanje radnika” pretpostavljaju da će u budućnosti imati manju mogućnost povećavanja prodajnih cijena, ona očekuju da će njihova postojeća radna snaga postati relativno skuplja sljedeće godine. U skladu s tim, očekivanja poduzeća glede rasta troškova rada pružaju vrijedne informacije kada se procjenjuju odluke o zadržavanju radne snage. Također pomažu u boljem razumijevanju cikličkog oporavka produktivnosti rada koji obično slijedi razdoblja intenzivnog zadržavanja radne snage.

Grafikon E

Raščlamba očekivanja glede rasta troškova rada po skupinama poduzeća

(godišnje promjene u postotcima i doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: anketa ESB-a i Europske komisije o pristupu financiranju poduzeća (SAFE) i izračun stručnjaka ESB-a
 Napomene: Grafikon prikazuje raščlambu kretanja očekivanih troškova rada poduzeća u odnosu na njihove komponente: zaposlenost, realne plaće i inflaciju prodajnih cijena. Pokazatelj realnih plaća pokazuje sposobnost poduzeća da financira troškove rada povećanjem prodajnih cijena. Za isto povećanje plaće radnik postaje skuplji ako poduzeće ima manju mogućnost povećavanja cijena u usporedbi s drugim usporedivim poduzećima. Komponenta inflacije cijena prilagođena je da bi se u obzir uzela očekivanja poduzeća glede HIPC-a. Stoga je komponenta „prodajne cijene / HIPC“ omjer očekivanja glede inflacije prodajnih cijena i očekivanja glede inflacije mjerene HIPC-om i pokazuje očekivanja poduzeća o tome kako će se njihove prodajne cijene kretati u odnosu na inflaciju mjerenu HIPC-om. Raščlamba se zbraja, pri čemu zbroj komponenata daje očekivani ukupni trošak rada. Rezidual uzima u obzir moguću pristranost agregiranja jer su svi odgovori očekivanja koja su poduzeća prijavila za sljedeću godinu i dobiveni su iz SAFE-a. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2025.

Izvori

Arce, Ó. i Sondermann, D. (2024.), „[Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#)”, *ESB-ov blog*, ESB, 6. svibnja.

Bates, C., Bodnár, K., Healy, P. i Roca I Llevadot, M. (2025.), „[Wage developments during and after the high inflation period](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 1, ESB.

Bates, C., Botelho, V., Holton, S., Roca I Llevadot, M. i Stanislao, M. (2024.), „[The ECB wage tracker: your guide to euro area wage developments](#)”, *ESB-ov blog*, ESB, 18. prosinca.

Botelho, V. (2024.), „[Povećanje profitnih marža pomoglo je poduzećima u zadržavanju radne snage](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB.

Ferrando, A., Lamboglia, S. i Rariga, J. (2025.), „[Odrednice inflacijskih očekivanja poduzeća u anketi SAFE](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB.

7. Košarica prehrambenih proizvoda: uzroci nedavne inflacije cijena hrane

Colm Bates, Friderike Kuik, Elisabeth Wieland i Zivile Zekaite

Razumijevanje ustrajne inflacije cijena hrane u 2025. važno je, najviše zbog toga što dinamika cijena hrane ima važnu ulogu u percepciji inflacije i kratkoročnim inflacijskim očekivanjima potrošača. Pojedinci pažljivo prate kretanja cijena hrane jer često kupuju hranu, znatan dio proračuna troše na hranu i ograničene su mogućnosti zamjene. To znači da kupovina hrane može nerazmjerno utjecati na njihova uvjerenja o ukupnoj inflaciji.¹ Europska središnja banka (ESB) od 2022. u sklopu ankete o očekivanjima potrošača (CES) na poluredovitoj osnovi prikuplja iscrpne informacije o percepciji inflacije i inflacijskim očekivanjima u odnosu na najvažnije stavke potrošačke košarice. Analiza pokazuje da percepcija inflacije cijena hrane i očekivanja glede inflacije cijena hrane imaju relativno snažan utjecaj na percepciju ukupne inflacije i očekivanja na jednogodišnjoj osnovi (Grafikon A, panel a)). U dugoročnom razdoblju hrana nema tako veliku ulogu. Nadalje, gotovo dvije trećine ispitanika navelo je da cijene hrane utječu na njihova inflacijska očekivanja, u udjelu većem nego kada je riječ o bilo kojoj drugoj stavci košarice (Grafikon A, panel b)). Ti su ispitanici u većoj mjeri očekivali da će se inflacija u sljedećih 12 mjeseci zadržati iznad ESB-ove ciljane razine od 2 % nego preostala trećina ispitanika. Razumijevanje nedavne dinamike cijena hrane stoga je važno i za praćenje ukupne inflacije i za procjenu očekivanja potrošača.

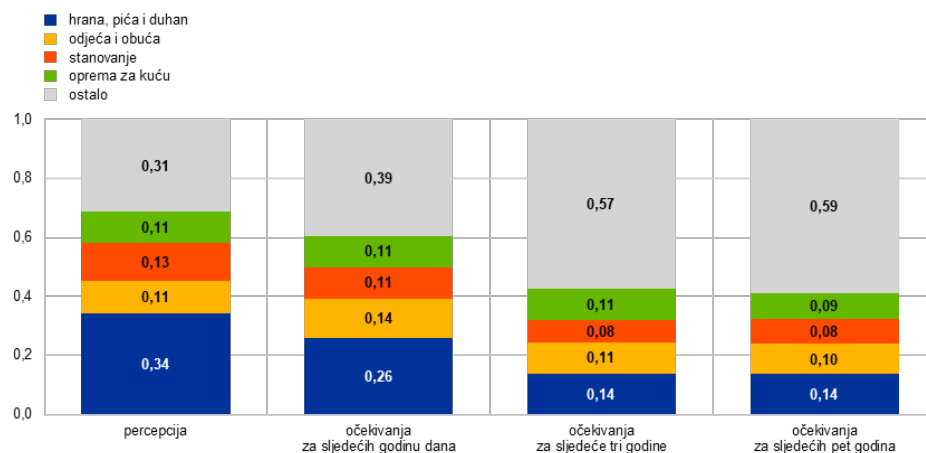
¹ Vidi D'Acunto *et al.* (2025.) i referencije koje se navode u tom istraživanju.

Grafikon A

Važnost cijena hrane za inflacijska očekivanja

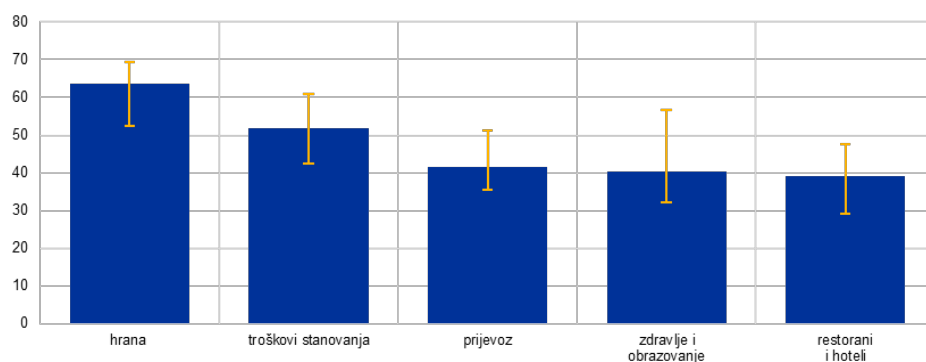
a) relativna važnost inflacije cijena hrane za percepciju inflacije i inflacijska očekivanja

(relativni ponderi)



b) pet najvažnijih pokretača inflacijskih očekivanja potrošača

(postotci, udio ispitanika u postotcima)



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

Napomene: Grafikon na panelu a) prikazuje relativne ponderi stavki potrošačke košarice na temelju dodatne eksplanatorne vrijednosti stavki u regresijama za percepciju inflacije (prvi stupac) i inflacijska očekivanja (uz uzimanje u obzir percepcije, preostali stupci) uz regresiju upotrebom samo fiksnih učinaka. Kategorija „ostalo“ uključuje doprinose stavki „zdravlje“, „prijevoz“, „komunikacija“, „rekreacija i kultura“, „obrazovanje“ te „restorani i hoteli“. Podatci iz ankete o očekivanjima potrošača odnose se na prosinac 2022., siječanj, srpanj i prosinac 2023., siječanj 2024. te svibanj i lipanj 2025. Panel b) prikazuje odgovore na sljedeće pitanje u anketi o očekivanjima potrošača: *Kada razmišljate o tome kako će se cijene u zemlji u kojoj trenutačno živite općenito promijeniti u sljedećih 12 mjeseci, koje od sljedećih stavki utječu na vaša očekivanja?* Žuti rasponi označuju minimalne i maksimalne udjele iskazane po državama. „Hrana“ se odnosi na hranu i pića, uključujući duhan.

Inflacija cijena hrane ostala je povišena ove godine, ali uglavnom samo zbog nekoliko stavki.²

Godišnja stopa inflacije cijena hrane mjerene HIPC-om u europodručju smanjila se na 2,4 % u studenome 2025., nakon što je u ožujku 2023. dosegla 15,5 %. U 2025. (od siječnja do studenoga) u prosjeku je iznosila 2,9 %, a od prosinca 2021. zadržava se iznad pretpandemijskoga dugoročnog prosjeka od 2,2 %. Među različitim komponentama inflacije cijena hrane mjerene HIPC-om, glavni pokretači iznadprosječne stope inflacije u 2025. jesu „kava, čaj i kakao“, „šećer, džem, med, čokolada i slatkiši“ (slatkiši) i „meso“. Posljednjih su mjeseci kava, čaj, kakao, slatkiši i meso činili više od 50 % godišnje stope inflacije cijena hrane, unatoč tome što je njihov ponder manji od 25 % u inflaciji cijena hrane

² Vidi i Bobeica, Koester i Nickel (2025.).

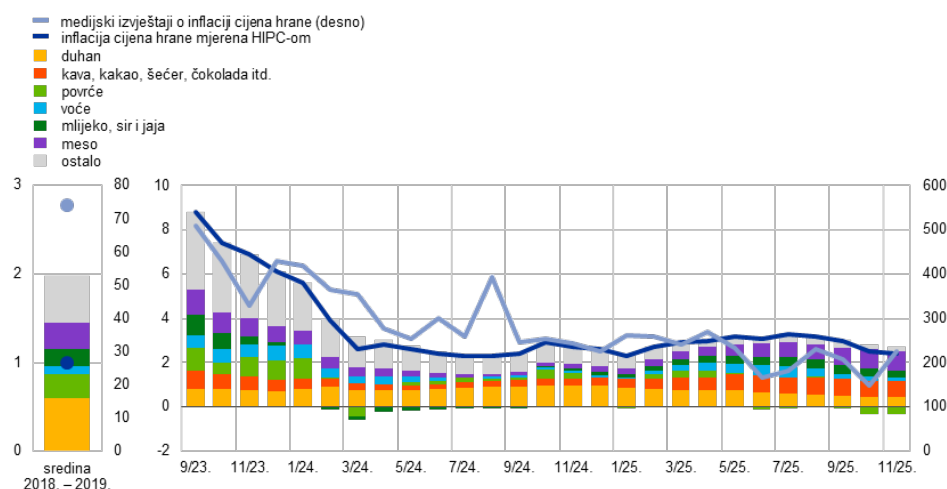
mjerenoj HIPC-om. Nasuprot tome, doprinosi preostalih stavki hrane uglavnom su se normalizirali nakon snažnog rasta inflacije 2022. i 2023. Pozornost koju mediji posvećuju inflaciji cijena hrane također se smanjila, iako je i nadalje veća od pozornosti koja se toj temi posvećivala u 2019. (Grafikon B, panel a)). U novije vrijeme mjesečne stope rasta upućuju na smanjivanje cjenovnih pritisaka kada je riječ o nekim stavkama, na primjer kavi, čaju, kakau i slatkišima (Grafikon B, panel b)), a godišnje stope počele su se približavati dugoročnom prosjeku.

Grafikon B

Inflacija cijena hrane mjerena HIPC-om

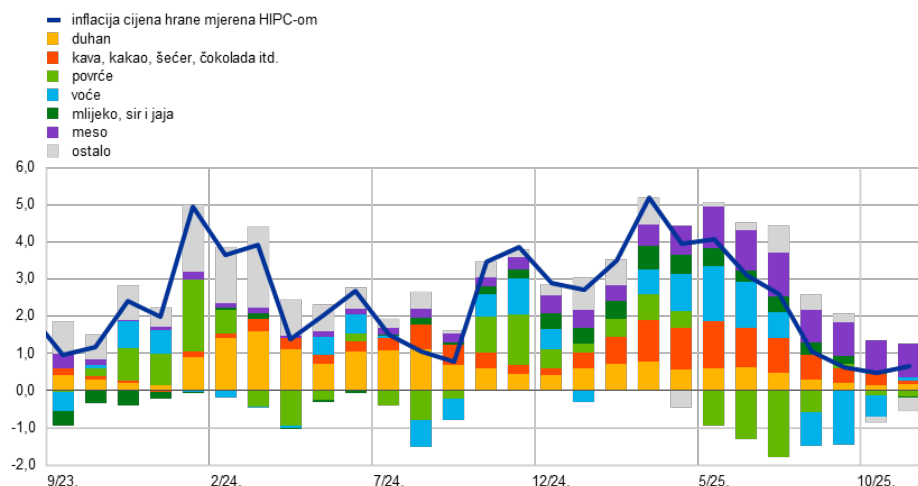
a) inflacija cijena hrane mjerena HIPC-om i medijska pozornost

(lijevo: godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima, desno: indeks)



b) kratkoročna dinamika cijena kada je riječ o inflaciji cijena hrane mjerenoj HIPC-om

(tromjesečni pomični prosjek anualiziranih mjesečnih promjena u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat, Factiva i izračun ESB-a

Napomene: Na temelju 15 kategorija COICOP-a (uglavnom na četveroznamenkastoj razini). Kategorija „ostalo“ uključuje stavke „kruh i žitarice“, „riba“, „ulja i masti“, „prehrambeni proizvodi, d. n.“, „mineralna voda, osvježavajuća pića, sokovi od voća i povrća“, „jaka alkoholna pića“, „vino“ i „pivo“. „Medijski izvještaji o inflaciji cijena hrane“ odnose se na mjesečni prosjek posuvremenjenoga temeljnog dnevnog indeksa kako se opisuje u Aarab *et al.* (2025.). Posljednji podatci odnose se na studeni 2025.

Cijene prehrambenih sirovina važni su pokretači nedavnih povećanja potrošačkih cijena hrane, što se može pripisati ekstremnim vremenskim

događajima i drugim strukturnim činiteljima. Cijene kakaa i kave dosegnule su nove najviše razine početkom 2025. i više su se nego udvostručile od siječnja 2024. (Grafikon C, panel a)). Iako su se cijene kakaa i kave malo smanjile nakon što su dosegnule najvišu razinu, prošla povećanja prenijela su se na potrošačke cijene hrane sa zakašnjenjem. Ta se povećanja mogu djelomično pripisati ekstremnim vremenskim uvjetima (Kotz *et al.*, 2025.). Slično tome, nalazi nedavnih kontakata ESB-a s nefinancijskim društvima pokazuju da na kretanja cijena hrane također utječu klimatske promjene (Kuik *et al.*, 2025.). Na primjer, procjenjujemo da bi toplinski val u ljeto 2025. mogao prouzročiti porast cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda u europodručju u rasponu od 0,4 do 0,7 postotnih bodova nakon godine dana.³ S druge strane, cijene mesa (osobito govedine) u Europi pod utjecajem su kontinuiranoga strukturnog smanjivanja ponude i snažne potražnje.⁴ Stoga su cijene mesa na poljoprivrednim gospodarstvima u Europi dosegnule najvišu razinu u lipnju 2025. (17 % više od cijena zabilježenih u siječnju 2024.), a nakon toga malo su se smanjile.

³ Na temelju posuvremenjene analize objavljene u Kotz *et al.* (2024.)

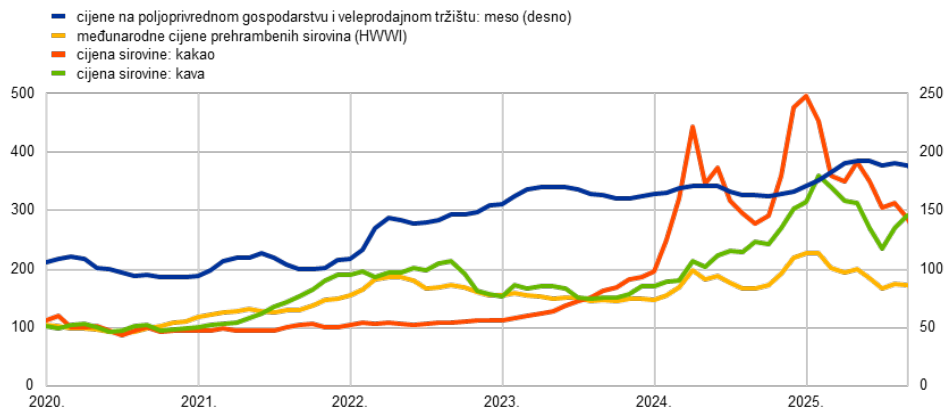
⁴ Za više pojedinosti vidi [informativni članak Europske komisije o tržištu mesa](#).

Grafikon C

Pokretači inflacije cijena hrane mjerene HIPC-om

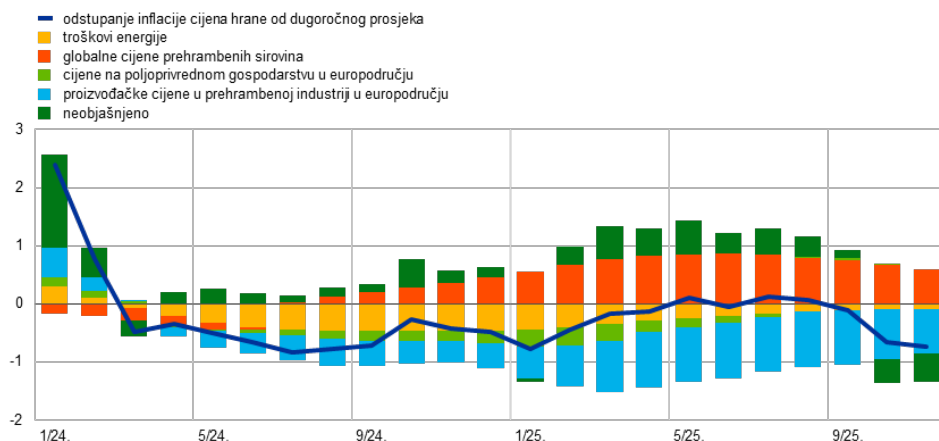
a) kretanja cijena prehrambenih sirovina

(indeksi, 2020. = 100)



b) raščlamba inflacije cijena hrane mjerene HIPC-om zasnovana na modelu

(doprinosi u postotnim bodovima odstupanjima od dugoročnih prosjeka)



Izvori: Eurostat, Europska komisija, HWWI i izračun ESB-a

Napomene: Na panelu a) posljednji podatci odnose se na studeni 2025. Grafikon na panelu b) prikazuje raščlambu pokretača odstupanja inflacije cijena hrane u europodručju od dugoročnog prosjeka (i početnog stanja) koja se zasniva na bajesovskoj vektorskoj autoregresiji primjenom ESB-ova [alata BEAR](#). Utvrđivanje pokretača slijedi Choleskijevu raščlambu koja se opisuje u Ferrucci *et al.* (2012.), a koja nalaže sljedeći redoslijed inovacija: globalne cijene prehrambenih sirovina (u eurima, iz HWWI-ja), proizvođačke cijene energije u europodručju, cijene na poljoprivrednom gospodarstvu u europodručju, proizvođačke cijene u sektoru hrane i potrošačke cijene. Taj je redoslijed u skladu s pretpostavkom o cjenovnom lancu. Uzorak je procjene razdoblje od prosinca 1996. do studenoga 2025.

Raščlamba inflacije cijena hrane na njezine pokretače zasnovana na modelu također pokazuje da cijene sirovina u novije vrijeme imaju važnu ulogu (Grafikon C, panel b)).⁵ Raščlamba upućuje na smanjivanje troškovnih pritisaka

posljednjih mjeseci zbog malo manjih doprinosa međunarodnih cijena sirovina i manjeg (sada negativnog) doprinosa komponente „neobjašnjeno”, što može biti povezano s prijenosom proteklog rasta plaća u maloprodajnom sektoru.⁶ Na primjer, najnoviji podatci o sektorskoj naknadi po zaposlenom pokazuju da je rast plaća u sektoru trgovine, prijevoza i djelatnosti pružanja smještaja (što obuhvaća

⁵ Za više pojedinosti o raščlambi zasnovanoj na modelu vidi Kuik *et al.* (2024.).

⁶ Napominjemo da se u modelu implicitno razmatraju plaće u proizvođačkom sektoru preko proizvođačkih cijena.

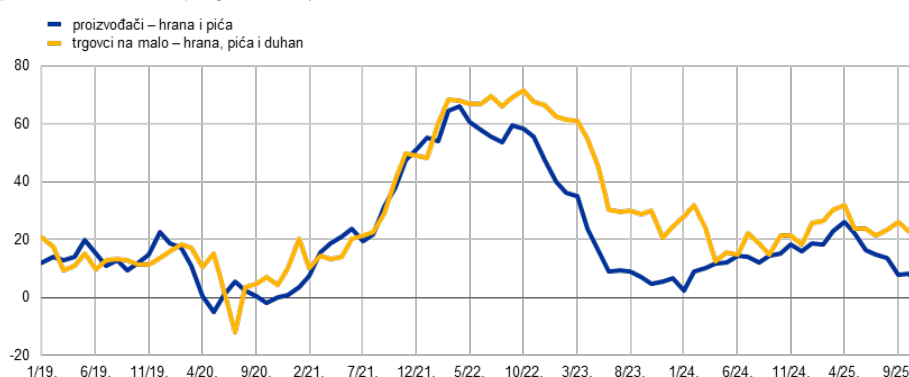
maloprodajni sektor hrane) ostao povišen u prvoj polovini 2025. i da se nalazio na razini višoj od pretpandemijskog prosjeka.

Što se tiče sljedećeg razdoblja, očekuje se da će se inflacija cijena hrane nastaviti smanjivati, čemu će u kratkoročnom razdoblju pridonijeti i smanjivanje očekivanja povezanih s prodajnim cijenama. U [makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2025.](#) predviđa se da će se inflacija cijena hrane smanjivati u kratkoročnom razdoblju i iznositi 2,1 % u trećem tromjesečju 2026. te da će ostati na umjerenim razinama u ostatku projekcijskog razdoblja. U vrlo kratkoročnom razdoblju to potvrđuju proizvođači hrane i pića u anketi poduzeća koju provodi Europska komisija, a čija su se očekivanja glede prodajnih cijena u sljedeća tri mjeseca smanjivala od travnja, i to na razinu ispod dugoročnog prosjeka u razdoblju od 1999. do 2019. (Grafikon D). Nasuprot tome, očekivanja povezana s prodajnim cijenama trgovaca na malo u sektoru hrane, pića i duhana manje su se smanjila i ostala su iznad dugoročnog prosjeka, što bi djelomično moglo odražavati i nadalje intenzivan rast plaća u tom sektoru.

Grafikon D

Očekivanja povezana s prodajnim cijenama proizvođača hrane i trgovaca na malo – sljedeća tri mjeseca

(postotni bodovi, sezonski prilagođeni iznosi)



Izvor: Europska komisija

Napomene: Iznosi su izračunati kao razlika između postotka ispitanika koji su dali pozitivan odgovor i postotka ispitanika koji su dali negativan odgovor. Posljednji podatci odnose se na studeni 2025.

Izvori

Aarab, I., Bańbura, M., Bobeica, E. i Leguay, E. (2025.), „[Praćenje pozornosti dane inflaciji u medijskim objavama](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB.

Bobeica, E., Koester, G. i Nickel, C. (2025.), „[When groceries bite: the role of food prices for inflation in the euro area](#)”, *ESB-ov blog*, ESB, 25. rujna.

D’Acunto, F., De Fiore, F., Sandri, D. i Weber, M. (2025.), „[A global survey of household perceptions and expectations](#)”, *BIS Quarterly Review*, rujan 2025.

- Ferrucci, G., Jiménez-Rodríguez, R. i Onorante, L. (2012.), „[Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-Linearities and the Role of the Common Agricultural Policy](#)”, *International Journal of Central Banking*, sv. 8, ožujak 2012., str. 179. – 218.
- Kotz, M., Donat, M. G., Lancaster, T., Parker, M., Smith, P., Taylor, A. i Vetter, S. H. (2025.), „[Climate extremes, food price spikes, and their wider societal risks](#)”, *Environmental Research Letters*, sv. 20, br. 8.
- Kotz, M., Kuik, F., Lis, E. i Nickel, C. (2024.), „[Global warming and heat extremes to enhance inflationary pressures](#)”, *Nature Communications Earth & Environment*, sv. 5, br. 115.
- Kuik, F., Lis, E. M., Paredes, J. i Rubene, I. (2024.), „[Što je utjecalo na inflaciju cijena hrane u europodručju u protekle dvije godine?](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 2, ESB.
- Kuik, F., Morris, R., Roma, M. i Slavík, M. (2025.), „[Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 7, ESB.

8. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 30. srpnja do 4. studenoga 2025.

Kristian Tötterman i Samuel Bieber

U ovom se okviru opisuju likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike Eurosustava tijekom petog i šestog razdoblja održavanja pričuva u 2025. Ta su dva razdoblja zajedno trajala od 30. srpnja do 4. studenoga 2025. („promatrano razdoblje”).

Višak likvidnosti u bankovnom sustavu europodručja nastavio se postupno smanjivati. Puštanje likvidnosti smanjilo se tijekom promatranog razdoblja, ponajprije 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.

Analiza likvidnosti autonomnih činitelja

Od ovog broja Ekonomskog biltena uvedena je neznatna promjena u načinu na koji se stavke iz bilance Eurosustava kategoriziraju u ovom okviru. Time se nastoji poboljšati razumijevanje činitelja koji potiču promjene u autonomnim činiteljima i njihova utjecaja na likvidnost. Za potrebe analize likvidnosnih uvjeta Eurosustava autonomni činitelji kategorizirani su kako slijedi: (1) neto imovina nominirana u eurima, (2) neto inozemna imovina, (3) državni depoziti, (4) novčanice i (5) ostali autonomni činitelji (neto). Prva se dva činitelja odnose na puštanje likvidnosti u neto iznosu, a preostala se tri činitelja odnose na povlačenje likvidnosti u neto iznosu. Raspoređivanje bilančnih stavki u te skupine sada je neznatno promijenjeno. Prvo, računi revalorizacije za držanja koja nisu u eurima, a koji su prije bili kategorizirani kao ostali autonomni činitelji (neto), uključeni su u kategoriju neto inozemne imovine, što je uglavnom minimalan utjecaj promjena u toj kategoriji na likvidnost učinilo transparentnijim. Drugo, neto imovina nominirana u eurima sada obuhvaća sve glavne aktivnosti primanja depozita i ulaganja koje su nominirane u eurima i koje se ne odnose na operacije monetarne politike. Prije su samo neke od tih aktivnosti bile raspoređene u ovu kategoriju, dok su preostale stavke bile raspoređene u ostale autonomne činitelje (neto). Treće, preostala kategorija ostalih autonomnih činitelja (neto) sada obuhvaća znatno manje bilančnih stavki, kao što su kapital, pričuve i rezervacije Eurosustava. Povijesne serije podataka, koje odražavaju revidiranu raščlambu, dostupne su u [tablici o likvidnosti](#) na ESB-ovu portalu za podatke.

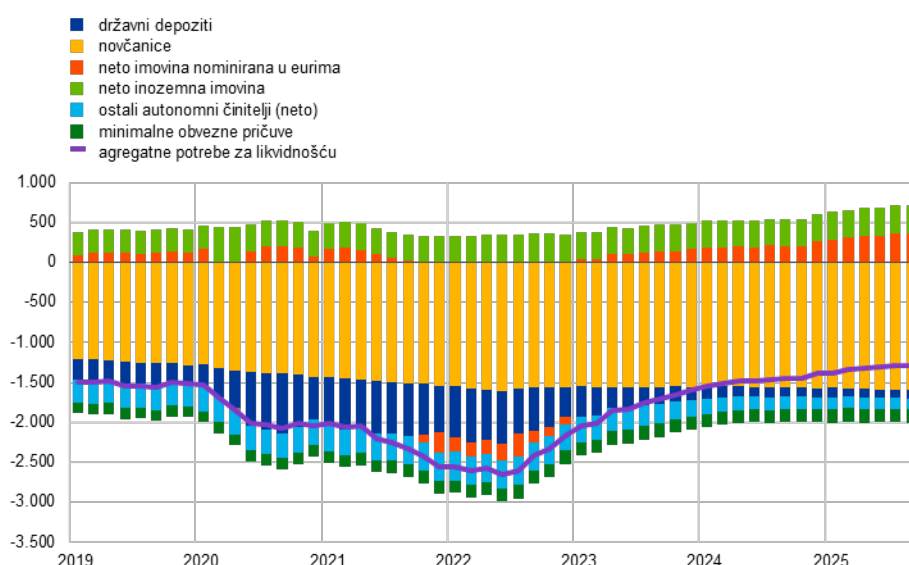
Potrebe za likvidnošću

Prosječne dnevne potrebe za likvidnošću bankovnog sustava, definirane kao zbroj neto autonomnih činitelja i obveznih pričuva, smanjile su se za 30 mlrd. EUR na 1.288 mlrd. EUR u promatranom razdoblju (Grafikon A). To je smanjenje bilo potaknuto povećanjem autonomnih činitelja puštanja likvidnosti i neznatnim smanjenjem autonomnih činitelja povlačenja likvidnosti. Minimalne obvezne pričuve ostale su nepromijenjene i iznosile su 168 mlrd. EUR te nisu utjecale na ukupne potrebe za likvidnošću (Tablica A).

Grafikon A

Promjene agregatnih potreba za likvidnošću

(bil. EUR)



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na šesto razdoblje održavanja u 2025.

Autonomni činitelji puštanja likvidnosti povećali su se za 28 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, uglavnom zbog povećanja neto imovine nominirane u eurima za 25 mlrd. EUR. Tom ukupnom povećanju najviše je pridonio nastavak pada depozita koji su nominirani u eurima i koji se ne odnose na operacije monetarne politike. Ulaganja koja su nominirana u eurima i koja se ne odnose na operacije monetarne politike blago su porasla, što je također pridonijelo porastu neto imovine nominirane u eurima. Istodobno se neto inozemna imovina neznatno povećala, za 3 mlrd. EUR, što je imalo tek minimalan utjecaj na ukupne likvidnosne uvjete.

Autonomni činitelji povlačenja likvidnosti smanjili su se za 3 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, uglavnom zbog smanjenja ostalih autonomnih činitelja. Neto ostali autonomni činitelji bili su u prosjeku niži za 18 mlrd. EUR, što je uglavnom bilo posljedica smanjenja na strani obveza. Državni depoziti blago su se povećali, za 6 mlrd. EUR, odnosno na 110 mlrd. EUR, zbog većeg izdavanja državnih vrijednosnih papira u jesen pa stoga i većih zaštitnih slojeva gotovine koje

drže nacionalne riznice. U promatranom se razdoblju prosječna vrijednost novčanica u optjecaju povećala samo za 8 mlrd. EUR, odnosno na 1.591 mlrd. EUR.

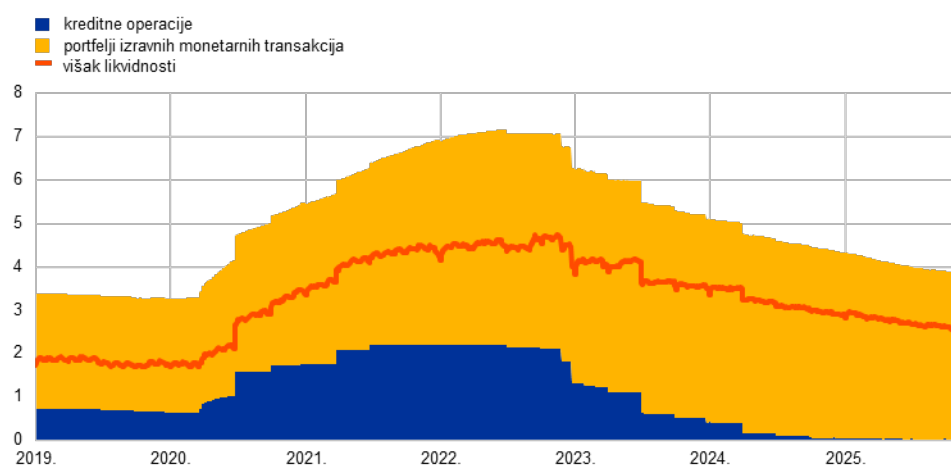
Likvidnost osigurana instrumentima monetarne politike

Prosječan iznos likvidnosti osigurane instrumentima monetarne politike smanjio se za 127 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 3.901 mlrd. EUR (Grafikon B). To je smanjenje ponude likvidnosti uglavnom bilo posljedica smanjenja portfelja izravnih monetarnih transakcija Eurosustava.

Grafikon B

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

(bil. EUR)



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na šesto razdoblje održavanja u 2025.

Prosječan iznos likvidnosti osigurane portfeljima izravnih monetarnih transakcija smanjio se za 125 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 3.881 mlrd. EUR. Do tog je smanjenja došlo zbog dospijea vrijednosnih papira u sklopu APP-a i PEPP-a te prestanka njihova reinvestiranja.

Prosječan iznos likvidnosti osigurane kreditnim operacijama smanjio se za 3 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 21 mlrd. EUR.

Prosječni nepodmireni iznosi u sklopu glavnih operacija refinanciranja (MRO) i tromjesečnih operacija dugoročnijeg refinanciranja (LTRO) smanjili su se približno za 1 mlrd. EUR i 2 mlrd. EUR. Slabije sudjelovanje banaka u tim redovitim operacijama upućuje na njihove dostatne likvidnosne pozicije i dostupnost alternativnih izvora financiranja po atraktivnim tržišnim stopama i dospeljima.

Višak likvidnosti

Višak likvidnosti bio je niži za 97 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja i iznosio je 2.614 mlrd. EUR (Grafikon B). 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 pokrića minimalnih pričuva. Nakon što je dosegnuo najvišu razinu od 4.748 mlrd. EUR u studenome 2022., višak likvidnosti postojano se smanjuje.

Kretanja kamatnih stopa

Upravno vijeće zadržalo je tri ključne kamatne stope ESB-a nepromijenjenima tijekom promatranog razdoblja, uključujući stopu na novčani depozit kojom usmjerava stajalište monetarne politike. Kamatne stope za novčani depozit, glavne operacije refinanciranja i mogućnost posudbe na kraju dana ostale su nepromijenjene i iznosile su 2,00 %, 2,15 % i 2,40 % (Tablica B).

Prosječna eurska kratkoročna kamatna stopa (€STR) neznatno se povećala tijekom promatranog razdoblja, pri čemu je zadržala negativnu razliku u odnosu na kamatnu stopu na novčani depozit. €STR je bio prosječno za 7,5 baznih bodova niži od kamatne stope na novčani depozit tijekom promatranog razdoblja, a ta se razlika postupno smanjivala u usporedbi sa 7,9 baznih bodova u trećem i četvrtom razdoblju održavanja u 2025.

Prosječna repo stopa europodručja, mjerena indeksom RepoFunds Rate Euro, ostala je bliže kamatnoj stopi na novčani depozit nego €STR-u. Repo stopa bila je prosječno jednaka kamatnoj stopi na novčani depozit tijekom promatranog razdoblja, kao što je bilo i u trećem i u četvrtom razdoblju održavanja u 2025.

Tablica A

Likvidnosni uvjeti u Eurosustavu

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 30. srpnja – 4. studenoga 2025.						prethodno promatrano razdoblje: 23. travnja – 29. srpnja 2025.	
	peto i šesto razdoblje održavanja		peto razdoblje održavanja: 30. srpnja – 16. rujna 2025.		šesto razdoblje održavanja: 17. rujna – 4. studenoga 2025.		treće i četvrto razdoblje održavanja	
činitelji puštanja likvidnosti								
autonomni činitelji	713	(+28)	711	(+24)	715	(+4)	685	(+43)
– neto inozemna imovina	356	(+3)	354	(+0)	358	(+5)	353	(+6)
– neto imovina nominirana u eurima	357	(+25)	358	(+24)	357	(–1)	332	(+37)
operacije monetarne politike	3.901	(–127)	3.931	(–57)	3.871	(–60)	4.028	(–156)
– MRO	9	(–1)	8	(–0)	10	(+2)	10	(+0)
– LTRO	12	(–2)	12	(–1)	11	(–1)	13	(–3)
– portfelji izravnih monetarnih transakcija	3.881	(–125)	3.911	(–56)	3.850	(–61)	4.005	(–154)
– ostalo puštanje likvidnosti	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
činitelji povlačenja likvidnosti								
autonomni činitelji	1.844	(–3)	1.838	(–7)	1.850	(+12)	1.847	(+6)
– novčanice u optjecaju	1.591	(+8)	1.593	(+5)	1.590	(–2)	1.583	(+14)
– državni depoziti	110	(+6)	104	(+1)	116	(+11)	104	(–5)
– ostali autonomni činitelji (neto)	143	(–18)	141	(–13)	144	(+3)	161	(–2)
operacije monetarne politike								
– ostalo povlačenje likvidnosti	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
likvidnost i stalno raspoložive mogućnosti								
– tekući računi kreditnih institucija	174	(+1)	173	(+1)	175	(+1)	172	(+0)
– minimalne obvezne pričuve ¹⁾	168	(+1)	168	(+1)	168	(–0)	167	(+0)
– mogućnost posudbe na kraju dana	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(–0)
– novčani depozit	2.608	(–98)	2.643	(–28)	2.573	(–70)	2.705	(–120)
– višak likvidnosti ²⁾	2.614	(–97)	2.648	(–28)	2.579	(–69)	2.711	(–120)
ostale informacije zasnovane na likvidnosti								
– agregatne potrebe za likvidnošću ³⁾	1.288	(–30)	1.283	(–30)	1.292	(+8)	1.318	(–36)
– neto autonomni činitelji ⁴⁾	1.120	(–31)	1.116	(–31)	1.124	(+8)	1.151	(–37)

Izvor: ESB

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

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

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

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

4) Izračunato kao razlika između autonomnih činitelja likvidnosti na strani obveza i autonomnih činitelja likvidnosti na strani imovine

Tablica B

Kretanja kamatnih stopa

(prosjeci, postotci i postotni bodovi)

	sadašnje promatrano razdoblje: 30. srpnja – 4. studenoga 2025.				prethodno promatrano razdoblje: 23. travnja – 29. srpnja 2025.			
	peto razdoblje održavanja: 30. srpnja – 16. rujna 2025.		šesto razdoblje održavanja: 17. rujna – 4. studenoga 2025.		treće razdoblje održavanja: 23. travnja – 10. lipnja 2025.		četvrto razdoblje održavanja: 11. lipnja – 29. srpnja 2025.	
MRO	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,40	(–0,25)	2,15	(–0,25)
moгуćnost posudbe na kraju dana	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,65	(–0,25)	2,40	(–0,25)
novčani depozit	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,25	(–0,25)	2,00	(–0,25)
€STR	1,92	(+0,00)	1,93	(+0,00)	2,17	(–0,25)	1,92	(–0,25)
RepoFunds Rate Euro	1,99	(–0,01)	2,00	(+0,00)	2,25	(–0,24)	2,00	(–0,24)

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.

© **Europska središnja banka, 2026.**

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 17. prosinca 2025.

PDF

ISSN 2363-3603, QB-01-25-081-HR-N