



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

Ekonomski bilten

Broj 2/2026.



Sadržaj

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja	2
Pregled	2
1. Vanjsko okružje	8
2. Gospodarska aktivnost	15
3. Cijene i troškovi	23
4. Kretanja na financijskim tržištima	31
5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja	36
6. Fiskalna kretanja	41
Okviri	44
1. Tko snosi troškove povećanja američkih carina?	44
2. Oslobađanje trgovinskog potencijala: koristi od unaprjeđenja prekograničnih plaćanja	49
3. Nelinearnosti cijena nafte: koji su uvjeti važni?	55
4. Kako neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama utječe na aktivnost u europodručju?	62
5. Od fizičkog do digitalnog: procjena digitalnih ulaganja u europodručju	67
6. Uvođenje umjetne inteligencije i ulaganja u nju: odgovori poduzeća u europodručju u sklopu SAFE-a	73
7. Financijske i makroekonomske posljedice porasta vrlo dugoročnih prinosa	79
8. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 5. studenoga 2025. do 10. veljače 2026.	86

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja

Pregled

Na sastanku održanom 19. ožujka 2026. 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. Izgledi su znatno neizvjesniji zbog rata na Bliskom istoku, iz kojeg proizlaze pozitivni rizici za inflaciju i negativni rizici za gospodarski rast. Rat će zbog viših cijena energije znatno utjecati na kratkoročnu inflaciju. Njegove će srednjoročne posljedice ovisiti o intenzivnosti i trajanju sukoba te utjecaju cijena energije na potrošačke cijene i gospodarstvo.

Upravno vijeće u dobrom je položaju da prebrodi tu neizvjesnost. Inflacija se kreće oko ciljne razine od 2 %, dugoročnija inflacijska očekivanja čvrsto su usidrena i gospodarstvo se pokazalo otpornim u posljednjim tromjesečjima. Informacije koje Upravno vijeće dobije u sljedećem razdoblju pomoći će mu da procijeni utjecaj rata na inflacijske izgleda i s njima povezane rizike. Upravno vijeće pomno prati situaciju i njegov će mu pristup koji se zasniva na podatcima pomoći u oblikovanju odgovarajuće monetarne politike.

Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2026. iznimno sadržavaju informacije do 11. ožujka, što je kasniji krajnji datum od uobičajenoga. U osnovnom scenariju ukupna inflacija prosječno iznosi 2,6 % u 2026., 2,0 % u 2027. i 2,1 % u 2028. Inflacija je revidirana naviše u odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz prosinca 2025., i to posebno za 2026., zato što će cijene energije biti više zbog rata na Bliskom istoku. U vezi s inflacijom bez energije i hrane stručnjaci predviđaju prosječnu stopu od 2,3 % u 2026., 2,2 % u 2027. i 2,1 % u 2028. Ta je predviđena putanja također viša od one u projekcijama iz prosinca 2025., uglavnom zbog utjecaja viših cijena energije na inflaciju bez energije i hrane. Stručnjaci očekuju prosječnu stopu gospodarskog rasta od 0,9 % u 2026., 1,3 % u 2027. i 1,4 % u 2028. Riječ je o reviziji naniže, posebno za 2026., zbog globalnog utjecaja rata na tržišta sirovina, realne dohotke i povjerenje. Istodobno bi rast i nadalje trebali podupirati niska nezaposlenost, stabilne bilance privatnog sektora te javna potrošnja na obranu i infrastrukturu.

U skladu s opredjeljenjem Upravnog vijeća u sklopu strategije monetarne politike da će se rizici i neizvjesnost uzimati u obzir pri odlučivanju, stručnjaci su procijenili i to na koji bi način rat na Bliskom istoku mogao utjecati na gospodarski rast i inflaciju u određenim alternativnim ilustrativnim scenarijima, koji su uključeni u projekcije iz ožujka 2026. objavljene na mrežnim stranicama ESB-a. Analiza scenarija upućuje na zaključak da bi u slučaju dugotrajnog poremećaja opskrbe naftom i plinom inflacija bila viša od osnovnih projekcija, a rast niži. Posljedice za srednjoročnu inflaciju bitno

ovise o opsegu neizravnih učinaka i drugoga kruga učinaka jačeg i dugotrajnijeg šoka cijena energije.

Pri određivanju odgovarajućeg stajališta monetarne politike Upravno vijeće na svakom će sastanku primjenjivati pristup koji se zasniva na podatcima. Naime, njegove će odluke o kamatnim stopama ovisiti 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

U četvrtom tromjesečju 2025. gospodarska aktivnost porasla je za 0,2 % potaknuta jačom domaćom potražnjom. Povećala se potrošnja kućanstava jer su porasli realni dohodci, a nezaposlenost je ostala blizu dosad najniže razine. Povećala se gradnja i obnova stambenih objekata. Poduzeća su više ulagala, i to posebno na područjima kao što su istraživanje i razvoj, softver i baze podataka. Za razliku od prethodna dva tromjesečja neto izvoz više nije nepovoljno utjecao na rast, kojemu su u prvom redu pridonosile usluge.

Stručnjaci ESB-a i nadalje predviđaju da će osobna potrošnja biti glavni pokretač rasta u srednjoročnom razdoblju. Zbog veće državne potrošnje na obranu i infrastrukturu te većeg ulaganja poduzeća u nove digitalne tehnologije trebao bi se nastaviti i rast ulaganja. Vanjsko okružje i nadalje je nepovoljno, među ostalim, u svjetlu kolebljivih globalnih trgovinskih politika.

Rat na Bliskom istoku izaziva poremećaje na tržištima sirovina i nepovoljno utječe na realne dohotke i povjerenje. Stoga su potrošnja i ulaganje revidirani naniže u osnovnim projekcijama stručnjaka, i to posebice za 2026. U osnovnim se projekcijama predviđa godišnja stopa rasta realnog BDP-a od 0,9 % u 2026., 1,3 % u 2027. i 1,4 % u 2028. U odnosu na projekcije iz prosinca 2025. rast realnog BDP-a revidiran je naniže za 0,3 postotna boda za 2026. i za 0,1 postotni bod za 2027. zbog eskalacije rata na Bliskom istoku te je ostao nepromijenjen za 2028. Taj bi učinak bio još izraženiji u alternativnim scenarijima koji uključuju snažniji i dugotrajniji šok cijena energije.

Osnovne projekcije stručnjaka ESB-a temelje se na kretanjima terminskih cijena energenata na krajnji datum 11. ožujka 2026. U skladu s tim pretpostavkama u osnovnim projekcijama predviđa se povećanje inflacije, koje će nepovoljno utjecati na kupovnu moć i osobnu potrošnju te tako i na rast BDP-a, osobito u kratkoročnom razdoblju. Pod pretpostavkom relativno brzog smanjenja cijena energije, koja je ugrađena u cijene na terminskim energetskim tržištima, i neizvjesnosti, očekuje se da će to usporavanje biti privremeno. U srednjoročnom bi razdoblju glavni pokretač rasta u europodručju trebala i nadalje biti domaća potrošnja, poduprta otpornim tržištem rada i državnom potražnjom na infrastrukturu i obranu, posebno u Njemačkoj. Kada je riječ o inozemnim činiteljima, iako se očekuje da će se rast izvoza povećati zbog sve veće inozemne potražnje, vjerojatno će se kontinuirano smanjivati udio europodručja na svjetskom tržištu zbog dugotrajnih problema

povezanih s konkurentnošću, od kojih su neki strukturne naravi, i bez obzira na to što su carine na izvoz u Sjedinjene Američke Države malo niže nego u vrijeme dovršetka projekcija iz prosinca 2025.

Upravno je vijeće istaknulo potrebu za žurnim jačanjem gospodarstva europodručja uz istodobno održavanje snažnih javnih financija. Eventualni fiskalni odgovor na šok cijena energije trebao bi biti privremen, ciljan i prilagođen. Trenutačna energetska kriza potvrđuje nužnost daljnjeg smanjivanja ovisnosti o fosilnim gorivima. Dovršetak unije za štednju i ulaganja ključan je za financiranje inovacija te potporu zelenoj i digitalnoj tranziciji. Digitalni euro i tokenizirani centralnobankarski novac za velika plaćanja pridonijet će strateškoj autonomiji, konkurentnosti i financijskoj integraciji Europe te potaknuti inovacije u plaćanjima. Stoga je bitno brzo donijeti Uredbu o uvođenju digitalnog eura. Pojednostavnjenje i usklađivanje propisa na jedinstvenom tržištu EU-a pridonijet će bržem rastu europskih poduzeća.

Inflacija

Godišnja inflacija u europodručju mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) porasla je s 1,7 % u siječnju na 1,9 % u veljači. U odnosu na veljaču 2025. cijene energije bile su niže za 3,1 %, nakon što su u siječnju 2026. bile niže za 4,0 %. Inflacija cijena hrane smanjila se na 2,5 %. Nasuprot tomu, inflacija bez energije i hrane povećala se s 2,2 % u siječnju na 2,4 % u veljači. Povećanje je posljedica porasta inflacije cijena dobara s 0,4 % na 0,7 % i inflacije cijena usluga s 3,2 % na 3,4 %.

Pokazatelji temeljne inflacije uglavnom se nisu mijenjali proteklih mjeseci te su i nadalje u skladu sa srednjoročnim ciljem Upravnog vijeća od 2 %. U četvrtom se tromjesečju 2025. nastavio oporavak dobiti poduzeća, a jedinični troškovi rada porasli su po sličnoj stopi kao u prethodnom tromjesečju. Rast naknade po zaposlenom usporio se na 3,7 % s 4,0 % u trećem tromjesečju. Rast dogovorenih plaća i prospektivni pokazatelji, kao što su ESB-ov alat za praćenje plaća i rezultati ankete o očekivanjima u vezi s plaćama, upućuju na daljnje slabljenje pritiska troškova rada tijekom 2026., koje bi trebalo pridonijeti povratku inflacije na ciljnu razinu.

Povećanje cijena energije izazvano ratom na Bliskom istoku prouzročit će rast inflacije na razine više od 2 % u kratkoročnom razdoblju. Predviđa se da će inflacija u drugom tromjesečju 2026. naglo porasti na 3,1 % potaknuta naglim rastom inflacije cijena energije zbog rata te da će se zatim u trećem tromjesečju smanjiti na 2,8 % nakon smanjenja cijena energenata ugrađenih u termiske cijene. U osnovnim se projekcijama predviđa da će inflacija cijena energije postati negativna u 2027. uglavnom zbog negativnih baznih učinaka te se znatno povećati u 2028. zbog provedbe sustava EU-a za trgovanje emisijama 2 (ETS2), čiji bi pozitivni utjecaj na ukupnu inflaciju trebao iznositi 0,2 postotna boda. Predviđa se da će inflacija cijena hrane prvo rasti od kraja 2026. kako se troškovni pritisci koji proizlaze iz naglog porasta cijena energije budu prenosili na potrošačke cijene hrane te da će se potom smanjiti u 2028. Inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane trebala bi se smanjiti

s 2,4 % u 2025. na 2,1 % u 2028. Iako na inflaciju mjerenu HIPC-om bez energije i hrane utječu i troškovni pritisci koji proizlaze iz viših cijena energije, smatra se da njih donekle neutraliziraju slabljenje pritiska troškova rada, prethodna aprecijacija eura i prodor uvoza iz Kine. Općenito gledano, u osnovnim projekcijama predviđa se da će se inflacija mjerena HIPC-om povećati s 2,1 % u 2025. na 2,6 % u 2026. te da će se potom smanjiti na 2,0 % u 2027. i porasti na 2,1 % u 2028. Rast plaća smanjivat će se u sljedećim godinama, iako sporije nego što je predviđeno u prethodnim projekcijama zbog određenih učinaka naknada za inflaciju povezanih sa šokom cijena energije. U odnosu na projekcije iz prosinca 2025. izgledi za ukupnu inflaciju mjerenu HIPC-om revidirani su naviše za 0,7 postotnih bodova za 2026. uglavnom zbog komponente energije. Revidirani su naviše za 0,2 postotna boda za 2027. i za 0,1 postotni bod za 2028. jer se troškovni pritisci koji proizlaze iz viših cijena energije prenose na inflaciju mjerenu HIPC-om bez energije i hrane te na komponente hrane. Komponenta energije revidirana je malo naniže. Revizija inflacije naviše bila bi još izraženija u alternativnim scenarijima koji uključuju snažniji i dugotrajan šok cijena energije.

Potraju li više cijene energije, povezani neizravni učinci i drugi krug učinaka mogli bi prouzročiti šire povećanje inflacije, što zahtijeva pomno praćenje. Iako su zasad kratkoročnija inflacijska očekivanja na financijskim tržištima znatno viša, većina mjera dugoročnih inflacijskih očekivanja na razinama je od oko 2 %, što podupire stabilizaciju inflacije na razinama oko cilja Upravnog vijeća.

Procjena rizika

Rizici za izgleda za rast pretežno su negativni, posebno u kratkoročnom razdoblju. Osim kolebljivih globalnih politika među negativnim rizicima za gospodarstvo europodručja jest i rat na Bliskom istoku. Dugotrajni rat mogao bi prouzročiti veći i dulji porast cijena energije u odnosu na sadašnja očekivanja te imati nepovoljan učinak na povjerenje. Ti bi činitelji pridonijeli smanjenju dohodaka te smanjenju sklonosti poduzeća i kućanstava ulaganju i potrošnji. Dodatni nepovoljni utjecaj na potražnju moglo bi imati i pogoršanje raspoloženja na globalnim financijskim tržištima. Dodatne napetosti u međunarodnoj trgovini mogle bi poremetiti opskrbe lance, smanjiti izvoz te oslabjeti potrošnju i ulaganje. Druge geopolitičke napetosti, posebno neopravdani rat koji Rusija vodi protiv Ukrajine, i nadalje su važan izvor neizvjesnosti. Nasuprot tomu, rast bi mogao biti veći ako, u odnosu na sadašnja očekivanja, gospodarske posljedice rata na Bliskom istoku potraju kraće. Nadalje, rast bi mogao biti veći od očekivanoga zbog planirane potrošnje na obranu i infrastrukturu te reforma kojima se potiče produktivnost i uvođenja novih tehnologija u poduzećima europodručja. Rast bi mogao nadmašiti sadašnja očekivanja i zahvaljujući novim trgovinskim sporazumima i dubljoj integraciji jedinstvenog tržišta.

Rizici za inflacijske izgleda pretežno su pozitivni, posebno u kratkoročnom razdoblju. Dugotrajni rat na Bliskom istoku mogao bi dovesti do većeg i dugotrajnijeg porasta cijena energije u odnosu na sadašnja očekivanja, što bi pridonijelo dodatnom povećanju inflacije u europodručju. Taj bi utjecaj mogao biti jači i dulje potrajati ako se zato povećaju inflacijska očekivanja i rast plaća, ako se porast cijena energije

prelije na inflaciju bez cijena energije u većoj mjeri nego što se pretpostavlja u osnovnom scenariju ili rat izazove šire poremećaje globalnih opskrbnih lanaca. Kontinuirane trgovinske napetosti mogle bi prouzročiti i veću fragmentaciju globalnih opskrbnih lanaca, smanjenje opskrbe kritičnim sirovinama i povećanje ograničenja kapaciteta gospodarstva europodručja. Nasuprot tomu, inflacija bi mogla biti niža ako, u odnosu na sadašnja očekivanja, gospodarske posljedice rata na Bliskom istoku potraju kraće ili neizravni učinci i učinci u drugom krugu budu manje izraženi. Inflacija bi mogla biti niža i ako smanjenje potražnje za izvozom europodručja zbog carina nadmaši očekivanja i države s viškom kapaciteta dodatno povećaju izvoz u europodručje. Veća kolebljivost i nesklonost riziku na financijskim tržištima mogli bi nepovoljno utjecati na potražnju te bi tako također pridonijeli smanjenju inflacije.

Financijski i monetarni uvjeti

Rat na Bliskom istoku ima izražen utjecaj na globalna financijska tržišta. Općenito, uvjeti financiranja pooštrili su se od prethodnog sastanka Upravnog vijeća o monetarnoj politici održanog 5. veljače 2026. Pala su tržišta dionica i primjetno su porasle tržišne kamatne stope u europodručju, i to posebno kratkoročne.

U siječnju su kamatne stope banaka na kredite poduzećima i trošak tržišnoga dužničkog financiranja iznosili jednako, 3,6 %, a prosječna kamatna stopa na nove hipotekarne kredite blago se povećala, na 3,4 %. Godišnja stopa rasta bankovnih kredita poduzećima, koja je u prosincu 2025. iznosila 3,0 %, u siječnju je iznosila 2,8 %. Međutim, to je smanjenje neutralizirano većim izdavanjem korporativnih obveznica, čija se godišnja stopa rasta povećala na 4,0 % s 3,5 % u prosincu. Stopa rasta hipotekarnih kredita iznosila je 3,0 %, odnosno jednako kao u prosincu.

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 19. ožujka 2026. 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.

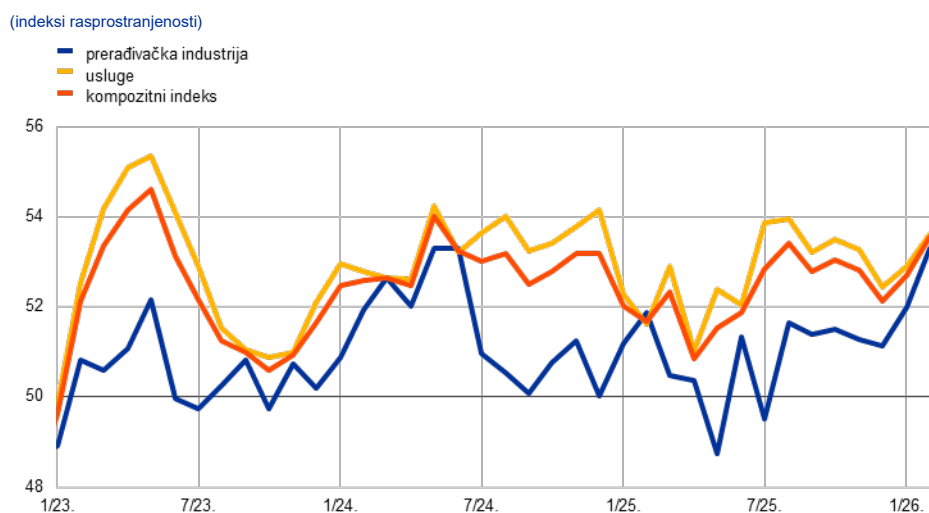
1. Vanjsko okružje

Nepovoljni učinci rata na Bliskom istoku na globalno gospodarstvo ponajprije proizlaze iz naglog povećanja cijena energije. Zajedno sa strožim uvjetima financiranja i povećanom neizvjesnošću to je povećanje negativno utjecalo na globalno gospodarstvo, koje su prethodno ojačala povećana ulaganja povezana s umjetnom inteligencijom (UI) i poticajne gospodarske politike. Iako je smanjenje američkih carina nakon presude američkoga Vrhovnog suda donekle podržalo rast, neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama ostala je povišena. Procjenjuje se da će se zbog rata rast globalnoga realnog BDP-a smanjiti za 0,4 postotna boda u sljedeće dvije godine, što odražava očekivano kretanje cijena energetske sirovine. Ta su kretanja neutralizirala pozitivne učinke prijenosa proizašle iz rasta koji je krajem 2025. premašio očekivanja i umjerenog poticaja koji je pružilo smanjenje američkih carina. Globalna ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena (IPC) revidirana je naviše u sljedeće dvije godine zbog šoka povezanog s cijenama energije. U prvih nekoliko mjeseci ove godine inflacijski je utjecaj viših cijena energije djelomično neutraliziran inflacijskim podacima nižima od očekivanja i učincima smanjenih carina.

Prije rata globalno gospodarstvo pokazivalo je znakove otpornosti. Otpornost je bila poduprta povećanim privatnim ulaganjima povezanima s umjetnom inteligencijom (UI) i poticajnom kombinacijom politika u velikim gospodarstvima, što je pridonijelo ublažavanju nepovoljnih utjecaja povezanih s carinama. Iako je smanjenje američkih carina nakon presude američkoga Vrhovnog suda donekle podržalo rast, neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama ostala je povišena. Rast globalnoga realnog BDP-a (bez europodručja) neznatno se smanjio na 0,8 % u četvrtom tromjesečju 2025., s 1,0 % u prethodnom tromjesečju. Taj je rezultat premašio očekivanja zahvaljujući rastu snažnijem od očekivanoga u azijskim zemljama s tržištima u nastajanju, uključujući Kinu. Posljednji dostupni mjesečni pokazatelji upućuju na povećanje zamaha rasta u prvom tromjesečju 2026. u odnosu na kraj prošle godine. Primjerice, u veljači je globalni kompozitni indeks PMI za proizvodnju dosegao razine nezabilježene već gotovo dvije godine nakon povećanja proizvodnje u uslužnom i prerađivačkom sektoru (Grafikon 1.). Međutim, te je signale potrebno promatrati u kontekstu nepovoljnih učinaka koje je prouzročio rat, uključujući naglo povećanje globalnih cijena energenata, pooštrenje globalne uvjete financiranja i povećanu neizvjesnost.

Grafikon 1.

Globalna proizvodnja mjerena indeksom PMI (bez europa područja)



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

Napomene: Vodoravna linija kod vrijednosti 50 označuje neutralnu osnovnu vrijednost koja razdvaja ekspanziju i kontrakciju. Posljednji podatci odnose se na veljaču 2026.

Cijene nafte i plina znatno su se povećale u okolnostima rata na Bliskom istoku.

Cijene nafte naglo su se povećale za 84 % od početka promatranog razdoblja (18. prosinca 2025.). Nakon američkih i izraelskih napada na Iran i iranske odmazde koja je uslijedila, cijene nafte porasle su na oko 104 USD po barelu. Taj snažan porast odražava zabrinutost da bi pošiljke nafte koje prolaze kroz Hormuški tjesnac, koje čine oko 20 % svjetske opskrbe naftom i već trpe poremećaje, mogle biti dodatno otežane ili da bi sukobi mogli utjecati na iransku proizvodnju nafte i regionalnu energetska infrastrukturu. Posljednjih je tjedana kod cijena nafte zabilježena znatna kolebljivost jer je nekoliko činitelja povremeno poticalo oštar pad s nedavnih visokih razina. Posebice, izjave američke administracije koje upućuju na to da bi sukob mogao završiti „vrlo skoro” navele su ulagače da revidiraju svoja očekivanja u odnosu na trajanje rata naniže. Usto, skupina zemalja OPEC+ najavila je povećanje proizvodnje od travnja 2026., a države članice Organizacije za gospodarsku suradnju i razvoj (OECD) složile su se, pod koordinacijom Međunarodne agencije za energiju, oko oslobađanja dijela svojih strateških rezerva s ciljem obuzdavanja snažnog porasta cijena nafte.¹ Geopolitički rizici snažno su utjecali na europske cijene plina, koje su porasle za 98 % s obzirom na to da otprilike 20 % svjetske opskrbe ukapljenim prirodnim plinom, ponajprije iz Katra, prolazi kroz Hormuški tjesnac. Cijene plina bile su posebno ranjive zbog dosad najnižih razina popunjenosti skladišta plina u Europi. Zalihe se trenutno nalaze na oko 29 % kapaciteta, blizu sezonskog minimuma, zbog čega su cijene plina posebno izložene mogućim poremećajima u opskrbi. Cijene hrane smanjile su se za 7 % uglavnom potaknute nižim cijenama kakaa kao posljedicom poboljšanih vremenskih uvjeta u zapadnoj Africi. S druge strane, cijene metala povećale su se za 11 %, ponajviše zbog porasta cijena aluminija nakon što je jedan od glavnih proizvođača iz

¹ Pojam „OPEC” odnosi se na Organizaciju zemalja izvoznica nafte. „OPEC+”, organizacija uspostavljena 2016., koalicija je zemalja članica organizacije OPEC i drugih zemalja koje proizvode naftu.

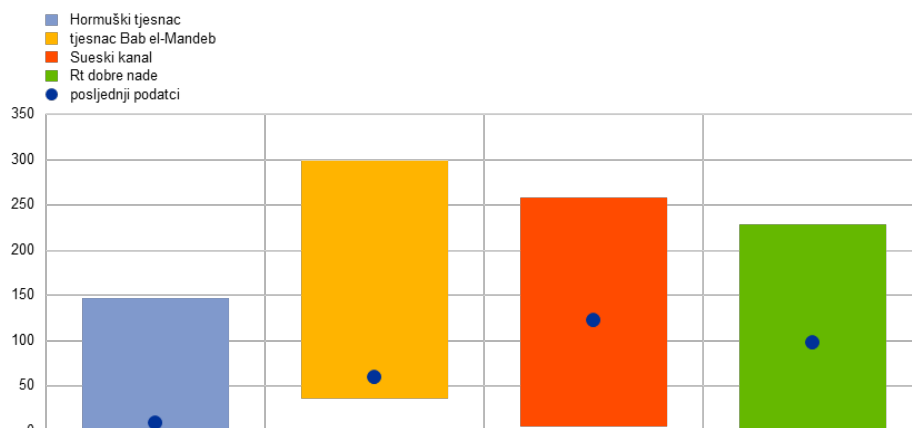
Bahreina najavio da neće moći ispuniti ugovorne obveze zbog okolnosti izvan njegove kontrole.

Naglo povećanje globalnih cijena energetske sirovine koje je prouzročio rat odražava nagli pad isporuka kroz Hormuški tjesnac. Prvi pokazatelji na osnovi visokofrekventnih podataka koji prate kretanja plovila upućuju na to da je broj tankera koji prolazi Hormuškim tjesnacom snažno pao, a globalni troškovi prijevoza nafte znatno su porasli (Grafikon 2.). Međutim, čini se da je izloženost globalne robne razmjene ograničena, jer kontejnerski brodovi koji se trenutno nalaze u Perzijskom zaljevu čine oko 1,6 % globalnoga kapaciteta kontejnerskih brodova. Velik se dio prometa i nadalje preusmjerava kroz Rt dobre nade nakon poremećaja u Sueskom kanalu povezanih s prijašnjim napetostima u regiji i pojačanih sigurnosnih rizika u tjesnacu Bab el-Mandeb povezanih s napadima pobunjeničkih hutista na teretne brodove od kraja 2023.

Grafikon 2.
Globalni pomorski promet i cijene

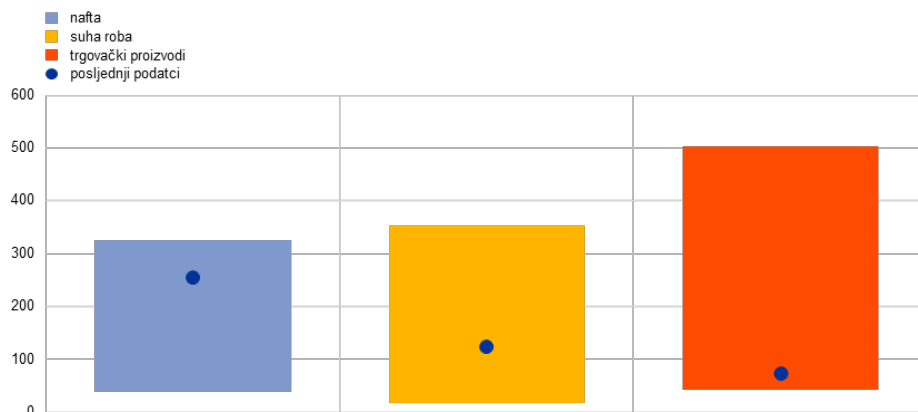
a) pristajanje plovila u tranzitu na glavnim pomorskim točkama zagušenja

(indeksi, 2025. = 100)



b) troškovi pomorskog prijevoza

(indeksi, 2025. = 100)



Izvori: MMF, Haver Analytics, Baltic Exchange Indices i izračun stručnjaka ESB-a
Napomene: U panelu a) pristajanja plovila u tranzitu obuhvaćaju sve vrste plovila. U panelu b) suha roba odnosi se na teret kao što su žitarice. Osnovna serija jest trošak zakupa plovila za globalni prijevoz takvog tereta. U oba panela stupci prikazuju raspon između minimuma i maksimuma. Rasponi su izračunati za razdoblje od 1. siječnja 2019. Plave se točke odnose na posljednje dostupne podatke. Posljednji su podatci za 15. ožujka 2026. za panel a) i 18. ožujka 2026. za panel b).

Procjenjuje se da će se zbog rata na Bliskom istoku rast globalnoga realnog BDP-a smanjiti za 0,4 postotna boda u sljedeće dvije godine. To je posljedica negativnih učinaka na rast koji proizlaze iz očekivanoga kretanja cijena energetskih sirovina.² Rat neutralizira pozitivne učinke prijenosa proizašle iz rasta koji je krajem 2025. premašio očekivanja i umjerenog poticaja koji je pružilo smanjenje američkih carina. Predviđa se da će se rast globalnoga realnog BDP-a smanjiti s 3,6 % u 2025. na 3,3 % u 2026. i potom ostati stabilan i uglavnom nepromijenjen u odnosu na prethodne projekcije.³

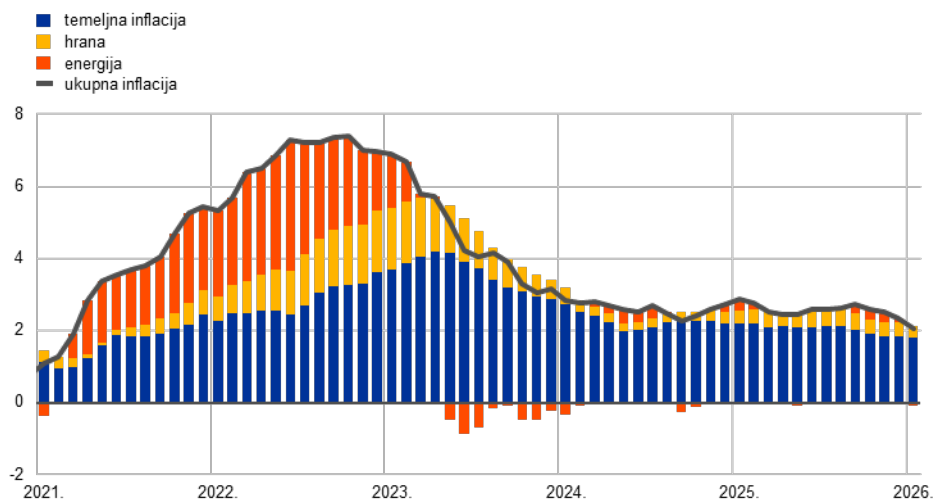
Neizvjesnost povezana s ratom pomaknula je ravnotežu rizika za globalni rast u negativnom, a inflacijske rizike u pozitivnom smjeru. Čini se da su rizici povezani s ratom na Bliskom istoku vrlo asimetrični, pri čemu se teže posljedice smatraju izglednijima nego blage. S druge strane, ostali ključni makroekonomski i financijski rizici kao što su carine, kretanja povezana s umjetnom inteligencijom i učinci gospodarskih politika i nadalje su dvojaki i uravnoteženi, kao i u prethodnim projekcijama.

Prije rata ukupna se inflacija u državama članicama OECD-a smanjivala, uglavnom potaknuta nižim cijenama energije. Godišnja stopa inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena u državama članicama OECD-a bez Turske u siječnju se smanjila na 2,1 % s 2,4 % u prosincu. Iako su svi elementi pridonijeli nižoj stvarnoj inflaciji, doprinos smanjenja cijena energije bio je najznatniji (Grafikon 3.).

Grafikon 3.

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 europodručja 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 siječanj 2026.

² Učinak rata na buduće cijene energenata za razdoblje od više od godine dana manji je od učinka na promptne cijene, što vjerojatno odražava očekivanja ulagača da će se poremećaji uzrokovani ratom riješiti u tom razdoblju. Tu perspektivu podupiru gustoće izvedene iz opcija, koje upućuju na zaključak da su srednjoročni rizici za buduće cijene, posebice cijene nafte, i nadalje uravnoteženi, dok su kratkoročni rizici snažno pozitivni.

³ Za više pojedinosti vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, ožujak 2026.“.

Očekuje se da će se tendencija smanjivanja inflacije u državama članicama OECD-a uskoro promijeniti zbog šoka koji je zbog rata pogodio cijene nafte.

Očekivana globalna ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena (IPC) revidirana je naviše za sljedeće dvije godine zbog šoka povezanog s cijenama energije.⁴ Ove godine inflacijski je utjecaj visokih cijena energije djelomično neutraliziran inflacijskim podacima nižima od očekivanja i učincima smanjenih carina. Očekuje se da će globalna ukupna inflacija ostati na 3,1 % u 2026., bez promjena u odnosu na prošlu godinu, te da će se potom smanjiti na 2,7 % u 2027. i 2,5 % u 2028.

Predviđa se da će se rast globalnog uvoza smanjiti u 2026. nakon što nestanu učinci uvoza iz predopskrbe i počnu se širiti nepovoljni utjecaji carina i rata.

Tromjesečne stope rasta globalnog uvoza snažno su pale u drugoj polovini 2025., iako su podatci iz trećeg tromjesečja malo povoljniji u odnosu na prethodne procjene. Očekuje se da će se rast globalnog uvoza postupno normalizirati tijekom 2026. i nakon toga ostati stabilan. U razdoblju od 2027. do 2028. očekuje se da će globalni uvoz rasti u skladu s globalnom gospodarskom aktivnošću. Globalni uvoz u 2025. povećao se za 5,0 %, što je znatno snažnije ostvarenje nego što je bilo očekivano u prosincu 2025. (povećanje od 0,6 postotnih bodova). Stoga se očekuje da će se njegova stopa rasta usporiti na 2,3 % u 2026. te se potom oporaviti na 2,9 % u 2027. i na 3,2 % u 2028.

U Sjedinjenim Američkim Državama rast realnog BDP-a smanjio se u četvrtom tromjesečju 2025. ponajviše zbog blokade rada američke vlade.

Gospodarska aktivnost znatno se usporila, na 0,2 % na tromjesečnoj osnovi, s 1,1 % u trećem tromjesečju 2025. Blokada američke vlade u listopadu i studenome, koja je trajala 43 dana, smanjila je gospodarsku aktivnost jer je došlo do osjetnog smanjenja državne potrošnje. Međutim, u četvrtom je tromjesečju osobna potrošnja ostala relativno snažna i unatoč blagom usporavanju u odnosu na treće tromjesečje i nadalje je bila glavni pokretač domaće potražnje. Stopa štednje u Sjedinjenim Američkim Državama dodatno pala na 3,6 %, što je najniža stopa zabilježena u protekle četiri godine. U međuvremenu, privatna ulaganja u dugotrajnu imovinu koja se ne odnose na stambene objekte pozitivno su pridonijela rastu ojačana trenutno snažnim rastom ulaganja povezanih s umjetnom inteligencijom. Za razliku od ranijeg dijela 2025., doprinosi neto trgovine i zaliha bili su vrlo mali. U posljednjem tromjesečju 2025. došlo je do blagog smanjenja i uvoza i izvoza, zbog čega je doprinos neto izvoza uglavnom bio neutralan. Očekuje se da se rast u prvom tromjesečju 2026. ubrzao, uglavnom zahvaljujući snažnijoj državnoj potrošnji povezanoj s retrogradnim isplata zaposlenika savezne vlade nakon blokade.

Godišnja ukupna i temeljna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u Sjedinjenim Američkim Državama ostale su nepromijenjene u veljači i iznosile su 2,4 % odnosno 2,5 %, u skladu s očekivanjima.

Inflacija komponenata robe i usluga također je ostala stabilna, iako je smanjenje cijena rabljenih automobila i kamiona prikrilo povećanje cijena ostalih komponenata robe. To upućuje na

⁴ Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a ukupne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena uključuju širu skupinu zemalja, posebice velike zemlje s tržištima u nastajanju (npr. Kinu, Indiju, Brazil i Rusiju) koje nisu obuhvaćene inflacijom mjerenom indeksom potrošačkih cijena na području OECD-a.

zaključak da je u Sjedinjenim Američkim Državama u tijeku prijenos američkih carina na potrošačke cijene. Ukupna PCE (engl. *personal consumption expenditures*) inflacija, mjera inflacije koju preferira Sustav federalnih rezerva, u blagom je uzlaznom trendu od početka prošle godine. U prosincu je ukupna godišnja PCE inflacija iznosila je 2,9 %, a temeljna inflacija 3,0 %. Niži ponder koji se u košarici za izračun PCE inflacije dodjeljuje komponentama stanovanja u odnosu na košaricu za izračun inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena objašnjava odstupanje dviju mjera potrošačke inflacije. Međutim, neobično je da PCE inflacija premašuje inflaciju mjerenu indeksom potrošačkih cijena. To upućuje na zaključak da bi problemi vezani uz prikupljanje podataka za usluge, cijene i najamnine mogli objasniti relativno slabe vrijednosti inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena, zbog čega ih je potrebno tumačiti s oprezom. Istodobno, pad stopa slobodnih kapaciteta po sektorima dodatno je ublažio uvjete na tržištu rada, zbog čega bi trebao podupirati dezinflaciju.

U Kini je potražnja kućanstava ostala slaba u okolnostima visoke štednje iz opreza. Rast realnog BDP-a od 1,2 % u četvrtom tromjesečju 2025. premašio je očekivanja i ostao uglavnom usporediv s rastom od 1,1 % zabilježenim u prethodnom tromjesečju. Uglavnom je bio potaknut otpornim izvozom, a očekuje se da je izvoz nastavio podupirati rast i u prvom tromjesečju 2026. Visokofrekventne zamjenske varijable za potrošnju upućuju na određeno usporavanje uzrokovano i nadalje niskim pouzdanjem potrošača koje se nalazi ispod razina prije pandemije bolesti COVID-19. Maloprodaja bilježi slabe rezultate, posebice domaća prodaja automobila, a potrošnja usluga pokazala se otpornijom. Međutim, prioritet kineskih vlasti i nadalje su politike na strani ponude, a ciljani rast za 2026. prema novom je petogodišnjem planu (2026. – 2030.) postavljen u raspon od 4,5 % do 5 %. Taj relativno nizak ciljani rast upućuje na zaključak da kineski tvorci politika prihvaćaju strukturno sporiji rast, koji, s druge strane, smanjuje potrebu za kratkoročnim poticajem. Kineske vlasti ponovno su istaknule svoju namjeru da uravnoteže rast u smjeru potrošnje, iako su konkretne mjere ostale skromne. S druge strane, fiskalna potpora ulaganjima trebala bi ostati znatna, osobito u visokotehnološkim i strateškim sektorima kao što su UI, mikročipovi, napredna prerađivačka industrija, biotehnologija i digitalno gospodarstvo. Međutim, Kina istodobno ostaje izložena rastućim cijenama energenata. Kina uvozi oko tri četvrtine svoje potrošnje sirove nafte, a otprilike polovina njezine nafte i 16 % njezina uvoza plina prolazi kroz Hormuški tjesnac. Međutim, opsežna domaća proizvodnja ugljena, sve veći kapaciteti za proizvodnju energije iz obnovljivih izvora i sposobnost diversifikacije dobavljača energetske sirovine mogli bi ublažiti negativne učinke. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u Kini je osjetno porasla u veljači, a deflacija proizvođačkih cijena nastavila je popuštati. Godišnja ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena porasla je na 1,3 % u veljači, što je porast od 0,2 % od prethodnog mjeseca, pri čemu je bila potaknuta privremenim činiteljima, uključujući bazne učinke povezane s vremenom lunarne Nove godine. Temeljna inflacija (bez hrane i energije) također se popela na 1,8 % u veljači s 0,8 % u siječnju, većinom zahvaljujući rastu cijena usluga povezanih s turizmom. Proizvođačke cijene na godišnjoj su razini pale za 0,9 % u veljači, što je bio blaži pad u odnosu na smanjenje od 1,4 % zabilježeno u prethodnom mjesecu.

U Ujedinjenoj Kraljevini rast realnog BDP-a ostao je slab u četvrtom tromjesečju 2025., a inflacija se znatno usporila na početku 2026. Rast realnog BDP-a blago se povećao se 0,1 % u četvrtom tromjesečju 2025., što upućuje na kontinuiran, ali slab zamah rasta. Osobna potražnja bila je slaba u okolnostima sporijeg rasta osobne potrošnje i nižih privatnih ulaganja. Doprinos neto izvoza gospodarskoj aktivnosti bio je negativan zbog smanjenja izvoza i povećanja uvoza. Poticaj je donekle pružila javna potrošnja, uz vidljivo povećanje javnih ulaganja. Očekuje se da se u prvom tromjesečju 2026. gospodarska aktivnost umjereno ubrzala iako će naglo povećanje cijena energije vjerojatno oslabiti taj zamah u nadolazećim tromjesečjima. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u siječnju se znatno smanjila na 3,0 % s 3,4 % u prosincu, uglavnom zbog niže inflacije energije i hrane. Temeljna inflacija također se smanjila, ali malo slabije.

2. Gospodarska aktivnost

Gospodarska aktivnost europodručja stabilno je rasla tijekom 2025., a realni BDP porastao je prosječno za 1,5 % u odnosu na 0,9 % u 2024. Realni BDP porastao je za 0,2 % u četvrtom tromjesečju 2025. na tromjesečnoj razini i za 0,4 % ako se isključe kolebljivi podatci za Irsku. Rast je bio potaknut snažnijom domaćom potražnjom, uključujući stabilne doprinose osobne potrošnje i ulaganja. Međutim, kratkoročni pokazatelji ublažili su se krajem 2025. i početkom 2026. Mjesečna proizvodnja znatno je oslabjela, što je u suprotnosti s anketnim pokazateljima, koji su ostali pozitivni i upućivali na kontinuirani zamah prije rata na Bliskom istoku. Promatrani zajedno, najnoviji podatci u skladu su sa skromnim rastom BDP-a u prvom tromjesečju 2026. Razvoj situacije na Bliskom istoku znatno je povećao neizvjesnost povezanu s budućim kretanjima od drugog tromjesečja nadalje. Tržišni pokazatelji neizvjesnosti i mjere geopolitičkog rizika znatno su porasli u prvoj polovini ožujka. Iskustvo iz prethodnih negativnih šokova povezanih s energijom upućuje na to da bi posljedična erozija realnih dohodaka i pogoršanje povjerenja mogli znatno nepovoljno utjecati na osobnu potrošnju. Jačina tih učinaka ovisit će o intenzitetu i trajanju sukoba i njegovom prijenosu na gospodarstvo. Pozitivno je što bi zdrave bilance i povećana razina štednje trebali pridonijeti ublažavanju učinka šoka na kućanstva. Što se tiče ostalih komponenata potražnje, anketni podatci prikupljeni prije sukoba upućivali su na jačanje potražnje za stambenim nekretninama i rast pouzdanja ulagača. Nadalje, dodatna fiskalna potpora, učinci programa Next Generation EU (NGEU), otporna tržišta rada i digitalna ulaganja, kao i učinak prethodnih smanjenja kamatnih stopa, trebali bi pridonijeti održavanju zamaha ulaganja u sljedećim tromjesečjima. Uvjeti na tržištu rada ostali su stabilni unatoč kontinuiranom smanjivanju potražnje za radnom snagom. Stopa nezaposlenosti smanjila se na 6,1 % u siječnju sa 6,2 % u prosincu, pa je i nadalje bila na povijesno niskim razinama.

Takve izglede u glavnim crtama potvrđuju makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2026., u kojima se predviđa da će prosječni godišnji rast realnog BDP-a iznositi 0,9 % u 2026., 1,3 % u 2027. i 1,4 % u 2028. Riječ je o reviziji naniže, posebno za 2026., zbog globalnog utjecaja rata na tržišta sirovina, realne dohotke i pouzdanje. Istodobno bi rast i nadalje trebali podupirati niska nezaposlenost, stabilne bilance privatnog sektora te javna potrošnja na obranu i infrastrukturu. Izgledi su znatno neizvjesniji zbog rata na Bliskom istoku, što stvara pozitivne rizike za inflaciju i negativne rizike za gospodarski rast. S obzirom na vrlo veliku neizvjesnost i na činjenicu da će utjecaj sukoba snažno ovisiti o njegovu trajanju i intenzitetu, osnovni scenarij popraćen je nekim alternativnim ilustrativnim scenarijima, koji su objavljeni zajedno s projekcijama stručnjaka na mrežnim stranicama ESB-a.⁵

Prema Eurostatovoj posljednjoj procjeni BDP europodručja nastavio je rasti u četvrtom tromjesečju 2025. (Grafikon 4.). Realni BDP porastao je za 0,2 % na tromjesečnoj razini, pa je njegova prosječna godišnja stopa rasta u 2025. iznosila 1,5 % (kalendarski prilagođeni podatci). To poboljšanje u odnosu na 2024.,

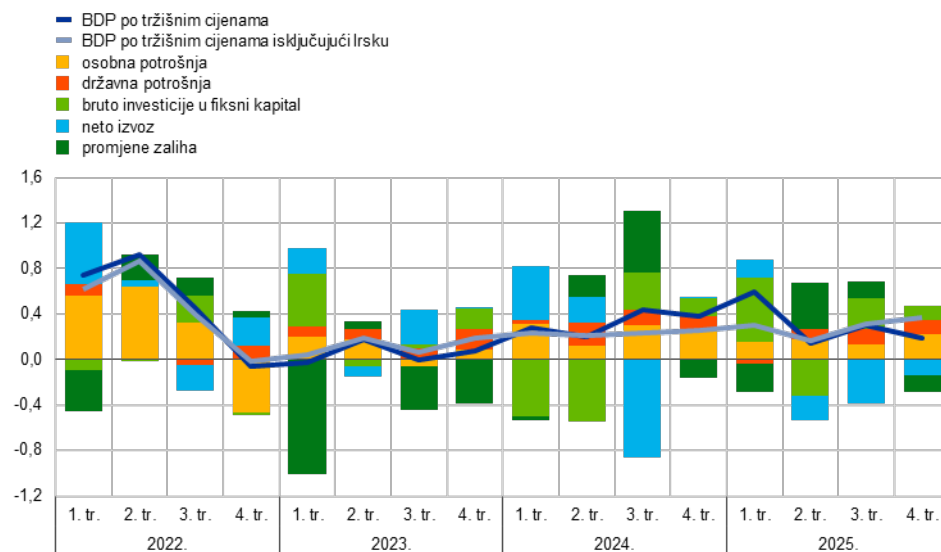
⁵ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za gospodarstvo europodručja, ožujak 2026.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 19. ožujka 2026.

zajedno s činjenicom da je rast BDP-a bio pozitivan u svim tromjesečjima prošle godine, naglašava otpornost gospodarstva europodručja u okružju niza globalnih izazova povezanih s geopolitikom i trgovinom. Rast BDP-a bio je potaknut snažnijom domaćom potražnjom u četvrtom tromjesečju 2025., pri čemu je doprinos svih komponenata domaće potražnje bio pozitivan, a neto trgovina i promjene zaliha dale su mali negativan doprinos. Najveći doprinos rastu proizvodnje daju usluge, i to ponajprije usluge u sektoru informacija i komunikacija. Prerađivačka industrija istodobno je ostala slaba, pod izravnim utjecajem nepovoljnih učinaka većih carina i geopolitičke neizvjesnosti (vidi [Okvir 4.](#) o utjecaju neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama na rast europodručja). Zamah u sektoru građevinarstva i obnove stambenih objekata ojačao je, čemu je pridonijelo i javno ulaganje. Bez obzira na zamjetne razlike među državama, disperzija rasta realnog BDP-a europodručja bila je manje raznolika u četvrtom tromjesečju 2025. nego u prethodnim tromjesečjima. Rezultati za europodručje u četvrtom tromjesečju stvorili su učinak prijenosa na godišnji rast u 2026. od 0,3 %.

Grafikon 4.

Realni BDP europodručja i njegove komponente

(tromjesečne promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

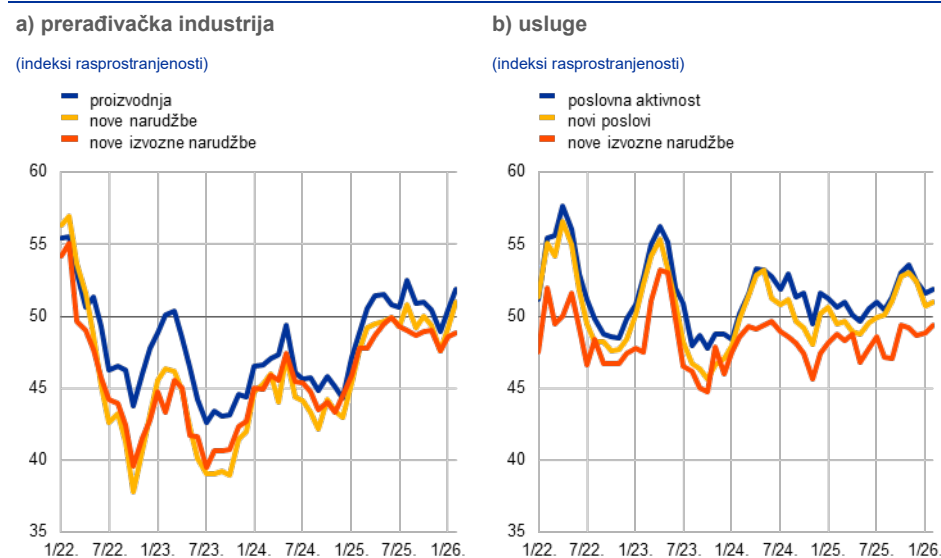
Napomene: Grafikon također prikazuje BDP isključujući Irsku jer su podatci za Irsku osobito kolebljivi. Međutim, potkomponente prikazuju raščlambu BDP-a uključujući Irsku. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2025.

Kratkoročni pokazatelji ublažili su se krajem 2025. i početkom 2026. Industrijska proizvodnja (bez građevinarstva) smanjila se u prosincu 2025. i siječnju 2026. za 0,6 % odnosno 1,5 % na mjesečnoj razini. Stoga je razina industrijske proizvodnje u siječnju 2026. bila za 1,9 % niža od svoje prosječne razine u četvrtom tromjesečju 2025. Nasuprot tome, anketni pokazatelji ostali su pozitivniji u prva dva mjeseca 2026. Kompozitni indeks menadžera nabave (PMI) za proizvodnju u europodručju upućivao je na kontinuirano poboljšavanje aktivnosti u prerađivačkoj industriji u siječnju i veljači za trenutačnu proizvodnju i za nove narudžbe, uz nastavak trenda kontrakcije novih narudžba (Grafikon 5., panel a)). Indeks PMI za usluge spustio se u prva dva mjeseca ove godine s visoke razine dosegnute krajem 2025., ali je i nadalje ostao iznad praga od 50 (Grafikon 5., panel b)).

Promatrani zajedno, najnoviji podatci u skladu su sa skromnim rastom BDP-a u prvom tromjesečju 2026.

Grafikon 5.

Pokazatelji mjereni indeksom PMI po sektorima gospodarstva



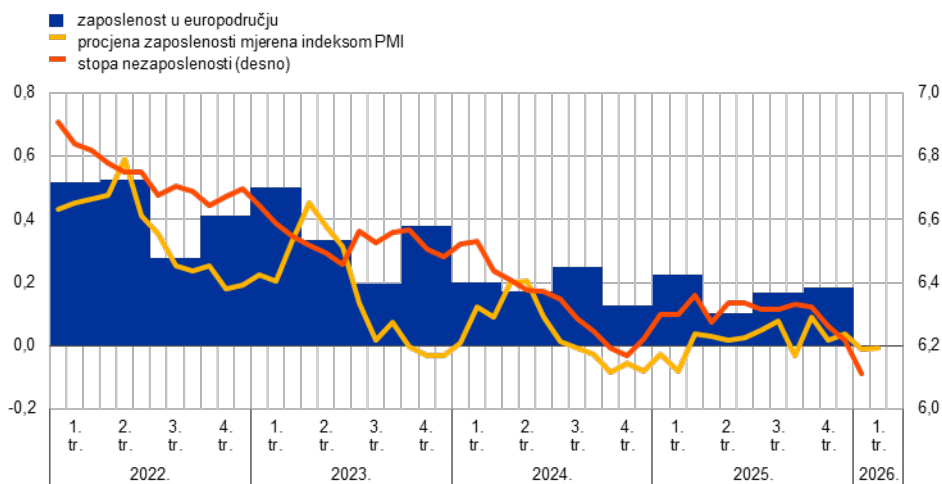
Izvor: S&P Global Market Intelligence
Napomena: Posljednji podatci odnose se na veljaču 2026.

Uvjeti na tržištu rada općenito su ostali stabilni unatoč kontinuiranom smanjivanju potražnje za radnom snagom. U četvrtom tromjesečju 2025. zaposlenost se povećala za 0,2 %, a ukupan broj odrađenih sati porastao je za 0,6 % (Grafikon 6.). Nastavak usporavanja rasta zaposlenosti djelomično odražava kontinuirano slabljenje potražnje za radnom snagom, pri čemu se u četvrtom tromjesečju stopa slobodnih radnih mjesta stabilizirala na 2,2 % drugo tromjesečje zaredom te tako ostala ispod pretpandemijskih razina zabilježenih u četvrtom tromjesečju 2019. Radna snaga nastavila je rasti u četvrtom tromjesečju 2025., a podatci za siječanj upućuju na stabilizaciju na mjesečnoj razini. Stopa nezaposlenosti istodobno se smanjila sa 6,2 % u prosincu na 6,1 % u siječnju, pa je i nadalje bila na povijesno niskim razinama.

Grafikon 6.

Zaposlenost u europskom području, 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. Serija podataka o stopi nezaposlenosti sada uključuje Bugarsku, a ta promjena potaknula je smanjenje agregatnih podataka europskog područja od oko 0,1 postotnog boda. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2025. za zaposlenost u europskom području, na veljaču 2026. za procjenu zaposlenosti mjerenu indeksom PMI i na siječanj 2026. za stopu nezaposlenosti.

Kratkoročni pokazatelji tržišta rada upućuju na prigušen rast zaposlenosti u prvom tromjesečju 2026.

Mjesečni pokazatelj zaposlenosti mjereno kompozitnim indeksom PMI iznosio je 49,9 u siječnju i prosincu, što pokazuje da je rast zaposlenosti u prvom tromjesečju uglavnom stagnirao. Pokazatelj zaposlenosti mjereno indeksom PMI u uslužnom sektoru smanjio se s 51,3 na kraju 2025. na 50,3, a pokazatelj zaposlenosti mjereno indeksom PMI za prerađivačku industriju ostao je negativan i prema podacima iz veljače iznosio je 48,9, a njegov prosjek u prva dva mjeseca iznosio je 48,5.

Osobna potrošnja ojačala je u četvrtom tromjesečju 2025. jer su porasli realni dohotci, a nezaposlenost je ostala blizu dosad najnižim razinama.

Osobna potrošnja porasla je za 0,5 % na tromjesečnoj razini u četvrtom tromjesečju prošle godine, nakon skromnijeg rasta od 0,2 % u prethodnom tromjesečju (Grafikon 7., panel a)). Tom porastu pridonijela je potrošnja usluga i robe. Prije izbivanja rata na Bliskom istoku anketni pokazatelji upućivali su na kontinuiran zamah potrošnje u kratkoročnom razdoblju, ali sukob sada stvara negativne rizike za izgleda. Anketni podatci upućuju na to da se pozitivan zamah osobne potrošnje nastavio u prvim mjesecima 2026., pri čemu se pokazatelj pouzdanja potrošača Europske komisije dodatno poboljšao u veljači. 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 povezanim s hranom i pićem, a povećali su se kada je riječ o putničkim uslugama i, u manjoj mjeri, uslugama smještaja. U skladu s tim, podatci iz ankete o očekivanjima potrošača upućivali su na to da su očekivanja glede kupnje paket-aranžmana i nadalje velika. Kada je riječ o nadolazećem razdoblju, izgledi za osobnu potrošnju podložni su znatnim nepovoljnim činiteljima povezanim s utjecajem rata na Bliskom istoku. Povećana geopolitička neizvjesnost mogla bi

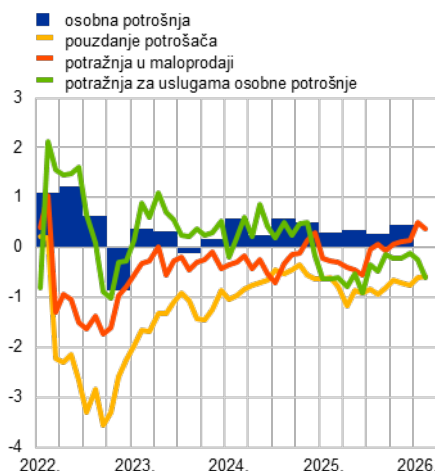
nepovoljno utjecati na pouzdanje potrošača, kao što je uočeno tijekom prethodnih geopolitičkih sukoba (Grafikon 7., panel b)). Usto, veće cijene energije također bi mogle ublažiti rast realnog dohotka i obuzdati potrošnju kućanstava. Nekoliko činitelja istodobno bi trebalo nastaviti podupirati zamah osobne potrošnje. Povećanje realnog dohotka akumulirano posljednjih godina, zajedno s činjenicom da su gubitci realnog bogatstva nastali tijekom snažnog rasta inflacije u 2022. sada nadoknađeni, trebalo bi pomoći ublažiti učinak šoka cijena energije na kućanstva i poduprijeti osobnu potrošnju, koja se smatra glavnim pokretačem rasta u srednjoročnom razdoblju.

Grafikon 7.

Potrošnja kućanstava, poslovna očekivanja i očekivanja potrošača te pouzdanje potrošača tijekom geopolitičkih sukoba

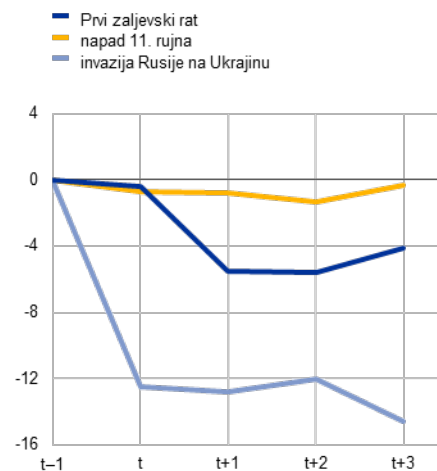
a) potrošnja i pouzdanje kućanstava, poslovna očekivanja

(tromjesečne promjene u postotcima, standardizirano stanje u postotcima)



b) pouzdanje potrošača tijekom geopolitičkih sukoba

(neto stanje u postotcima)



Izvori: Eurostat, Europska komisija i izračun ESB-a

Napomene: Na panelu a) 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 očekivanim sektorskim pokazateljima potražnje u sklopu ankete poduzeća vezane uz usluge koju provodi Europska komisija, ponderiranim prema sektorskim udjelima u domaćoj osobnoj potrošnji u skladu s tablicama inputa-outputa za 2022. iz baze podataka FIGARO. Serija podataka 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. Na panelu b) „Prvi zaljevski rat” odnosi se na događaje koji su započeli 2. rujna 1990., „napad 9. rujna” na događaje koji su se dogodili u rujnu 2001., a „invazija Rusije na Ukrajinu” na događaje koji su započeli 24. veljače 2022. S obzirom na to da se anketa Europske komisije provodi tijekom prva tri tjedna svakog mjeseca, promjene pouzdanja izračunavaju se za tri mjeseca unaprijed (od t do t+3) u odnosu na mjesec početka sukoba (t-1), osim za „invaziju Rusije na Ukrajinu”, gdje se promjene izračunavaju u odnosu na mjesec početka sukoba (t). Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2025. za osobnu potrošnju i veljaču 2026. za sve ostale varijable.

Poslovna ulaganja dodatno su porasla krajem 2025., a temeljni zamah ostao je pozitivan, iako vjerojatno smanjen sukobom na Bliskom istoku. Ulaganja izvan građevinarstva (isključujući kolebljivu irsku nematerijalnu imovinu) porasla su za 0,4 % na tromjesečnoj razini u četvrtom tromjesečju 2025., što je dovelo do godišnjeg rasta od 2,2 % u cijeloj godini (Grafikon 8., panel a)). Rast u četvrtom tromjesečju bio je potaknut nematerijalnom imovinom (isključujući komponentu proizvoda intelektualnog vlasništva u Irskoj) i materijalnom imovinom, koja je bila potpomognuta porastom ulaganja u strojeve i opremu. Ako se promatra 2026., niz pokazatelja upućivao je na kontinuiran rast ulaganja prije sukoba na Bliskom istoku.

Preliminarni podatci iz poziva o zaradi do kraja veljače upućivali su na poboljšanje raspoloženja glede ulaganja i dobiti u prvom tromjesečju. Slično tome, proizvodnja i aktivnost mjerene indeksom PMI snažno su se oporavile početkom godine nakon zatišja zabilježenoga krajem 2025. Pokazatelj pouzdanja Europske komisije također se polako oporavljao, posebice u sektoru (materijalnih) kapitalnih dobara, u uvjetima očekivanja porasta potražnje i dodatne fiskalne potpore u nekim državama. Pouzdanje dobavljača nematerijalne imovine ostalo je snažno, potpomognuto brzim napretkom umjetne inteligencije koji nastavlja poticati digitalna ulaganja (vidi i [Okvir 5.](#) i [Okvir 6.](#)). U nadolazećem razdoblju obnovljena neizvjesnost vjerojatno će nepovoljno utjecati na ulaganja dokle god traje sukob na Bliskom istoku.⁶ Međutim, poboljšani uvjeti financiranja, daljnji učinci poticanja privatnoga kapitala koji se očekuju od programa NGEU, kontinuirano povećavanje obrambenih kapaciteta u mnogim državama te nastavak digitalizacije i investicijskog ciklusa potaknutog umjetnom inteligencijom trebali bi poduprijeti stabilan rast ulaganja u sljedećem razdoblju.

Ulaganja u stambene nekretnine znatno su porasla u četvrtom tromjesečju 2025. te se očekuje njihov daljnji rast u kratkoročnom razdoblju.

Ulaganja u stambene nekretnine porasla su za 2,3 % na tromjesečnoj razini u četvrtom tromjesečju 2025. (Grafikon 8., panel b)). Rast ulaganja u stambene nekretnine zabilježen je u svim državama europodručja, ali je bio posebice snažan u Italiji, u kojoj najnoviji podatci također upućuju na snažniji rast ulaganja u stambene nekretnine u prethodnim tromjesečjima. Zbog toga je rast ulaganja u stambene nekretnine u cijelom europodručju revidiran naviše, što upućuje na to da je nedavni oporavak bio snažniji nego što se prethodno procjenjivalo. Proizvodnja u sektorima gradnje zgrada i specijaliziranih građevinskih djelatnosti bila je prosječno za 0,3 % veća u četvrtom nego u prethodnom tromjesečju. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, pokazatelj Europske komisije o nedavnim kretanjima gradnje zgrada i specijaliziranih građevinskih djelatnosti i proizvodnja stambenih nekretnina mjerena indeksom PMI ojačali su u veljači, nakon pada u siječnju. Iako se broj građevinskih dozvola za stambene nekretnine malo smanjio u listopadu i studenome u odnosu na treće tromjesečje 2025., manje kolebljiva mjera promjene na tromjesečnoj razini ostala je pozitivna, što je bilo u skladu s daljnjim oporavkom ulaganja u stambene nekretnine u kratkoročnom razdoblju. Ovu procjenu potkrepljuje poboljšano raspoloženje potrošača u odnosu na stambene nekretnine. Anketa o očekivanjima potrošača upućuje na povećanje privlačnosti stambenih nekretnina kao ulaganja. Usto, prema anketi potrošača Europske komisije namjere kućanstava glede kupnje ili izgradnje stambenih nekretnina i njihove namjere glede obnove stambenih nekretnina porasle su u prvom tromjesečju 2026. Iako se čini da su ulaganja u stambene nekretnine relativno manje izložena neposrednom utjecaju sukoba na Bliskom istoku u odnosu na druge komponente potražnje, veći građevinski troškovi i obnovljena neizvjesnost ipak bi mogli imati negativan učinak ako šok bude dugotrajan.

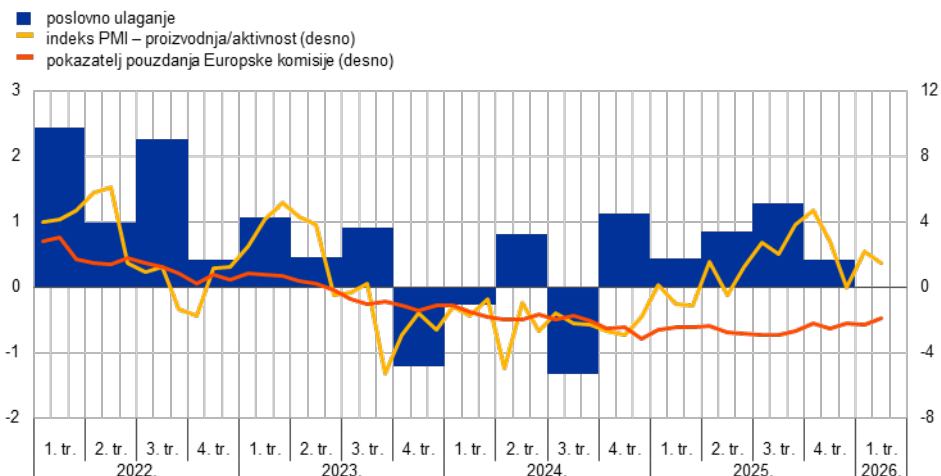
⁶ Pokazatelji pouzdanja ulagača Sentix snažno su porasli početkom godine, a potom su se malo smanjili u ožujku, ali su ostali na razinama koje su u skladu s rastom, što upućuje na to da ulagači početkom mjeseca nisu očekivali da će sukob na Bliskom istoku biti dugotrajan.

Grafikon 8.

Dinamika realnih ulaganja i anketni podatci

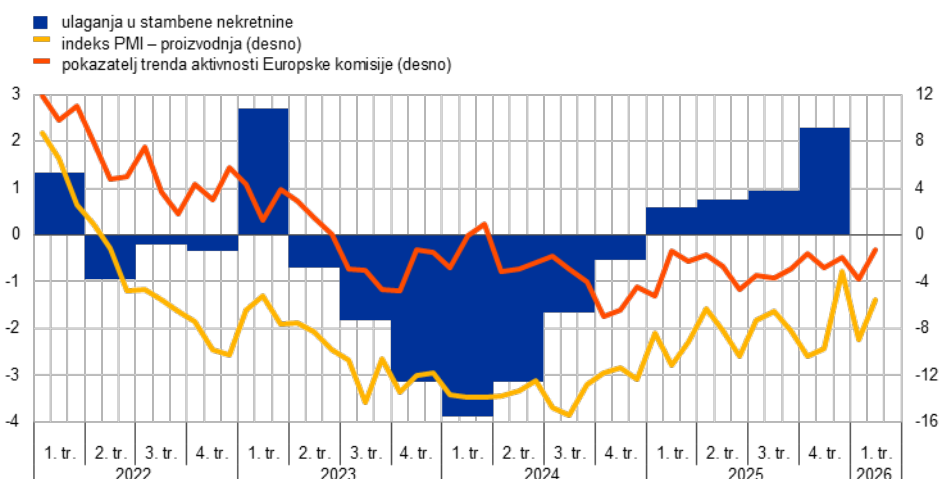
a) poslovna ulaganja

(tromjesečne promjene u postotcima, stanje u postotcima i indeks rasprostranjenosti)



b) ulaganja u stambene nekretnine

(tromjesečne promjene u postotcima, stanje u postotcima 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 ponderirani su prosjeci vrijednosti sektora kapitalnih dobara (dobavljač materijalne imovine) i sektora informacija i komunikacija (glavni dobavljač nematerijalne imovine); ponderi su udjeli materijalne i nematerijalne imovine u ulaganjima izvan građevinarstva u 2024. i 2025. Sektor informacija i komunikacija uzet je kao ponderirani prosjek sljedećih podsektora: izdavačke djelatnosti (djelatnost prema klasifikaciji NACE J58), računalnog programiranja i savjetovanja (djelatnost prema klasifikaciji NACE J62) i informacijske djelatnosti (djelatnost prema klasifikaciji NACE J63) za pokazatelj pouzdanja Europske komisije i djelatnost prema klasifikaciji NACE J62 samo za indeks PMI – proizvodnja/aktivnost, što je u skladu s dostupnošću podataka. Pokazatelj pouzdanja Europske komisije normaliziran je za prosjek u razdoblju od 2015. 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 četvrto tromjesečje 2025. za ulaganje i na veljaču 2026. za proizvodnju mjerenu indeksom PMI i pokazatelje Europske komisije.

Izvoz europodručja ostao je ograničen američkim carinama, prethodnom aprecijacijom eura i slabom globalnom potražnjom. Ukupan izvoz europodručja smanjio se za 0,4 % u četvrtom tromjesečju 2025., ponajprije pod utjecajem umjerenog smanjenja robnog izvoza od 0,9 % na tromjesečnoj razini. To je bilo posljedica preokreta snažnog rasta izvoza farmaceutskih proizvoda iz Irske u

Sjedinjene Američke Države u rujnu prošle godine. Izvoz u Kinu također je pao u okružju konkurentskih pritisaka kineskog tržišta. Rat na Bliskom istoku stvara rizike od poremećaja trgovine i naftnih tokova, što bi moglo dodatno nepovoljno utjecati na trgovinu europodručja. Ukupan uvoz zabilježio je blago smanjenje od 0,2 % u četvrtom tromjesečju 2025., pod utjecajem smanjenja uvoza usluga od 0,6 % na tromjesečnoj razini. Istodobno su se uvozne cijene nastavile smanjivati i u studenome su pale za 2,3 % na godišnjoj razini, što odražava učinak prošle aprecijacije eura i pritisaka na smanjenje cijena iz Kine. Što se tiče sljedećeg razdoblja, anketni pokazatelji i nadalje upućuju na slabljenje novih izvoznih narudžba i u području prerađivačke industrije i u uslužnom sektoru.

Rat na Bliskom istoku nepovoljno utječe na realne dohotke i pouzdanje. Stoga su potrošnja i ulaganje revidirani naniže u osnovnim projekcijama stručnjaka, i to posebice za 2026. Taj bi učinak bio još izraženiji u alternativnim scenarijima koji uključuju snažniji i dugotrajniji šok cijena energije. Za 2026. učinci sukoba uključuju niži rast BDP-a, kao posljedica šokova povezanih s cijenama energije, pouzdanjem i neizvjesnošću. Iako se pretpostavlja da će šok cijena energije biti privremen, u skladu s tržišnim očekivanjima na krajnji datum projekcija 11. ožujka, izgleda i nadalje podupiru dodatna državna potrošnja na infrastrukturu i obranu, zdrave bilance privatnog sektora i snažno tržište rada. Predviđa se da će godišnji rast realnog BDP-a iznositi 0,9 % u 2026., 1,3 % u 2027. i 1,4 % u 2028. U odnosu na projekcije iz prosinca 2025. rast BDP-a revidiran je naniže za 0,3 postotna boda u 2026. i za 0,1 postotni bod u 2027. S obzirom na vrlo veliku neizvjesnost i na činjenicu da će utjecaj sukoba snažno ovisiti o njegovu trajanju i intenzitetu, osnovni scenarij trebalo bi tumačiti kao jedan od nekoliko mogućih ishoda, a ne kao najvjerojatniji ishod. Kako bi se procijenili negativni rizici za osnovni scenarij, osmišljeni su neki ilustrativni alternativni scenariji koji odražavaju različite pretpostavke o trajanju, intenzitetu i ekonomskoj transmisiji sukoba. Analiza scenarija upućuje na zaključak da bi u slučaju dugotrajnog poremećaja opskrbe naftom i plinom rast BDP-a bio niži od osnovnih projekcija.

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 %. Povećala se s 1,7 % u siječnju na 1,9 % u veljači 2026., potaknuta rastom inflacije cijena energije i inflacije mjerene HIPC-om bez energije i hrane (HIPCX), a inflacija cijena hrane smanjila se.⁷ Inflacija mjerena HIPCX-om povećala se s 2,2 % u siječnju na 2,4 % u veljači zbog povećanja inflacije cijena proizvoda i inflacije cijena usluga. Pokazatelji temeljne inflacije uglavnom se nisu mijenjali proteklih mjeseci te su i nadalje u skladu s našim srednjoročnim ciljem od 2 %. Godišnji rast naknade po zaposlenom smanjio se na 3,7 % u četvrtom tromjesečju 2025., s 4,0 %, koliko je iznosio u prethodnom tromjesečju. Stoga se rast naknade po zaposlenom smanjio na 3,9 % u 2025., s 4,5 %, koliko je iznosio u 2024.

U makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2026. predviđa se da će se ukupna inflacija povećati s 2,1 % u 2025. na 2,6 % u 2026. te da će se potom smanjiti na 2,0 % u 2027. i porasti na 2,1 % u 2028. U odnosu na projekcije iz prosinca 2025., ukupna inflacija revidirana je naviše zbog posljedica rata na Bliskom istoku. S obzirom na vrlo veliku neizvjesnost i snažnu ovisnost inflacijskih izgleda o trajanju i intenzitetu sukoba, osnovni scenarij popraćen je nekim alternativnim ilustrativnim scenarijima koji su objavljeni zajedno s projekcijama stručnjaka na mrežnim stranicama ESB-a.⁸

Inflacija mjerena HIPC-om za europodručje povećala se s 1,7 % u siječnju na 1,9 % u veljači 2026. (Grafikon 9.) To povećanje potaknuto je kretanjima inflacije cijena energije i inflacije mjerene HIPCX-om, a inflacija cijena hrane blago se smanjila. Godišnja stopa promjene cijena energije ostala je negativna, iako u manjoj mjeri, i iznosila je –3,1 % u veljači, u odnosu na –4,0 % u siječnju, što je odražavalo pozitivan bazni učinak. Inflacija cijena hrane malo se smanjila, s 2,6 % u siječnju na 2,5 % u veljači. Kada je riječ o komponenti hrane, godišnja stopa promjene cijena prerađenih prehrambenih proizvoda smanjila se s 2,0 % u siječnju na 1,8 % u veljači, čime je neutralizirano povećanje cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda s 4,2 % na 4,6 % u istom razdoblju. Inflacija mjerena HIPCX-om povećala se s 2,2 % u siječnju na 2,4 % u veljači. To odražava povećanje inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije (IPE) i inflacije cijena usluga. Rastu inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije s 0,4 % u siječnju na 0,7 % u veljači uglavnom su pridonijele komponente odjeće, motornih vozila, nakita i ručnih satova, računala te ostale informacijsko-komunikacijske opreme. Inflacija cijena usluga povećala se s 3,2 % na 3,4 % u istom razdoblju. To je povećanje potaknuto potkomponentom rekreacije, osobito smještaja, te prijevoza, što je djelomično neutralizirano malo manjim stopama u komponentama raznih dobara i usluga stanovanja.

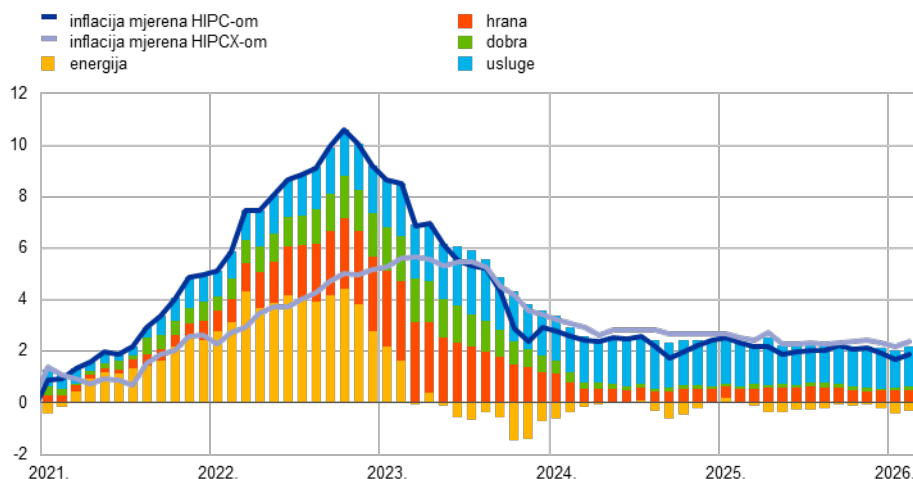
⁷ Krajnji datum za podatke uključene u ovaj broj Ekonomskog biltena bio je 18. ožujka 2026. Prema brznoj procjeni Eurostata objavljenoj 31. ožujka 2026. godišnja inflacija u europodručju povećala se na 2,5 % u ožujku 2026.

⁸ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, ožujak 2026.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 19. ožujka 2026.

Grafikon 9.

Ukupna inflacija i njezine glavne komponente

(godišnje promjene u postocima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Roba se odnosi na industrijske proizvode bez energije. HIPCX znači inflacija mjerena HIPC-om bez energije i hrane. Posljednji podatci odnose se na veljaču 2026.

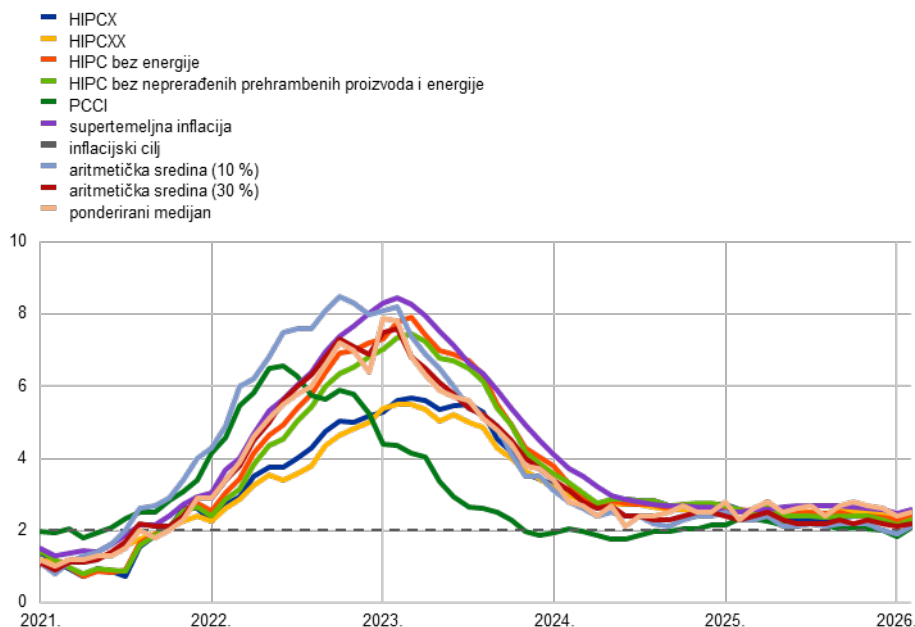
Većina mjera temeljne inflacije blago se povećala u veljači (Grafikon 10.).⁹

Među tim mjerama samo je inflacija mjerena HIPC-om bez hrane, energije, stavki povezanih s putovanjima i odjeće ostala nepromijenjena. Privremeni činitelji, kao što su Olimpijske igre, možda su utjecali na neke od mjera. Sve mjere zasnovane na modelu povećale su se. Perzistentna i zajednička komponenta inflacije (engl. *Persistent and Common Component of Inflation, PCCI*) povećala se s 1,8 % u siječnju na 2,1 % u veljači. Istodobno se pokazatelj supertemeljne (engl. *Supercore*) komponente inflacije, koji se sastoji od stavki HIPC-a osjetljivih na poslovni ciklus, povećao s 2,5 % na 2,6 %.

⁹ Ishodi osnovnih pokazatelja inflacije sada se zasnivaju na drugoj verziji Europske klasifikacije osobne potrošnje prema namjeni (ECOICOP 2), koja uključuje revidirane povijesne ponderi i u kojoj su igre na sreću dodane kao nova stavka među proizvodima koji su pokriveni HIPC-om. Zbog tih promjena metodologije malo je smanjena usporedivost s prethodnim ishodima, premda se očekuje da će to biti ograničeno kada je riječ o glavnim agregatima. Za više pojedinosti vidi Eurostat, [Questions & Answers on the improvements in the Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\) effective January 2026](#), Europska komisija, Luxembourg, 25. veljače 2026. Dorađena je i metodologija za sastavljanje pokazatelja supertemeljne komponente inflacije.

Grafikon 10. Pokazatelji temeljne inflacije

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

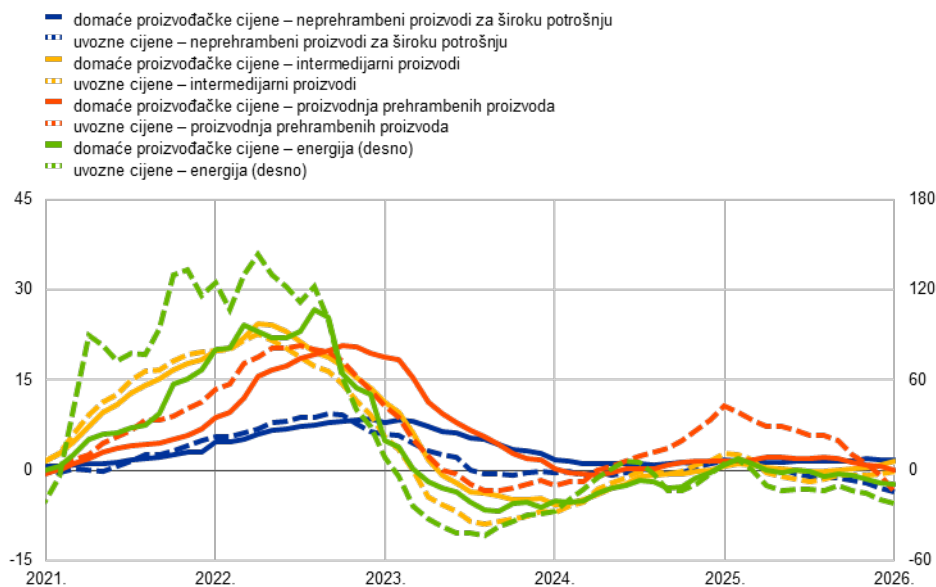
Napomene: Siva isprekidana linija označuje inflacijski cilj Upravnog vijeća od 2 % u srednjoročnom razdoblju. HIPCX znači HIPC bez energije i hrane, HIPCXX znači HIPCX bez stavki povezanih s putovanjima, odjeće i obuće. Posljednji podatci odnose se na veljaču 2026.

Prije eskalacije rata na Bliskom istoku pokazatelji pritiska proizvođačkih troškova upućivali su na popuštanje inflacijskih pritisaka u kasnijim fazama cjenovnog lanca (Grafikon 11.). U ranim fazama cjenovnog lanca inflacija proizvođačkih cijena energije postala je još negativnija i iznosila je $-8,9\%$ u siječnju 2026., u odnosu na $-8,4\%$ u prosincu 2025. Međutim, pritisci su i nadalje povišeni kada je riječ o intermedijarnim proizvodima zbog povećanja domaćih proizvođačkih cijena i uvoznih cijena. Općenito, u kasnijim fazama cjenovnog lanca pritisci proizvođačkih troškova na proizvode za široku potrošnju upućivali su na popuštanje, uz smanjivanje inflacije uvoznih cijena ($-3,6\%$) i inflacije domaćih proizvođačkih cijena neprehrambenih proizvoda za široku potrošnju ($1,6\%$). Istodobno su se proizvođačke cijene proizvodnje prehrambenih proizvoda također smanjile ($0,6\%$), a uvozne cijene proizvodnje prehrambenih proizvoda nastavile su se smanjivati s najviše razine od $10,6\%$ u siječnju 2025. na $-3,6\%$ godinu dana kasnije. Ta dinamika odražava prošlu aprecijaciju eura, a moguće i sve veću usmjerenost Kine na europodručje kao izvozno tržište. Ti podatci dobiveni su prije nedavnog izbivanja rata na Bliskom istoku. Stoga se pomno prate osobito kretanja cijena energije i hrane kao i općenito pritisci proizvođačkih troškova.

Grafikon 11.

Pokazatelji pritisaka proizvođačkih troškova

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na siječanj 2026.

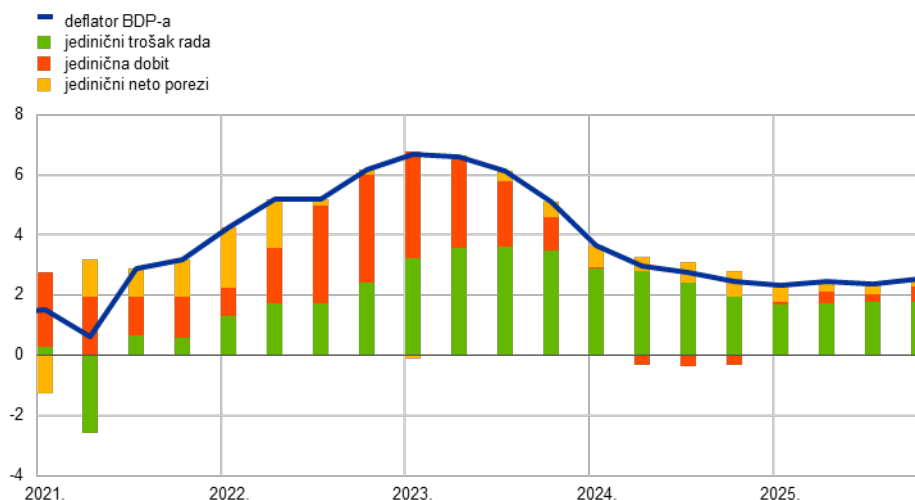
Domaći troškovni pritisci, mjereni porastom deflatora BDP-a, povećali su se na 2,5 % u četvrtom tromjesečju 2025., s 2,4 % u prethodnom tromjesečju (Grafikon 12.).

To je odraz povećanja doprinosa jedinične dobiti (s 0,3 postotna boda na 0,5 postotnih bodova), pri čemu su doprinosi jediničnih troškova rada i jediničnih neto poreza ostali nepromijenjeni. Kada je riječ o stopama rasta, godišnja stopa rasta jedinične dobiti snažno je porasla, a godišnja stopa rasta jediničnih troškova rada neznatno se smanjila. To smanjenje potaknuto je smanjenjem stope rasta naknade po zaposlenom (s 4,0 % na 3,7 %), što je djelomično neutralizirano smanjenjem rasta produktivnosti rada (s 0,8 % na 0,6 %). Smanjenje godišnje stope rasta naknade po zaposlenom bilo je rezultat pada doprinosa komponente rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće, koji se smanjio s 1,9 postotnih bodova u trećem tromjesečju na 0,4 postotna boda u četvrtom tromjesečju 2025., čime je djelomično neutralizirano povećanje rasta dogovorenih plaća s 1,9 % na 3,0 % u istom razdoblju. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, ESB-ov alat za praćenje plaća, koji je posuđen podacima o sporazumima o plaćama do kraja veljače 2026., upućivao je na razinu od 2,6 % (revidirano naniže za 0,1 postotni bod u odnosu na prethodno objavljene podatke iz alata za praćenje plaća). To upućuje na zaključak da će pritisci na rast dogovorenih plaća oslabjeti u prvoj polovini 2026. i stabilizirati se na nižim razinama u 2026.¹⁰ U makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz ožujka 2026. očekuje se da će se godišnja stopa rasta naknade po zaposlenom usporiti s prosječnih 3,9 % u 2025. na 3,1 % u četvrtom tromjesečju 2026. i potom se zadržati uglavnom na toj razini u 2027. i 2028.

¹⁰ Za više pojedinosti vidi „New data release: ECB wage tracker continues to suggest negotiated wage pressures easing in 2026”, *priopćenje za javnost*, ESB, 23. ožujka 2026.

Grafikon 12. Raščlamba deflatora BDP-a

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Naknada po zaposlenom pozitivno pridonosi promjenama jediničnih troškova rada, a produktivnost rada negativno pridonosi tim promjenama. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2025.

U promatranom razdoblju od 18. prosinca 2025. do 18. ožujka 2026.

kratkoročna mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima (Grafikon 13., panel a)) snažno su se povećala zbog porasta cijena energije, što je povezano s ratom na Bliskom istoku, a dugoročnija inflacijska

očekivanja ostala su čvrsto usidrena na 2 %. Nakon duljeg razdoblja niske

kolebljivosti kratkoročna mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima znatno su se povećala zbog snažnog porasta cijena energije nakon izbijanja rata na Bliskom istoku. Ključni činitelj koji je utjecao na ponovno određivanje cijena bila je neizvjesnost povezana s razmjerom i trajanjem sukoba. Do kraja promatranog razdoblja jednogodišnja kamatna stopa na jednogodišnje terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije dosegla je 2,1 %, što je za oko 40 baznih bodova više od razine zabilježene na početku promatranog razdoblja. Kada je riječ o srednjoročnim i dugoročnim dospijećima, kretanja naknade za inflaciju bila su obuzdanija. Petogodišnja kamatna stopa na petogodišnje terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije povećala se za oko 10 baznih bodova zbog promjena u premiji i očekivanjima za inflacijski rizik. Međutim, nakon što je prilagođeno za premiju za inflacijski rizik, mjerilo dugoročnih inflacijskih očekivanja zasnovano na tržišnim pokazateljima ostalo je čvrsto usidreno na razini od 2 %, što je poduprlo stabilizaciju inflacije na razinama oko inflacijskog cilja Upravnog vijeća u srednjoročnom razdoblju. Prosječna dugoročnija inflacijska očekivanja i medijan dugoročnih inflacijskih očekivanja zadržali su se na razini od 2 % u ESB-ovoj Anketi o prognozama stručnjaka (engl. *Survey of Professional Forecasters*) za prvo tromjesečje 2026. i u ESB-ovoj Anketi monetarnih analitičara (engl. *Survey of Monetary Analysts*) iz ožujka 2026.

Percepcije potrošača o prošloj inflaciji te njihova kratkoročna i srednjoročna inflacijska očekivanja ostali su stabilni ili su se smanjili u veljači 2026. (Grafikon 13., panel b)). Prikupljanje podataka u sklopu ESB-ove ankete o

očekivanjima potrošača završeno je 2. ožujka. Međutim, samo 3,5 % odgovora zaprimljeno je nakon izbijanja rata na Bliskom istoku 28. veljače. Prema anketi o očekivanjima potrošača za veljaču 2026. medijan percepcije inflacije u prethodnih godinu dana ostao je nepromijenjen i iznosio je 3,0 %.¹¹ Medijani očekivanja glede inflacije za sljedećih godinu dana i za sljedeće tri godine smanjili su se na 2,5 %, s 2,6 %, koliko su iznosili u siječnju, a medijan očekivanja za sljedećih pet godina ostao je nepromijenjen i iznosio je 2,3 %.

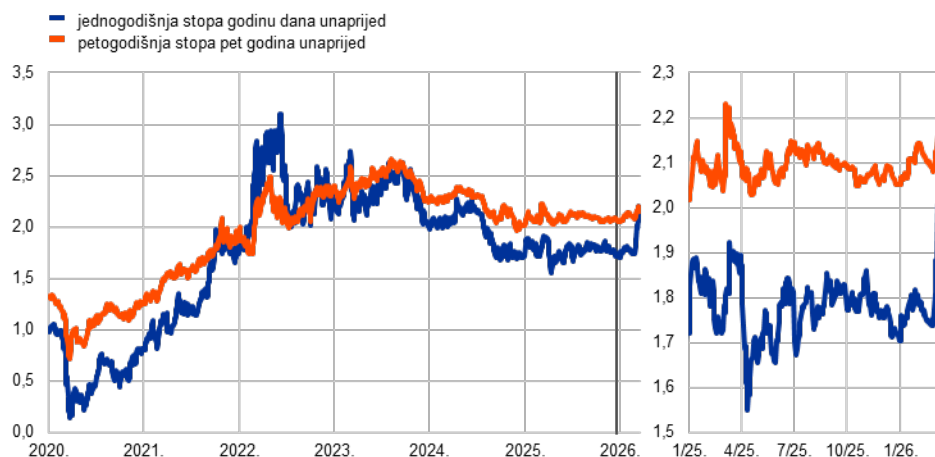
¹¹ Prikupljanje podataka u sklopu ankete o očekivanjima potrošača za veljaču 2026. završeno je 2. ožujka 2026.

Grafikon 13.

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

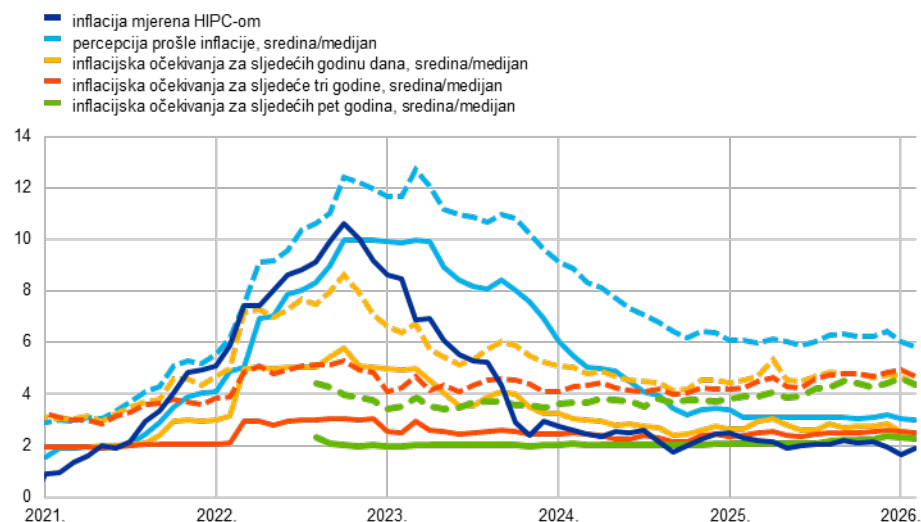
a) mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima

(godišnje promjene u postotcima)



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

(godišnje promjene u postotcima)



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

Napomene: Panel a) prikazuje kamatne stope na terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije za različita razdoblja za europodručje. Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 18. prosinca 2025. Na panelu b) isprekidane linije označuju sredinu, a pune linije označuju medijan. Posljednji su podatci za 13. ožujka 2026. za panel a) i veljaču 2026. za panel b).

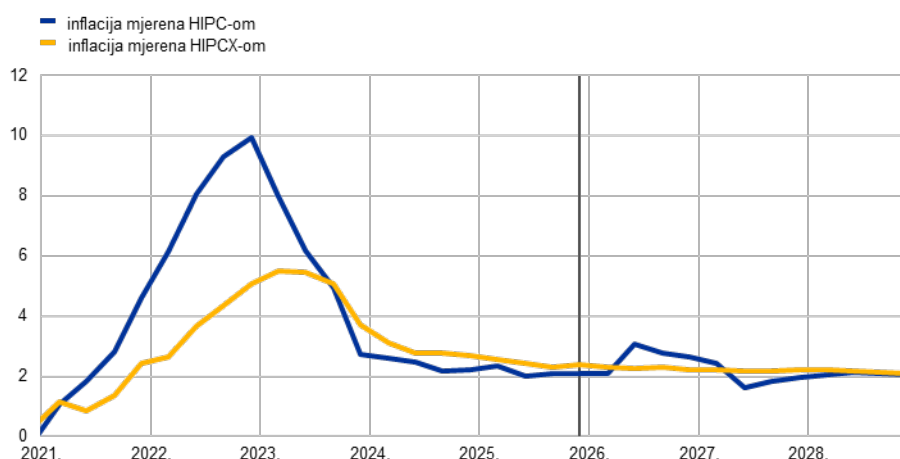
U projekcijama iz ožujka 2026. predviđa se da će ukupna inflacija porasti s 2,1 % u 2025. na 2,6 % u 2026., a potom se ponovo smanjiti na 2,0 % u 2027. i ponovo se povećati na 2,1 % u 2028. (Grafikon 14.). Kratkoročni profil pod utjecajem je nedavne eskalacije rata na Bliskom istoku, što je prouzročilo rast cijena energije. Stoga se očekuje da će ukupna inflacija slijediti snažno povećanje inflacije cijena energije u prvoj polovini 2026. i povećati se s 2,1 % u prvom tromjesečju 2026. na 3,1 % u drugom tromjesečju, a potom se smanjiti na 2,7 % u drugoj polovini godine. Veća očekivana prosječna stopa za 2026. povezana je sa snažnim rastom cijena energije i povećavanjem inflacije cijena hrane kasnije tijekom

godine zbog sve većih pritisaka proizvođačkih troškova koji proizlaze iz cijena energije i drugih ulaznih troškova. Očekuje se da će se inflacija mjerena HIPCX-om stabilizirati na razini od oko 2,3 %, pri čemu se očekuje da će neizravni učinci inflacije cijena energije biti ograničeni. Usporavanje ukupne inflacije u 2027. uglavnom odražava negativne bazne učinke i pad cijena energije. Očekuje se da će se inflacija mjerena HIPCX-om blago smanjiti i da će inflacija cijena hrane dodatno porasti. Očekuje se da će se ukupna inflacija potom 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 prosinca 2025., ukupna inflacija mjerena HIPC-om revidirana je naviše za 0,7 postotnih bodova za 2026., uglavnom zbog inflacije cijena energije, uz znatno manje revizije naviše za 2027. i 2028. zbog komponenata bez energije. Revizija ukupne inflacije naviše u 2027. i 2028. posljedica je odgođenog prijenosa viših troškovnih pritisaka viših cijena energije na komponente HIPCX-a i hrane. Očekuje se da će inflacija mjerena HIPCX-om ostati nešto ustrajnija, ali da će se ipak smanjiti za 0,1 postotni bod u svakoj godini projekcijskog razdoblja, odnosno da će se smanjiti s 2,4 % u 2025. na 2,1 % u 2028. Revizije inflacije cijena hrane i inflacije mjerene HIPCX-om naviše djelomično odražavaju ograničenu prilagodbu naviše zasnovanu na prosudbi stručnjaka kako bi se obuhvatili snažniji učinci prijenosa viših cijena energije, koje standardni alati za modeliranje mogu blago podcijeniti u kontekstu velikih šokova na cijene energije. S obzirom na vrlo veliku neizvjesnost i snažnu ovisnost o trajanju i intenzitetu sukoba, osnovni scenarij trebalo bi tumačiti kao jedan od nekoliko vjerojatnih ishoda, a ne kao najvjerojatniji ishod. Kako bi se procijenili rizici za osnovni scenarij, osmišljeni su neki ilustrativni alternativni scenariji koji odražavaju različite pretpostavke o trajanju, intenzitetu i gospodarskoj transmisiji sukoba. U analizi scenarija naglašava se da bi dugotrajan poremećaj opskrbe energijom i jači drugi krug učinaka mogli dovesti do ustrajnijih inflacijskih pritisaka u srednjoročnom razdoblju.

Grafikon 14.

Inflacija mjerena HIPC-om i HIPCX-om za europodručje

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, ožujak 2026.

Napomene: Siva vertikalna linija označuje posljednje tromjesečje prije početka projekcijskog razdoblja. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2025. za podatke i četvrto tromjesečje 2028. za projekcije. Projekcije iz ožujka 2026. dovršene su 13. ožujka 2026., a krajnji datum za tehničke pretpostavke bio je 11. ožujka 2026. Povijesni i projicirani podatci za inflaciju mjerenu HIPC-om i HIPCX-om na tromjesečnoj su osnovi.

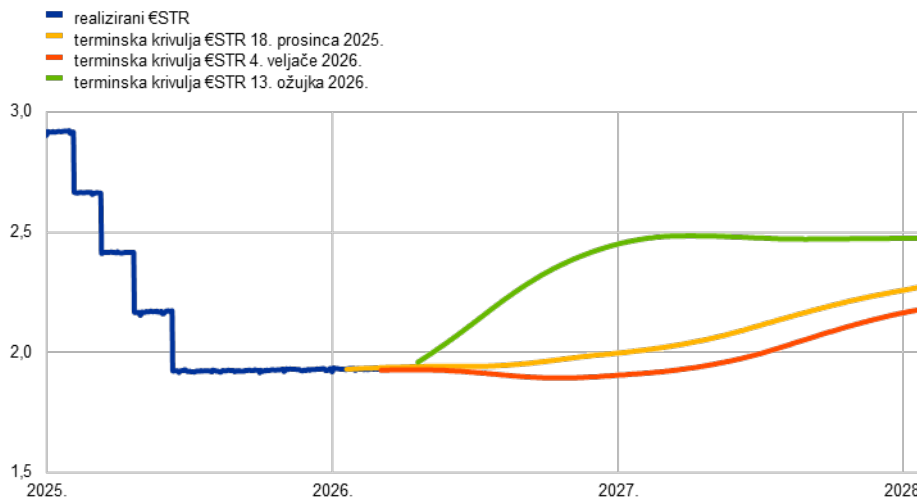
4. Kretanja na financijskim tržištima

Financijska tržišta u europodručju bila su izložena snažnom i kolebljivom ponovnom određivanju cijena krajem promatranog razdoblja koje je trajalo od 18. prosinca 2025. do 18. ožujka 2026. zbog izbijanja rata na Bliskom istoku krajem veljače. To je ponovno određivanje cijena bilo obilježeno snažnim porastom cijena energije i rasprodajom na tržištima vlasničkih vrijednosnih papira, uz veću naknadu za inflaciju i očekivanja glede rasta kamatnih stopa. Neizvjesnost povezana s razmjerom i trajanjem sukoba ključan je činitelj koji je utjecao na nedavna tržišna kretanja i koji može utjecati na potencijalna tržišna kretanja. Na kraju promatranog razdoblja terminska krivulja nerizične eurske kratkoročne kamatne stope uzimala je u obzir oko 50 baznih bodova kumulativnih povećanja kamatnih stopa u europodručju do kraja 2026. Prinosi na dugoročne državne obveznice bili su viši, pri čemu su se razlike prinosa povećale u uvjetima povećane nesklonosti riziku, iako je disperzija prinosa među državama europodručja ostala niska. Iako su dionice u europodručju općenito bile otporne, rasprodaja nakon početka rata bila je osobito izražena u sektorima koji se znatno oslanjaju na energiju. Razlike prinosa na korporativne obveznice povećale su se zbog neizvjesnosti povezane s ratom. Na deviznim tržištima tečaj eura oslabio je i u odnosu na američki dolar (-1,9 %) i ponderiran obujmom trgovine (-1,6 %), što je djelomično povezano sa šokovima trgovinskih uvjeta povezanih s energijom izazvanima ratom na Bliskom istoku.

Kratkoročne i dugoročne nerizične kamatne stope u europodručju porasle su tijekom promatranog razdoblja u uvjetima povećane kolebljivosti zbog izbijanja rata na Bliskom istoku (Grafikon 15.). Referentna eurska kratkoročna kamatna stopa €STR iznosila je 1,93 % na kraju promatranog razdoblja nakon što je Upravno vijeće na sastancima u prosincu 2025. i veljači 2026. odlučilo da će tri ključne kamatne stope ESB-a ostati nepromijenjene. Višak likvidnosti smanjio se za oko 91 mlrd. EUR na 2.379 mlrd. EUR, što je uglavnom odražavalo daljnje smanjivanje portfelja vrijednosnih papira koji se drže za potrebe monetarne politike. Iako su se kratkoročne terminske stope u početku smanjile u razdoblju između sastanaka Upravnog vijeća u prosincu i veljači, ponovno su se povećale zbog zaoštrenih geopolitičkih napetosti i porasta globalnih cijena energije, čime je došlo do znatnog preokreta u odnosu na ranije smanjenje. Eskalacija sukoba na Bliskom istoku dovela je do snažne ponovne prilagodbe kratkoročnih očekivanja glede kamatnih stopa monetarne politike. Najnovija terminska krivulja €STR upućuje na kumulativna povećanja kamatnih stopa za 50 baznih bodova do kraja godine. U razdoblju nakon 2027. terminska krivulja €STR i nadalje se pomiče naviše u okolnostima velike neizvjesnosti glede trajanja sukoba i kolebljivog tržišta energenata. Sveukupno gledano, nominalna kamatna stopa na desetogodišnje prekonocne kamatne ugovore o razmjeni (OIS) porasla je za oko 10 baznih bodova na 2,8 % tijekom promatranog razdoblja.

Grafikon 15. Terminske stope €STR

(postotci na godišnjoj razini)



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

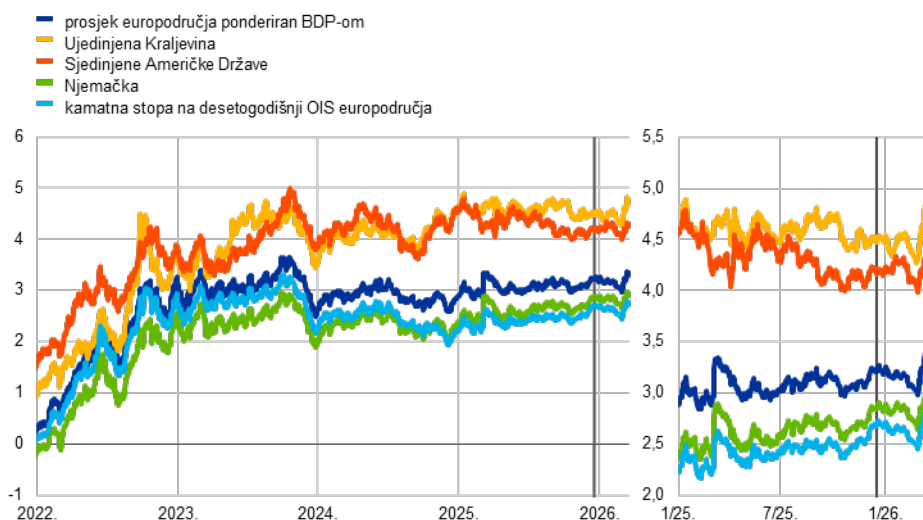
Napomena: Terminalska krivulja procjenjuje se s pomoću promptnih kamatnih stopa na prekonoćne kamatne ugovore o razmjeni (OIS) (€STR).

Prinosi na dugoročne državne obveznice pomaknuli su se naviše, a razlike prinosa malo su se povećale zbog porasta nesklonosti riziku krajem promatranog razdoblja (grafikoni 16. i 17.). Prinos na desetogodišnje državne obveznice europodručja ponderiran BDP-om povećao se za oko 15 baznih bodova i na kraju promatranog razdoblja iznosio je oko 3,3 %. U ranijim fazama promatranog razdoblja prinosi na desetogodišnje državne obveznice u europodručju uglavnom su slijedili kretanja nerizične kamatne stope na OIS (Grafikon 17.). Nakon početka rata na Bliskom istoku razlike prinosa u odnosu na nerizičnu stopu povećale su se u većini država europodručja, ali su se neznatno smanjile za Njemačku zbog pozitivnog utjecaja sigurnih tokova. Međutim, disperzija prinosa, mjerena presječnom standardnom devijacijom prinosa na državne obveznice, ostala je blizu relativno niskih razina zabilježenih prije globalne financijske krize. U Sjedinjenim Američkim Državama prinos na desetogodišnje državne vrijednosne papire povećao se za oko 15 baznih bodova i iznosio je 4,3 % na kraju promatranog razdoblja, u skladu sa širim globalnim ponovnim određivanjem cijena državnih obveznica, što je bilo posljedica zaoštrenih geopolitičkih napetosti.

Grafikon 16.

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

(postotci na godišnjoj razini)



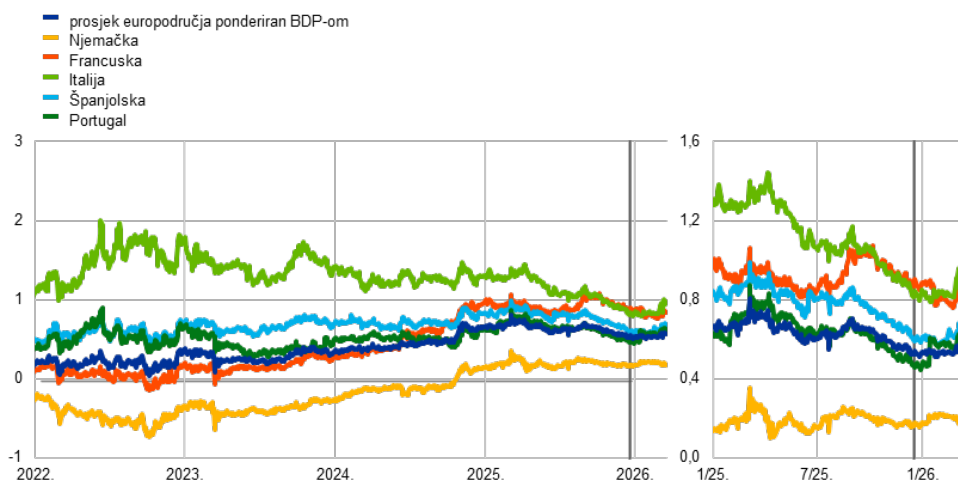
Izvori: LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 18. prosinca 2025. Posljednji podatci odnose se na 18. ožujka 2026.

Grafikon 17.

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 18. prosinca 2025. Posljednji podatci odnose se na 18. ožujka 2026.

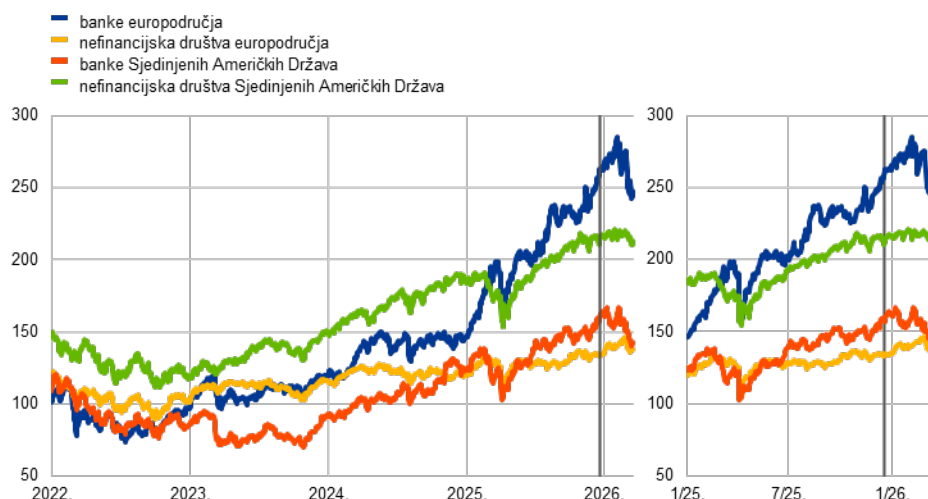
Na tržištu dionica u europskom području došlo je do znatne rasprodaje u uvjetima povećane nesklonosti riziku nakon početka rata, čime su uglavnom neutralizirana znatna povećanja zabilježena u ranijim fazama promatranog razdoblja (Grafikon 18.). Sveukupno gledano, indeksi tržišta dionica u europskom području bili su otporni, pri čemu je podindeks za nefinancijska društva porastao za 0,8 %. Nasuprot tomu, bankovne dionice smanjile su se za 5,2 % u okolnostima izravnjanja

krivulje prinosa. Širi indeks tržišta dionica u Sjedinjenim Američkim Državama smanjio se za 2,3 %, pri čemu su se indeksi za nefinancijska društva smanjili za 1,6 %, a za banke za 9,6 %. U ranijim fazama promatranog razdoblja zabrinutosti zbog precijenjenosti poduzeća iz SAD-a koja razvijaju umjetnu inteligenciju oslabile su korelaciju između dioničkih tržišta u SAD-u i europodručju, pri čemu su dionice u europodručju nadmašile dionice u SAD-u. Izbijanje rata na Bliskom istoku dovelo je do povećanja kolebljivosti na tržištu i pogoršanja raspoloženja prema riziku, što je izazvalo rasprodaju na tržištima s objiju strana Atlantika. S obzirom na snažnije oslanjanje europodručja na uvoz energenata, to je više utjecalo na dionice u europodručju nego na dionice u SAD-u.

Grafikon 18.

Indeksi cijena dionica u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama

(indeks: 2. siječnja 2020. = 100)



Izvori: LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 18. prosinca 2025. Posljednji podatci odnose se na 18. ožujka 2026.

Na tržištu korporativnih obveznica razlike prinosa na obveznice u segmentu investicijskog rejtinga i segmentu visokog prinosa ostale su niske u ranijim fazama promatranog razdoblja, a nakon toga su se malo povećale nakon izbijanja rata na Bliskom istoku. Sklonost preuzimanju rizika općenito je i nadalje bila visoka, iako se pogoršala nakon izbijanja sukoba, što je pridonijelo povećanju razlike prinosa na korporativne obveznice krajem promatranog razdoblja. To je povećanje bilo najizraženije u segmentu visokog prinosa u europodručju, u kojemu su se razlike prinosa povećale za oko 30 baznih bodova. Istodobno su se razlike prinosa na korporativne obveznice u segmentu investicijskog rejtinga povećale za otprilike 10 baznih bodova za nefinancijska i financijska društva.

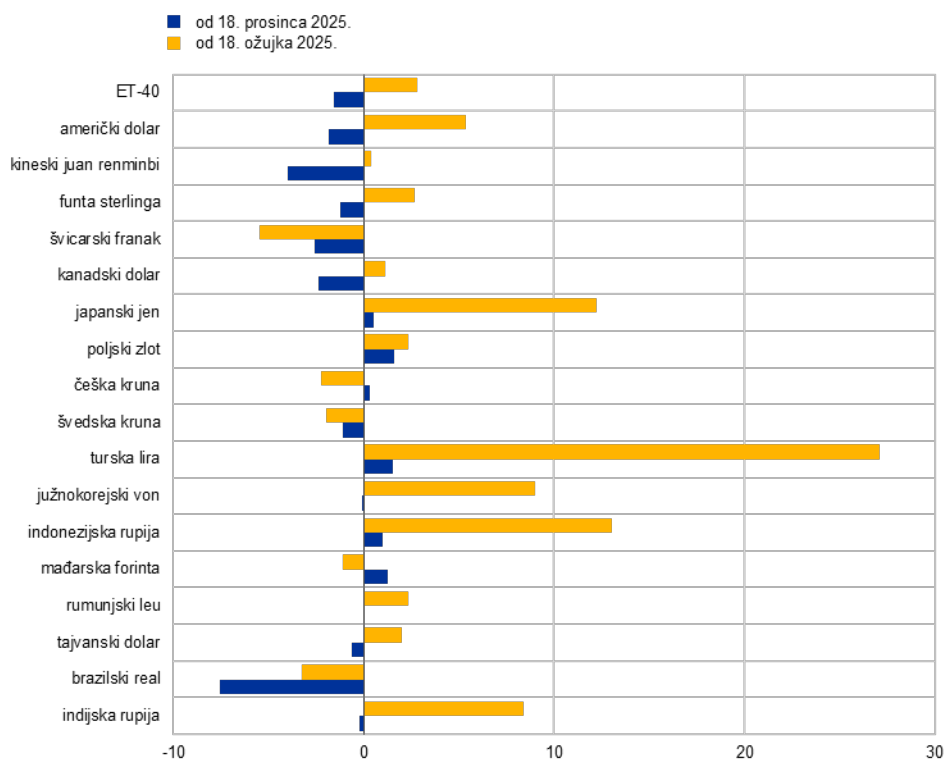
Na deviznim tržištima tečaj eura oslabio je i u odnosu na američki dolar i ponderiran obujmom trgovine (Grafikon 19.). Nominalni efektivni tečaj eura mjeren u odnosu na valute 40 najvažnijih trgovinskih partnera europodručja smanjio se za 1,6 % u promatranom razdoblju. To je smanjenje odražavalo slabljenje eura u odnosu na valute velikog broja najvažnijih trgovinskih partnera europodručja. Euro je osobito oslabio u odnosu na američki dolar (–1,9 %), pri čemu je tečaj američkog

dolara prema euru iznosio 1,15. Euro je isprva ojačao u siječnju 2026., ali je kasnije oslabio zbog široko zasnovanog jačanja američkog dolara u okolnostima zaoštrenih geopolitičkih napetosti i zabrinutosti povezane s energentima zbog rata na Bliskom istoku. Euro je oslabio i u odnosu na kineski juan renminbi (–4,0 %), koji je postupno ojačao u promatranom razdoblju, čime je djelomično preokrenuto ranije jačanje tečaja eura u odnosu na tu valutu na početku 2025. Slično tome, euro je oslabio u odnosu na funtu sterlinga (–1,2 %), švicarski franak (–2,6 %) i brazilski real (–7,6 %), što je odražavalo povećanu neizvjesnost izazvanu ratom na Bliskom istoku. Nasuprot tomu, euro je i nadalje bio uglavnom stabilan u odnosu na japanski jen (+0,5 %) i ojačao je u odnosu na poljski zlot (+1,6 %) i tursku liru (+1,5 %).

Grafikon 19.

Promjene tečaja eura u odnosu na odabrane valute

(promjene u postotcima)



Izvor: izračun ESB-a

Napomene: ET-40 jest nominalni efektivni tečaj eura u odnosu na valute 40 najvažnijih trgovinskih partnera europskog područja. Pozitivna (negativna) promjena odgovara aprecijaciji (deprecijaciji) eura. Sve promjene izračunate su primjenom deviznih tečajeva koji su vrijedili 18. ožujka 2026.

5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja

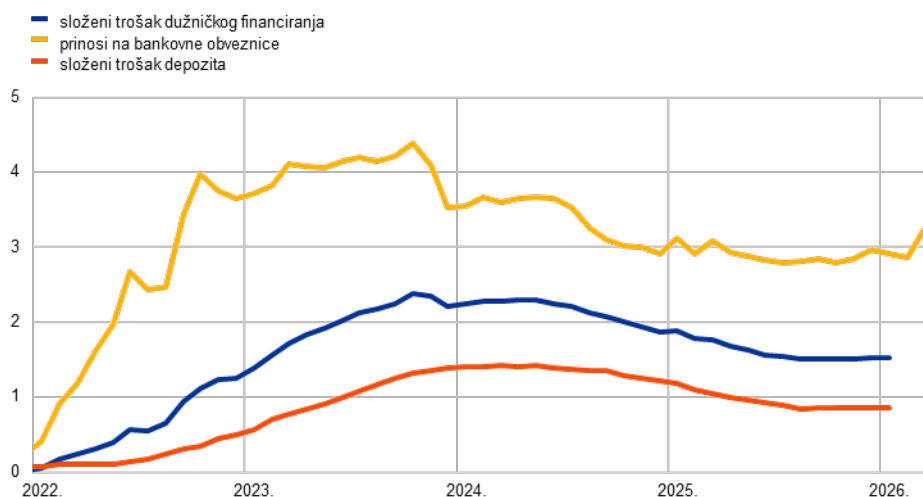
Uvjeti financiranja za poduzeća i kućanstva uglavnom su bili stabilni sve do siječnja 2026., ali pooštrili su se od prethodnog sastanka Upravnog vijeća nakon izbijanja rata na Bliskom istoku. U siječnju kamatne stope banaka na kredite poduzećima zadržale su se na 3,6 %, a prosječna kamatna stopa na nove hipotekarne kredite blago se povećala na 3,4 %. Rast kredita poduzećima malo se smanjio, a rast kredita kućanstvima bio je stabilan. Godišnji rast najširega monetarnog agregata (M3) povećao se na 3,3 %. Tijekom promatranog razdoblja od 18. prosinca 2025. do 18. ožujka 2026. trošak tržišnog duga i trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira za nefinancijska društva povećali su se, a povećali su se i prinosi na bankovne obveznice.

Troškovi financiranja banaka ostali su uglavnom stabilni sve do siječnja 2026., ali početkom ožujka došlo je do snažne promjene cijena prinosa na bankovne obveznice. Složeni trošak dužničkog financiranja za banke europodručja u siječnju je iznosio 1,5 %, nepromijenjeno na toj razini od srpnja 2025. (Grafikon 20.). Prinosi na bankovne obveznice bili su stabilni u siječnju i kretali su se oko 3 % od početka 2025. Međutim, preliminarni podatci dostupni do 18. ožujka 2026. upućuju na to da su snažno porasli (za približno 40 postotnih bodova) nakon izbijanja rata na Bliskom istoku 28. veljače, i vjerojatno će nastaviti stvarati pritisak na rast troškova financiranja banaka. Složena kamatna stopa na depozite također je ostala stabilna na 0,9 % u siječnju. Kamatne stope na prekonoćne depozite, depozite s otkaznim rokom i međubankovne kamatne stope malo su se promijenile, dok su se stope na oročene depozite blago smanjile.

Grafikon 20.

Složeni troškovi financiranja banaka u europodručju

(postotci na godišnjoj razini)



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

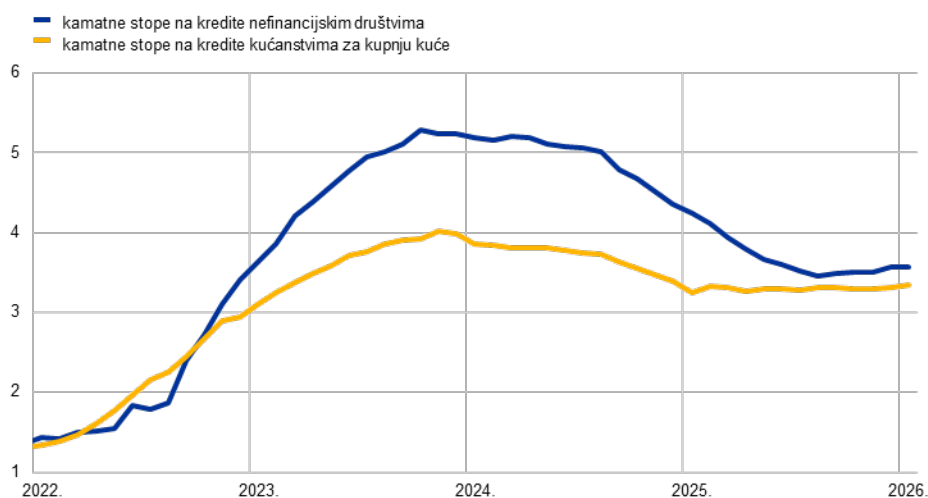
Napomene: Složeni trošak dužničkog financiranja prosjek je novih troškova banaka za prekonoćne depozite, depozita s otkaznim rokom, oročenih depozita, obveznica i međubankovnog zaduživanja, ponderiranih odgovarajućim nepodmirenim iznosima. Složeni trošak depozita izračunava se kao prosjek kamatnih stopa na nove prekonoćne depozite, depozite s ugovorenim rokom dospijea i depozite s otkaznim rokom, ponderiranih odgovarajućim nepodmirenim iznosima. Posljednji podatci odnose se na siječanj 2026. za složeni trošak dužničkog financiranja banaka i složeni trošak depozita te na 18. ožujka 2026. za prinose na bankovne obveznice.

Kamatne stope banaka na kredite poduzećima bile su stabilne u siječnju, dok su se one na kredite kućanstvima neznatno povećale (Grafikon 21.). Trošak zaduživanja kod banaka za nefinancijska društva ostao je nepromijenjen na 3,6 % u siječnju, što je oko 1,7 postotnih bodova ispod najviše razine iz listopada 2023. U svim razdobljima fiksiranja kamatnih stopa situacija je bila raznolika: kamatne stope na kratkoročne kredite (do godinu dana) neznatno su se smanjile, dok su se kamatne stope na kredite sa srednjim razdobljima fiksiranja kamatne stope (više od jedne godine i manje od pet godina) neznatno povećale. Razlika između kamatnih stopa na male i velike kredite poduzećima bila je nepromijenjena i blizu dosad najnižih razina. Trošak zaduživanja kućanstava za kupnju kuće neznatno se povećao s 3,3 % u prosincu na 3,4 % u siječnju i iznosio oko 70 baznih bodova ispod najviše razine iz studenoga 2023. U svim razdobljima fiksiranja kamatnih stopa to kretanje poticale su stope na dugoročne hipotekarne kredite (više od pet godina), a za stope na kratkoročne hipotekarne kredite (manje od jedne godine) zabilježeno je malo smanjenje.

Grafikon 21.

Složene kamatne stope banaka na kredite poduzećima i kućanstvima u europodručju

(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 siječanj 2026.

Tijekom promatranog razdoblja od 18. prosinca 2025. do 18. ožujka 2026. 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 tržišnoga duga i trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira, ostao je stabilan na 5,8 % treći uzastopni mjesec u siječnju (Grafikon 22.).¹² Niži trošak tržišnoga duga nadomješten je blagim povećanjem troška dugoročnog zaduživanja kod banaka, dok su sve druge komponente ostale gotovo nepromijenjene. Međutim, dnevni podatci za razdoblje od 18. prosinca 2025. do 18. ožujka 2026. pokazuju porast troška tržišnoga duga i

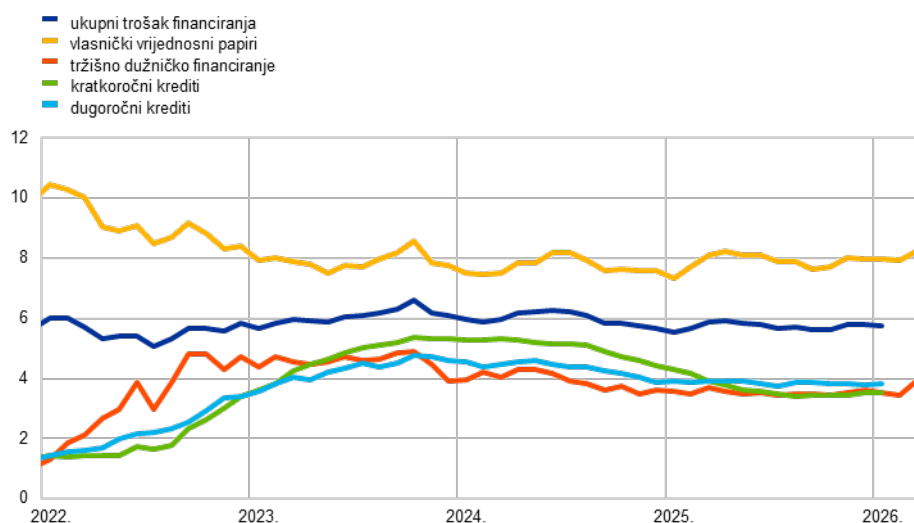
¹² S obzirom na dostupnost podataka o trošku zaduživanja kod banaka s odmakom, podatci o ukupnom trošku financiranja za nefinancijska društva dostupni su samo za razdoblje do siječnja 2026.

troška financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima. Porast odražava povećanje razlike prinosa na korporativne obveznice, posebno u području visokog prinosa, i porast premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira. Povećale su se i nerizične kamatne stope u cijelom spektru dospijeća, što je najprimjetnije na kratkom kraju, u uvjetima znatne kolebljivosti tijekom razdoblja.

Grafikon 22.

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 podacima i izračunava se kao prosjek dugoročnih i kratkoročnih troškova zaduživanja kod banaka (mjesečni prosječni podatci) i troškova tržišnog duga i izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (podatci na kraju mjeseca), ponderiranih na osnovi njihovih odgovarajućih nepodmirenih iznosa. Posljednji podatci odnose se na 18. ožujka 2026. za trošak tržišnog duga i trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (dnevni podatci) i siječanj 2026. za ukupni trošak financiranja i troškove dugoročnih i kratkoročnih kredita (mjesečni podatci).

Rast kredita poduzećima malo se smanjio u siječnju, a rast kredita kućanstvima bio je stabilan (Grafikon 23.).

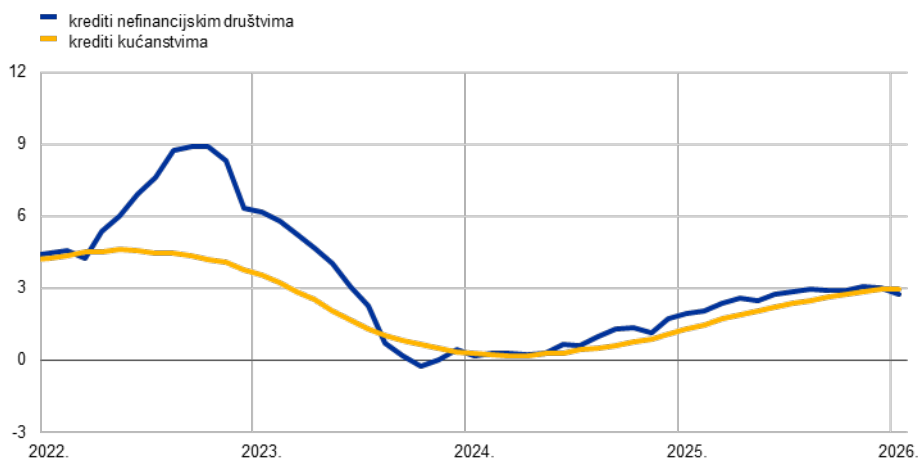
Godišnja stopa rasta bankovnog kreditiranja nefinancijskih poduzeća usporila se s 3,0 % u prosincu na 2,8 % u siječnju, što je znatno ispod povijesnog prosjeka od 4,3 % u 1999. To je neutralizirano povećanjem izdavanja dužničkih vrijednosnih papira poduzeća, čija se godišnja stopa rasta povećala na 4,0 % s 3,5 % u prosincu. Godišnja stopa rasta kredita kućanstvima bila je stabilna na 3,0 % u siječnju, pa je također ostala znatno ispod povijesnog prosjeka od 4,1 %. Rast kredita kućanstvima uglavnom je podupro rast hipotekarnih i potrošačkih kredita, dok su ostali oblici kreditiranja kućanstava, uključujući kredite trgovcima pojedincima, ostali prigušeni. Skroman rast kredita poduzećima i kućanstvima odražava nekoliko činitelja, kao što su povećana neizvjesnost povezane s gospodarskim izgledima i mala sklonost banaka preuzimanju rizika, u uvjetima povećanih geopolitičkih rizika.¹³

¹³ Vidi Allayioti, A., Bozzelli, G., Di Casola, P. Mendicino, C., Skoblar, A. i Velasco, S., „More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe”, *ESB-ov blog*, ESB, 2. listopada 2025.

Grafikon 23.

Kreditni monetarnih financijskih institucija u europskom području

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: ESB i izračun ESB-a

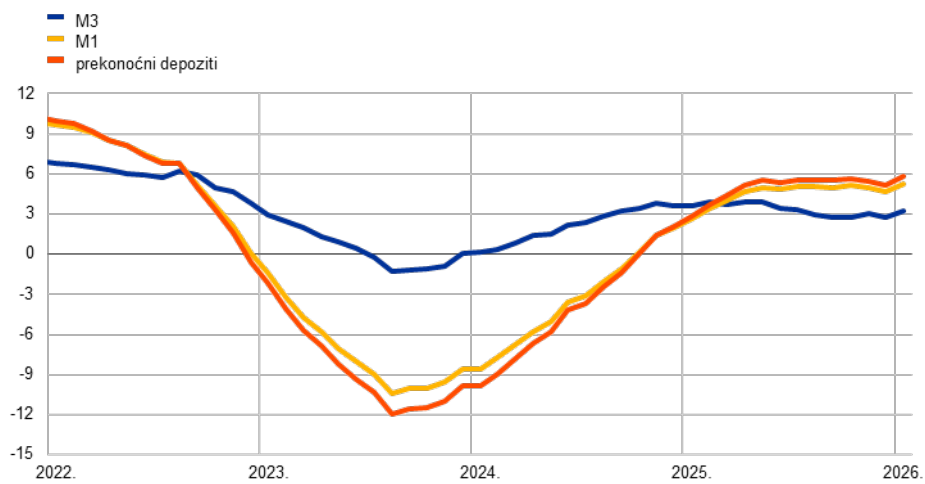
Napomene: Kreditni monetarnih financijskih institucija prilagođeni su za prodaje kredita i sekuritizaciju, a u slučaju nefinancijskih društava krediti su prilagođeni i za obračunsko objedinjavanje sredstava. Posljednji podatci odnose se na siječanj 2026.

Godišnja stopa rasta najširega monetarnog agregata (M3) povećala se u siječnju, što odražava oporavak inozemnih priljeva u europskom području (Grafikon 24.).

Rast M3 povećao se s 2,8 % u prosincu na 3,3 % u siječnju, ali ostao je znatno ispod dugoročnog prosjeka od 6,1 %. Promatraju li se komponente, oporavak rasta novčane mase objašnjen je snažnijom sklonosti likvidnoj imovini, posebno među nebankarskim financijskim posrednicima. Na to je upućivalo povećanje godišnje stope rasta najužega monetarnog agregata (M1), koji uključuje najlikvidnije instrumente, odnosno gotovinu u optjecaju i prekonoćne depozite, s 4,7 % u prosincu na 5,3 % u siječnju. Što se tiče protustavki monetarnog agregata M3, kretanje je uglavnom pokrenuo oporavak neto inozemnih novčanih priljeva i povećanje kupnje (kratkoročnih) državnih obveznica od strane banaka. Nasuprot tome, bilanca Eurosustava i nadalje je nepovoljno utjecala na rast M3 jer se glavnice dospelih vrijednosnih papira u sklopu portfelja programa kupnje vrijednosnih papira i hitnog programa kupnje zbog pandemije više ne reinvestiraju.

Grafikon 24. M3, M1 i prekonoćni depoziti

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



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na siječanj 2026.

6. Fiskalna kretanja

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz ožujka 2026. procjenjuje se da će manjak proračuna opće države u europodručju ostati nepromijenjen na razini od 3,1 % BDP-a u 2025. te se očekuje da će porasti na 3,6 % u 2027. i 2028. Nakon neznatnog ublažavanja u 2025. predviđa se da će se karakter fiskalne politike europodručja snažnije ublažiti u 2026. i u određenoj mjeri pooštriti tijekom 2027. i 2028. Predviđa se da će omjer duga i BDP-a europodručja porasti s 87,5 % u 2025. na 89,5 % u 2028. Jačanje gospodarstva europodručja uz istodobno održavanje snažnih javnih financija i nadalje je ključno. U trenutačnom geopolitičkom okružju vlade bi trebale dati prednost održivim javnim financijama, strateškom ulaganju i strukturnim reformama kojima se potiče rast. Eventualni fiskalni odgovor na šok cijena energije zbog rata na Bliskom istoku trebao bi biti privremen, ciljan i prilagođen. Trenutačna energetska kriza potvrđuje nužnost daljnjeg smanjivanja ovisnosti o fosilnim gorivima.

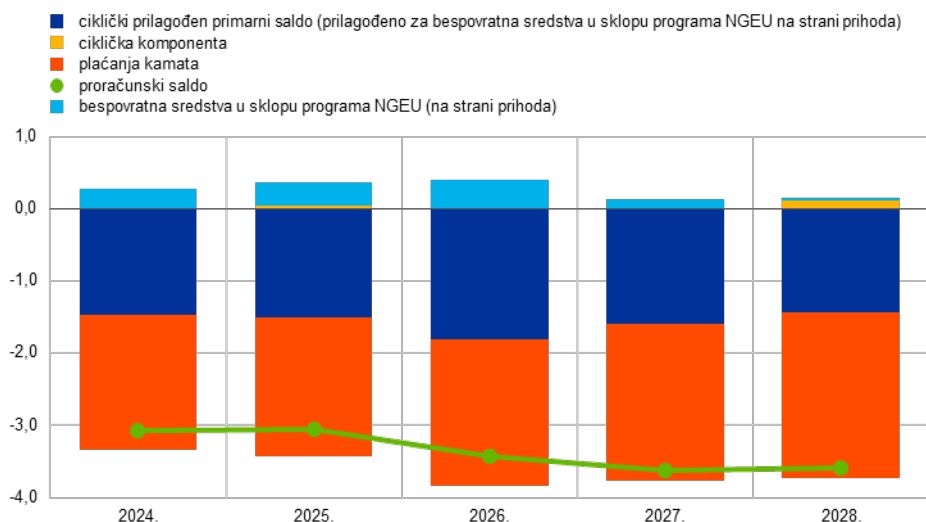
Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz ožujka 2026. manjak proračuna opće države u europodručju trebao bi ostati nepromijenjen i iznositi 3,1 % BDP-a u 2025., porasti na 3,6 % BDP-a u 2027. i ostati na toj razini u 2028. (Grafikon 25.).¹⁴ U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2025. projekcija proračunskog salda revidirana je naviše za cijelo projekcijsko razdoblje. Revizije su prije svega posljedica pogoršanja ciklički prilagođenoga primarnog salda, uglavnom zbog prilagodba naviše za mirovine i ostale rashode zbog veće inflacije koja je rezultat sukoba na Bliskom istoku. Povećanje manjka uglavnom je posljedica povećanja omjera plaćenih kamata i BDP-a (za oko 0,4 postotna boda tijekom razdoblja na koje se odnosi prognoza), nakon čega slijedi pogoršanje ciklički prilagođenoga primarnog salda, koje tek neznatno neutralizira poboljšanje cikličke komponente na kraju projekcijskog razdoblja. Porast plaćanja kamata posljedica je prijenosa prijašnjih povećanja kamatnih stopa, koji se sporo odvija zbog dugoga preostalog dospelja državnog duga. Osim toga, istekom programa Next Generation EU (NGEU) okončat će se dotok zajednički financiranih bespovratnih sredstava koje su države članice EU-a primile, a neka ulaganja povezana s prethodno isplaćenim sredstvima i nadalje će se provoditi.

¹⁴ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, ožujak 2026.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 19. ožujka 2026.

Grafikon 25.

Proračunski saldo i njegove komponente

(postotci BDP-a)



Izvori: izračun ESB-a i Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, ožujak 2026.

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

Nakon neznatnog ublažavanja u 2025. predviđa se da će se karakter fiskalne politike europodručja snažnije ublažiti u 2026. i u određenoj mjeri pooštriti tijekom 2027. i 2028.¹⁵

Procijenjena godišnja promjena ciklički prilagođenoga primarnog salda, prilagođena za bespovratna sredstva koja su odobrena državama u sklopu programa NGEU, upućuje na neznatno ublažavanje fiskalnih politika u europodručju u 2025. (za $-0,1$ postotni bod BDP-a). Predviđeno ublažavanje u 2026. uglavnom je posljedica većih javnih ulaganja i fiskalnih transfera. Povećanje ulaganja ponajprije je posljedica velike potrošnje na obranu i infrastrukturu u Njemačkoj (ali i drugim manjim državama) te, u manjoj mjeri, ulaganja koja se financiraju sredstvima iz programa NGEU. U 2027. i 2028. konsolidaciju u mnogim državama, uključujući Španjolsku, Francusku i Italiju, te prestanak financiranja sredstvima iz programa NGEU uglavnom neutraliziraju fiskalni poticaji, prije svega u Njemačkoj.

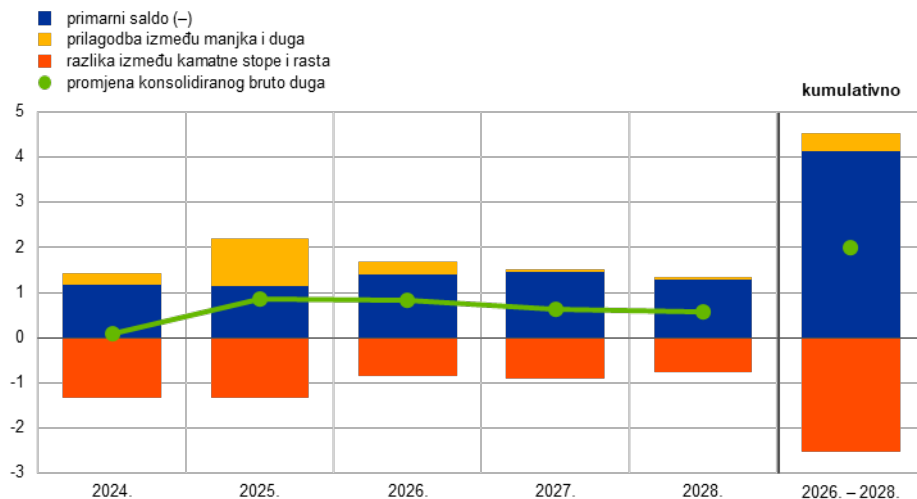
Omjer duga i BDP-a europodručja trebao bi porasti s 87,5 % u 2025. na 89,5 % u 2028. (Grafikon 26.). Predviđa se da će omjer duga i BDP-a europodručja porasti jer će kontinuirani primarni manjak i pozitivna usklađivanja manjka i duga nadmašiti povoljne, premda sve slabije, učinke razlika između kamatnih stopa i stopa rasta. U odnosu na projekcije iz prosinca kretanje državnog duga revidirano je naviše zbog većega kumulativnog primarnog manjka i nepovoljnije razlike između kamatnih stopa i stopa rasta.

¹⁵ Djelovanje fiskalne politike odražava smjer i veličinu poticaja fiskalnih politika gospodarstvu koji premašuje automatsku reakciju javnih financija na poslovni ciklus. Mjeri se promjenom omjera ciklički prilagođenoga primarnog salda i BDP-a bez utjecaja državne pomoći financijskom sektoru. Budući da veći proračunski prihodi povezani s bespovratnim sredstvima u sklopu programa NGEU iz proračuna EU-a nemaju učinak na smanjenje potražnje, ciklički prilagođen primarni saldo u ovom je kontekstu prilagođen kako bi se isključili ti prihodi. Više informacija o fiskalnoj politici u europodručju vidi u članku pod naslovom „The euro area fiscal stance”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2016.

Grafikon 26.

Pokretači promjene omjera državnog duga i BDP-a u europodručju

(postotni bodovi)



Izvori: izračun ESB-a i Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, ožujak 2026.

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

Jačanje gospodarstva europodručja uz istodobno održavanje snažnih javnih financija i nadalje je ključno. U trenutnom geopolitičkom okružju vlade bi trebale dati prednost održivim javnim financijama, strateškom ulaganju i strukturnim reformama kojima se potiče rast. I nadalje je ključno potpuno iskoristiti potencijal jedinstvenog tržišta. Pritom je prijeko potrebno poticati veću 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. Eventualni fiskalni odgovor na šok cijena energije zbog rata na Bliskom istoku trebao bi biti privremen, ciljan i prilagođen. Trenutačna energetska kriza potvrđuje nužnost daljnjeg smanjivanja ovisnosti o fosilnim gorivima.

Okviri

1. Tko snosi troškove povećanja američkih carina?

Stefan Schaefer, Lisa Gerland i Marcel Tirpák

Razumijevanje učinka carina na inflaciju složen je zadatak koji obuhvaća analizu odgovora u cjenovnom lancu, uključujući reakcije stranih izvoznika, distributera, proizvođača i trgovaca na malo. U različitim fazama u cjenovnom lancu domaća poduzeća na najave o carinama mogu odgovarati gomilanjem zaliha prije primjene carina, premještanjem izvora uvoza iz zemalja koje podliježu višim carinama u zemlje koje podliježu nižim carinama (preusmjeravanjem trgovine) i prilagodbom određivanja cijena proizvoda na način koji obuhvaća učinak carina. Analiza postaje još složenija kad se u obzir uzmu i tečajna kretanja i izuzeća za robu u tranzitu u vrijeme primjene carina. U ovom se okviru procjenjuje učinak nedavno nametnutih američkih carina na cijene koje izvoznici naplaćuju za proizvode koji se isporučuju u Sjedinjene Američke Države i istražuju dosad uočene međudržavne i međusektorske razlike u ponašanju izvoznika vezanom uz određivanje cijena. Rezultati analize pokazuju da troškove carina uglavnom snose američka poduzeća i potrošači, a samo 5 % troškova snose strana poduzeća.

Nakon što su Sjedinjene Američke Države nametnule niz povećanja carina, došlo je do smanjenja cijena (umanjenih za carine) i obujma uvezene robe. Od siječnja do studenoga 2025. najavljena zakonski utvrđena efektivna carinska stopa znatno se povećala s 3 % na 18 %.¹ Godišnja promjena cijena robe koja se uvozi u Sjedinjene Američke Države, koja se mjeri jediničnim vrijednostima i prijavljuje umanjena za carine, od travnja je blago negativna, a obujam uvezene robe snažno se smanjio. Međutim, razmjer prilagodbe cijena i količina razlikuje se među važnim vanjskotrgovinskim partnerima koji su pogođeni višim carinama kao što su Kina, Kanada, Meksiko i EU. Moguće je da spomenute razlike odražavaju razlike u carinskim stopama i obuhvatu, promjene u sastavu uvoza i dinamici pojedinačnih država.

Izvoznici u Sjedinjene Američke Države apsorbiraju samo mali dio troškova povezanih s višim carinama. Na agregatnoj razini jedinične vrijednosti uvezene robe umanjene za carine pokazuju prosječni koeficijent prijenosa od 0,95

¹ Postoji razlika između zakonski utvrđenih i stvarnih efektivnih carinskih stopa. Zakonski utvrđena efektivna carinska stopa izračunata je na temelju najava o carinama i obično fiksne trgovinske strukture, a stvarna carinska stopa temelji se na carinskim podacima i obično je niža. Svjetska trgovinska organizacija na svojoj platformi za praćenje carinskih stopa navodi da je zakonski utvrđena efektivna carinska stopa na robu za Sjedinjene Američke Države u studenome 2025. iznosila 18,2 %, dok je stvarna efektivna carinska stopa na robu u istome mjesecu iznosila 9,8 %. U ekonomskoj se analizi kao objasnidbena varijabla obično rabi zakonski utvrđena efektivna carinska stopa jer se smatra da je datum primjene relevantniji od podataka izvedenih iz carinskih izvještaja, kod kojih često dolazi do kašnjenja u podnošenju i pristranosti zbog endogenosti koja proizlazi iz promjena u obujmu trgovine uzrokovanih carinama.

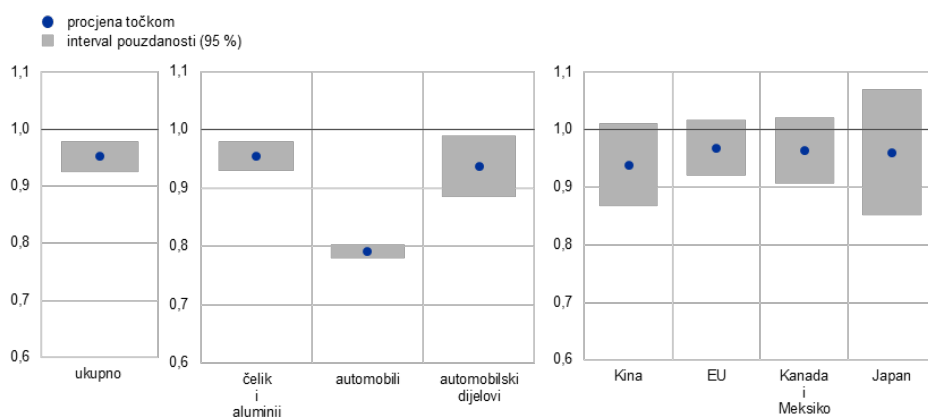
(Grafikon A, panel a)).² To znači da povećanje carina od 10 % implicira povećanje cijena od samo 9,5 %. Dakle, izvoznici apsorbiraju samo manji dio povećanja carina.³ Koeficijent prijenosa znatno je niži ako se promatraju određeni sektori.⁴ Međutim, nisu uočene znatne razlike u procjeni prijenosa carina među važnijim vanjskotrgovinskim partnerima.

Grafikon A

Učinak carina na jedinične vrijednosti i obujam uvezene robe

a) jedinične vrijednosti uvezene robe

(elastičnost, potpuni prijenos = 1)



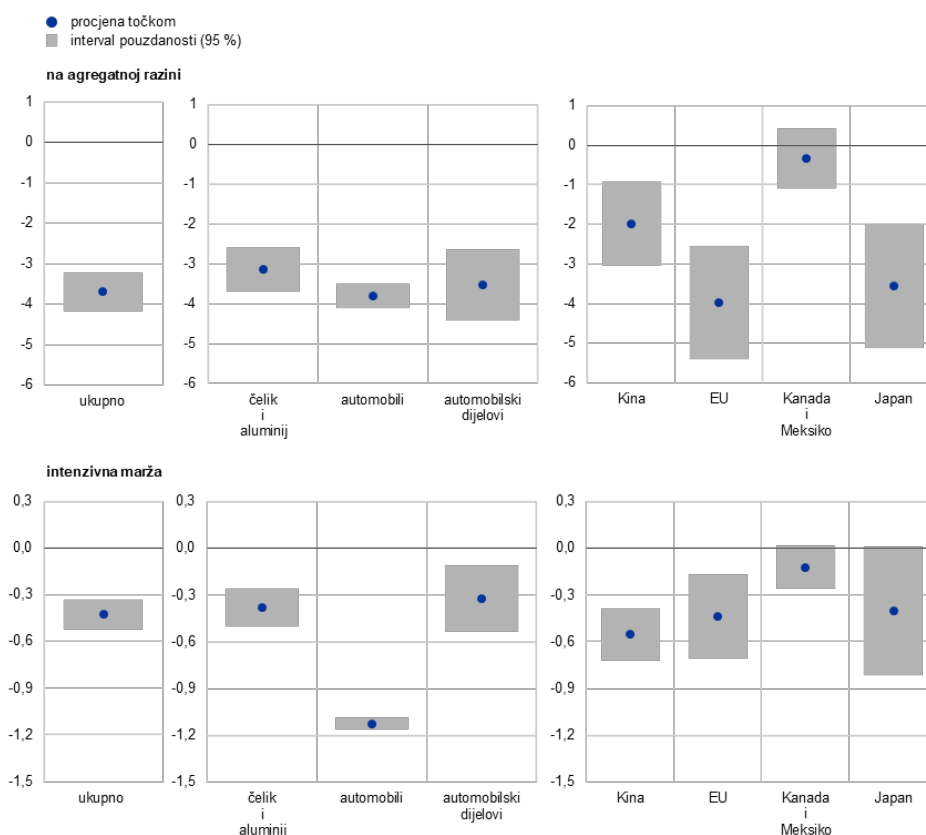
² Agregatni učinci obuhvaćeni su vremenski fiksnim učincima, a obilježja na razini proizvoda kontroliraju se uključivanjem fiksnih učinaka na razini stavke prema pristupu koji primjenjuju Amiti *et al.* (2019.). Učinak carina utvrđuje se na temelju zajedničkoga kretanja zavisne varijable cijene kao odgovora na promjene carina unutar svih stavki tijekom vremena.

³ Taj je nalaz uglavnom u skladu s dokazima iz razdoblja od 2018. do 2019. dokumentiranim u radu Amiti *et al.* (2019.). Također je u skladu s dostupnim procjenama za aktualne carine (Hinz *et al.*, 2026.), što upućuje na to da su Sjedinjene Američke Države u kontekstu trgovinskih uvjeta kratkoročno imale ograničen utjecaj na svoje globalne dobavljače. U radu Amiti *et al.* (2026.) spominje se sličan prijenos carina (elastičnost) od 0,94 za razdoblje od siječnja do kolovoza 2025., koji se u studenome smanjio na 0,86.

⁴ Prvi ciljevi američke administracije u ranoj su fazi bili čelik i aluminij te automobili i automobilski dijelovi, na koje su nametnute znatne carine u rasponu od 25 % do 50 % uz nekoliko izuzetaka.

b) obujam uvezene robe

(elastičnost)



Izvor: izračun zaposlenika ESB-a

Napomene: Navedene procjene zasnivaju se na regresijskoj analizi panel podataka o uvoznim jediničnim cijenama prema šesteroznamenkastim kategorijama proizvoda u sklopu harmoniziranog sustava (HS6), u skladu s metodologijom koju primjenjuju Amiti *et al.* (2019.). Procjena se zasniva na uzorku od siječnja 2024. do listopada 2025. Gornji dio panela b) prikazuje procjene agregatne elastičnosti (ekstenzivnu i intenzivnu maržu) dobivene regresijom u kojoj se kategorije proizvoda, uključujući one koje podliježu višim carinama, više ne uvoze u Sjedinjene Američke Države. Niži dio panela b) prikazuje procjene dobivene regresijom na kategorijama proizvoda kojima se i nadalje trguje uz primjenu carina.

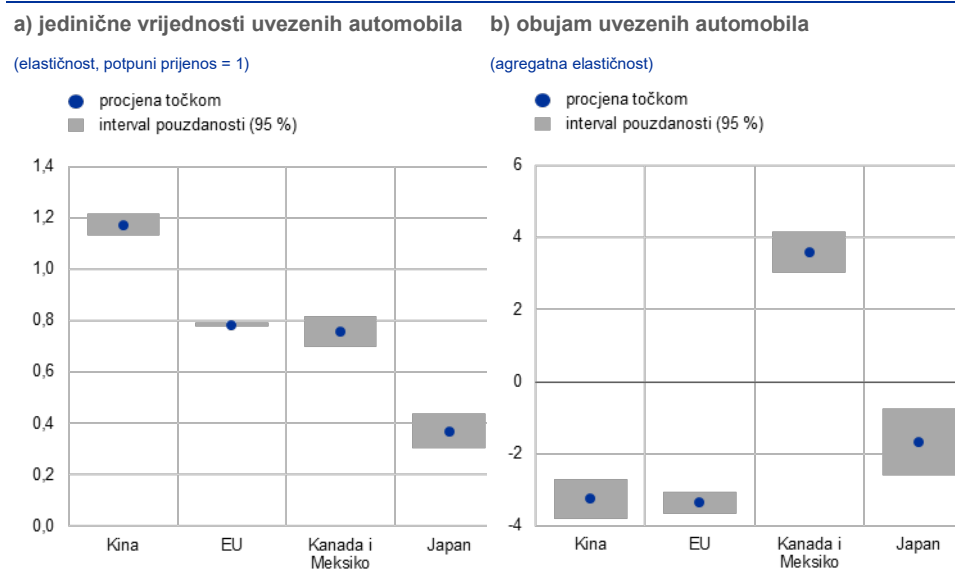
Procijenjeni je učinak carina na obujam uvoza velik. Procijenjena agregatna elastičnost uvoza za sve kategorije proizvoda iznosi $-3,7$. To znači da bi povećanje carina od 10 % rezultiralo smanjenjem obujma uvoza od samo 37 %. Ako se, pak, usredotočimo samo na one kategorije proizvoda kojima se još trguje uz primjenu carina, procijenjeni koeficijent znatno opada, iako je na razini od $-0,43$ i nadalje ekonomski relevantan. To znači da bi povećanje carina od 10 % rezultiralo smanjenjem obujma uvoza od samo 4,3 %. Razlika u procijenjenoj elastičnosti za obujam uvoza upućuje na zaključak da je uočeni pad uvelike povezan s proizvodima kojima se, kao odgovor na nametnute carine, više ne trguje – što znači da je kod tih proizvoda došlo do prilagodbe putem ekstenzivne marže (Grafikon A, panel b), gornji grafikon). Međutim, obujam također znatno opada za proizvode kojima se još trguje uz primjenu carina (trgovinska prilagodba putem intenzivne marže; Grafikon A, panel b), donji grafikon).

Promatranjem automobilskega sektora vidljivo je kako su carine bile okidač znatnih promjena u trgovinskim strukturama, posebice unutar regionalnih opskrbnih lanaca. U automobilskega sektoru rezultati upućuju na jasno razdvajanje Sjedinjenih Američkih Država od Kine i EU-a u korist Kanade i Meksika (Grafikon B).

Snažan rast u uvozu automobila iz Kanade i Meksika odražava jačanje postojećih trgovinskih veza.⁵ To se uvelike razlikuje od rezultata za EU i Japan, kod kojih je uočljiva kontrakcija jedinične vrijednosti izvezenih automobila i snažan pad obujma proizvoda koji podliježu carinama, a još se izvoze u Sjedinjene Američke Države.⁶

Grafikon B

Učinak carina na jedinične vrijednosti i obujam automobila uvezenih u Sjedinjene Američke Države



Izvor: izračun zaposlenika ESB-a
 Napomene: Navedene procjene zasnivaju se na regresijskoj analizi panel podataka o uvoznim jediničnim cijenama prema šestoznamenkastim kategorijama proizvoda u sklopu harmoniziranog sustava (HS6), u skladu s metodologijom koju primjenjuju Amiti *et al.* (2019.). Procjena se zasniva na uzorku od siječnja 2024. do listopada 2025.

Iako su carine preoblikovale geografiju trgovinskih odnosa sa Sjedinjenim Američkim Državama, njihov trošak većinom snose domaći uvoznici i potrošači. Zaključujemo da se troškovi povezani s višim carinama prenose niz cjenovni lanac, pri čemu potrošači trenutno snose oko trećinu carinskog tereta (Grafikon C). Ako više carine ostanu na snazi tijekom duljeg razdoblja, dostupni anketni podatci dobiveni od poduzeća u Sjedinjenim Američkim Državama upućuju na to da će se veći dio troškova povezanih s carinama prenijeti na potrošače. Dugoročno bi se taj udio mogao popeti i na više od polovine jer su američka poduzeća iscrpila mogućnosti apsorpcije troškova. Usto, ako mjera u kojoj izvoznici apsorbiraju carine ostane ograničena, kako je gore navedeno, pretpostavlja se da će američka poduzeća dugoročno apsorbirati oko 40 % viših carinskih troškova.

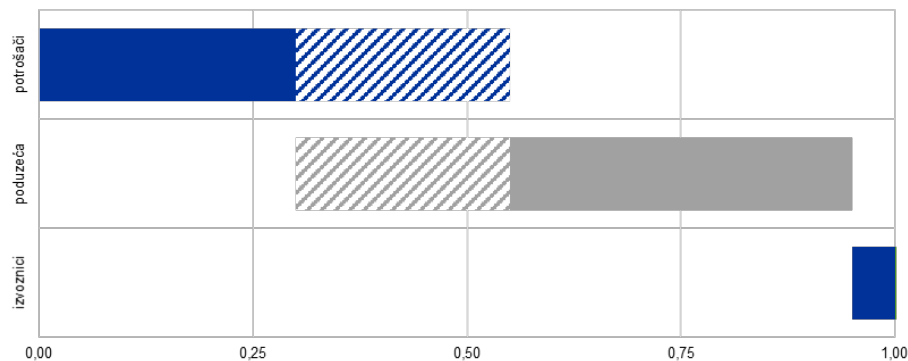
⁵ Moguće je da je tim kretanjima pridonijelo preusmjeravanje kineskog izvoza automobila putem tih zemalja, iako nedavne analize upućuju na mogućnost da je kineski izvoz preusmjeren preko zemalja Saveza država jugoistočne Azije. Za više detalja vidi Le Roux i Spital (2026.).

⁶ Procijenjena elastičnost obujma trgovine na intenzivnoj marži iznosi 0,84 za Kanadu i Meksiko i -1,26 za EU.

Grafikon C

Raspodjela troškova povezanih s carinama uzduž cjenovnog lanca

(procjene koeficijenta)



Izvor: izračun zaposlenika ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje način na koji su carinski troškovi raspodijeljeni uzduž cjenovnog lanca na osnovi empirijskih analiza podataka dostupnih do kolovoza 2025. (tamnoplava boja). Sivi stupci prikazuju rezidualnu atribuciju, pri čemu sivo osjenčani dijelovi prikazuju rezultate ankete prema Andrade *et al.* (2025.), koji upućuju na zaključak da se prijenos carina na potrošače povećava na 0,55 kad su u primjeni tijekom duljih vremenskih horizonata. Vrijednost za potrošače dobivena je panel-regresijom carina na elemente osobne potrošnje (PCE), a vrijednost za izvoznike zasniva se na regresijskoj analizi panel podataka o uvoznim jediničnim cijenama prema šestoznamenkastim kategorijama proizvoda u sklopu harmoniziranog sustava (HS6), prema metodologiji koju primjenjuju Amiti *et al.* (2019.). „Poduzeća” podrazumijevaju distributere, proizvođače i trgovce na malo.

Izvori

Amiti, M., Redding, S. J. i Weinstein, D. E. (2019.), „[The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare](#)”, *Journal of Economic Perspectives*, sv. 33, br. 4, str. 187 – 210.

Amiti, M., Flanagan, C., Heise, S. i Weinstein, D. E. (2026.), „[Who Is Paying for the 2025 U.S. Tariffs?](#)”, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 12. veljače

Andrade, P., Dietrich, A. M., Leer, J., Lin, X., Schoenle, R. S., Tang, J. i Zakrajšek, E. (2025.), „[Who Will Pay for Tariffs? Businesses’ Expectations about Costs and Prices](#)”, *Current Policy Perspectives*, br. 25-13, Federal Reserve Bank of Boston, 29. rujna

Hinz, J., Lohmann, A., Mahlkow, H. i Vorwig, A. (2026.), „[America’s Own Goal: Who Pays the Tariffs?](#)”, *Kiel Policy Brief*, br. 201, Kiel Institute for the World Economy

Le Roux, J. i Spital, T. (2026), „[Global trade redirection: tracking the role of trade diversion from US tariffs in Chinese export developments](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 1, ESB

2. Oslobađanje trgovinskog potencijala: koristi od unaprjeđena prekograničnih plaćanja

Massimo Ferrari Minesso, Laura Lebastard i Olga Triay Bagur

Međunarodna trgovina ne bi bila moguća bez prekograničnih plaćanja. Platni sustavi čine okosnicu financijske infrastrukture – prijeko potrebni „cjevovod” koji čini temelj funkcioniranja modernih gospodarstava omogućavanjem kliringa i namire međunarodnih transakcija. U ovom se okviru nastoje procijeniti gospodarske koristi tehnoloških inovacija na području prekograničnih plaćanja razmatranjem slučaja međusobno povezanih sustava brzih plaćanja.

Mnogi postojeći sustavi prekograničnih plaćanja još uvijek su spori i skupi.

Većina međunarodnih plaćanja oslanja se na korespondentne banke – globalnu mrežu koja obrađuje prekogranične transakcije za lokalne banke koje nemaju strane račune.¹ Plaćanja se često provode preko nekoliko posrednika, što ih čini sporima i skupima zbog naknada, konverzija valute i operativnih poteškoća u različitim zemljama. Primjerice, za gotovo trećinu prekograničnih plaćanja troškovi premašuju 3 % iznosa transakcije, a prosječno se samo 40 % međunarodnih transakcija između poslovnih subjekata namiruje u roku od jednoga radnog dana (Grafikon A).² Štoviše, globalno se pružanje usluga korespondentnog bankarstva od sredine 2000-ih godina smanjilo za 20 %, što je povećalo trošak slanja novca preko granica i, u nekim slučajevima, dovelo do potpunog nestanka posrednika u određenim platnim koridorima (stabilnim platnim poveznicama između dviju država).³

¹ Vidi Rice *et al.* (2020.).

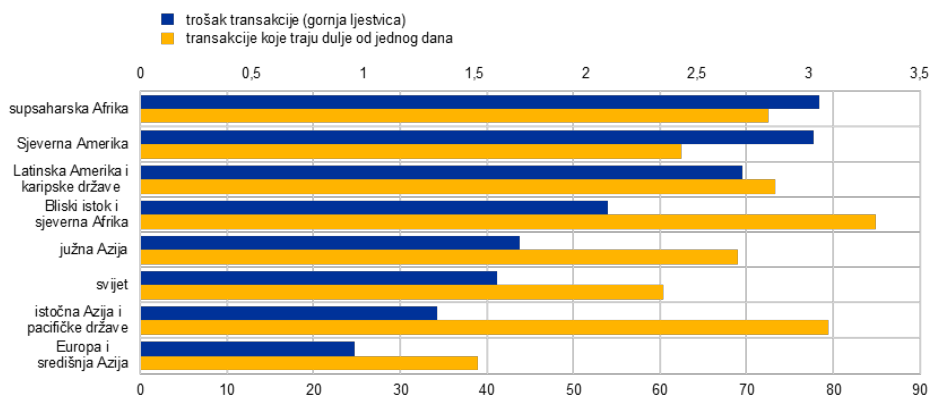
² Vidi Odbor za financijsku stabilnost (2025.).

³ Ograničavanje korespondentnog bankarstva potaknuto je kombinacijom činitelja, uključujući više troškove usklađenosti, geopolitičke rizike i rastuće operativne troškove. Rice *et al.* (2020.) navode anketne dokaze o važnosti pojedinih činitelja.

Grafikon A

Prekogranični troškovi i brzina transakcije po regijama

(gornja ljestvica: postotci transakcijske vrijednosti, donja ljestvica: postotci transakcija, ponderirani po vrijednosti)



Izvori: Odbor za financijsku stabilnost (2025.) i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Zemlja pošiljatelj prema svijetu, transakcije između poslovnih subjekata i između poslovnog subjekta i fizičke osobe, za iznos od USD 20.000. Europa i središnja Azija obuhvaćaju države članice EU-a, Albaniju, Armeniju, Azerbajdžan, Bjelorusiju, Bosnu i Hercegovinu, Crnu Goru, Gruziju, Island, Kazahstan, Kirgistan, Kosovo, Moldaviju, Norvešku, Rusiju, Sjevernu Makedoniju, Srbiju, Švicarsku, Tadžikistan, Turkmenistan, Tursku, Ujedinjenu Kraljevinu, Ukrajinu i Uzbekistan. Posljednji podatci odnose se na travanj 2025.

Međusobno povezani domaći sustavi brzih plaćanja mogu unaprijediti prekogranična plaćanja.

Nove tehnologije dovele su do razvoja brzih platnih sustava nove generacije s pomoću kojih je moguća namira transakcija malih vrijednosti u stvarnom vremenu uz minimalan trošak. Domaći sustavi brzih plaćanja, kao što su sustav TARGET za usluge namire trenutnih plaćanja (TIPS) unutar Eurosustava, FedNow Service Federalnih rezerva, Pix u Brazilu i Unified Payments Interface (UPI) u Indiji, primjenjuju se u više od 80 zemalja, a mnogi drugi trenutno su u fazi razvoja.⁴ Međusobno povezivanje tih sustava moglo bi smanjiti troškove, povećati brzinu prekograničnih plaćanja i potaknuti transparentnost, a to je utvrđeno i kao prioritet u sklopu planova skupine G-20 za poboljšanje prekograničnih plaćanja.⁵ Ako su platni sustavi povezani, banke u dvije države mogu razmjenjivati sredstva koristeći se svojim domaćim sustavima.⁶ Time bi se izbjegla potreba za postojanjem nekoliko slojeva korespondentnog bankarstva koji repliciraju procese i umnožavaju troškove, a posebnu bi korist od toga imale regije u kojima postoji nedostatak usluga korespondentnog bankarstva ili one koje su iz njega isključene.

Na svijetu već postoji oko 500 poveznica između sustava brzih plaćanja, a još više ih je u fazi razvoja. TIPS međusobno povezuje države europodručja, Dansku i Švedsku, a međusobno povezani sustavi brzih plaćanja razvijeni su i u Africi, Aziji i Južnoj Americi (Slika A).⁷ Ta prekogranična rješenja međusobno se znatno razlikuju: neka od njih podržavaju samo plaćanja malih vrijednosti, a druga obuhvaćaju i namiru velikih vrijednosti. Prve su se pojavile multilateralne regionalne platforme,

⁴ Vidi ACI Worldwide (2024.).

⁵ Vidi Odbor za financijsku stabilnost (2025.).

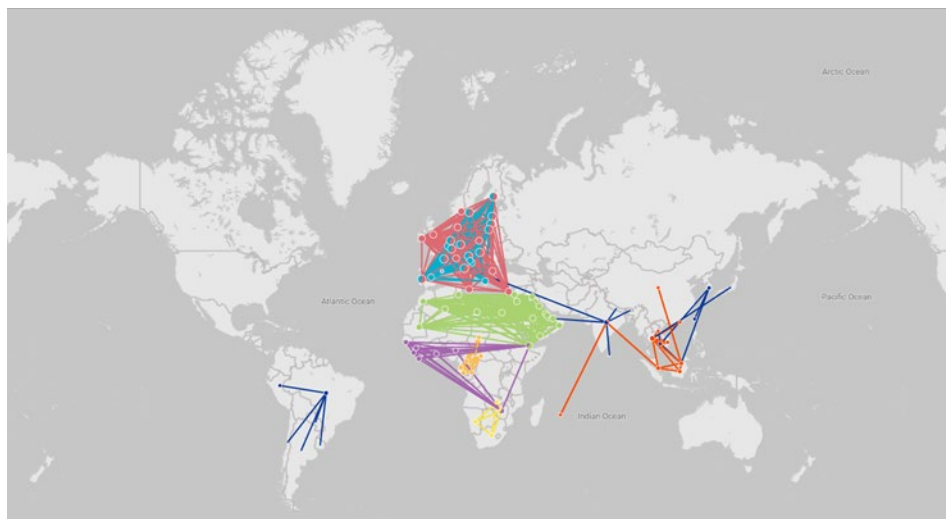
⁶ Međusobno povezivanje može se postići izravnim povezivanjem dvaju platnih sustava putem dijeljene infrastrukture ili stvaranjem čvorišta koje omogućuje povezivanje više sustava. Na odluku o međusobnom povezivanju mogu utjecati činitelji kao što su očekivane prednosti za trgovinu, primjena u doznačavanju, upravljanje, tehnološke preferencije, potencijal povrata troškova i geopolitička razmatranja. Za više detalja vidi Ferrari Minesso *et al.* 2025.

⁷ TIPS trenutno pruža usluge za 23 države s tri valute (euro, danska kruna i švedska kruna), a planira se uključivanje dodatnih država.

nakon čega su uslijedile bilateralne poveznice, koje su zasad ograničene.⁸ Međutim, ukupno gledano, platni sustavi još su rascjepkani, a velika se gospodarstva još uvijek oslanjaju na korespondentno bankarstvo. U skladu s planovima skupine G-20 i s ciljem jačanja prekograničnih plaćanja i smanjenja rizika fragmentacije Eurosustav radi na novim međusobnim vezama (s indijskim sustavom UPI) i istražuje potencijalne koristi povezivanja s domaćim sustavom brzog plaćanja u Švicarskoj i sustavom Nexus Global Payments (NGP).⁹ Cilj je tih inicijativa unaprjeđenje prekograničnih plaćanja na globalnoj razini i smanjenje rizika fragmentacije tržišta.

Slika A

Prekogranične veze između sustava brzih plaćanja



Izvor: Ferrari Minesso *et al.* (2025).

Napomene: Slika prikazuje prekogranične veze između sustava brzih plaćanja u 2024. Prikazuje bilateralne veze (podijeljene na jednosmjerne i dvosmjerne, ovisno o tome koje se valute rabe kako bi se putem te veze iniciralo plaćanje) i multilateralne veze (također prikazane kao bilateralne veze između parova država, ali obojene po regionalnoj platformi).

Ekonometrijski dokazi upućuju na zaključak da međusobno povezivanje sustava brzih plaćanja povećava trgovinu za oko 4 %.

Troškovi ledenjaka u vanjskoj trgovini (engl. *iceberg trade costs*) djelomično ovise o učinkovitosti financijskih transakcija.¹⁰ Međusobno povezivanje trebalo bi smanjiti takve troškove i, posljedično, unaprijediti bilateralnu trgovinu. Uključivanje međusobnog povezivanja u gravitacijski model upućuje na to da bi povezivanje sustava brzih plaćanja imalo pozitivan i gospodarski znatan učinak na bilateralnu trgovinu, čak i nakon uzimanja

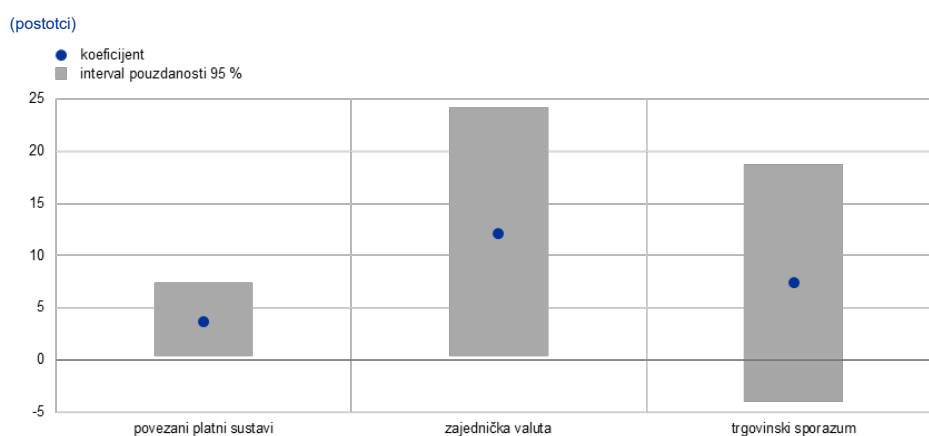
⁸ Vidi Ferrari Minesso *et al.* (2025.).

⁹ NGP povezuje sustave brzih plaćanja Indije, Malezije, Filipina, Singapura i Tajlanda.

¹⁰ „Troškovi ledenjaka u vanjskoj trgovini” odnose se na pretpostavku u modeliranju prema kojoj se maleni dio robe kojom se trguje izgubi u prijevozu, što se ubraja u troškove prijevoza.

potencijalne endogenosti u obzir.¹¹ Prosječni procijenjeni učinak (oko 4 %) jednak je otprilike polovini poticaja koji trgovini pruža službeni trgovinski sporazum i četvrtini učinka uspostave područja sa zajedničkom valutom (Grafikon B). Važno je napomenuti da se ta procjena ne oslanja na zasebne studije slučaja, nego je uprosječena za sve inicijative međusobnog povezivanja, uključujući one koje promiču države koje su već dobro povezane globalnim bankarstvom (primjerice, države europodručja ili jugoistočne Azije). Time se ističu posebne koristi međusobno povezanih platnih sustava za trgovinu, čak i u slučajevima kad države već imaju pristup globalnim tržištima putem korespondentnih banaka.

Grafikon B Odrednice bilateralnog izvoza



Izvori: Ferrari Minesso *et al.* (2026.) i izračun stručnjaka ESB-a
 Napomene: Grafikon prikazuje procjene dobivene gravitacijskim modelom u kojima se potencijalnu endogenost kontrolira metodom koju primjenjuju Carlson i Joshi (2024.). Regresija se određuje kao $\ln \text{međunarodni izvoz}_{i,j,t} = \alpha_{i,t} + \alpha_{j,t} + \alpha_{i,j} + \beta_1 \text{povezani platni sustav} + \beta_2 \text{zajednička valuta}_{i,j,t} + \beta_3 \text{trgovinski sporazum}_{i,j,t} + \beta_4 \text{geopolitička udaljenost}_{i,j,t} + \Gamma' X_{i,j,t} + \varepsilon_{i,j,t}$. Povezani platni sustav jest indikatorska varijabla koja je jednaka jedan ako su sustavi brzih plaćanja država i i j povezani u trenutku t . $X_{i,j,t}$ obuhvaća inverzni Millsov omjer koji mjeri očekivanu vrijednost člana pogreške ovisno o odabiru. Skup podataka o međusobnoj povezanosti obuhvaća 84 države i 531 platnu poveznicu. Uzorak je procijenjen na godišnjim podatcima iz razdoblja od 2021. do 2024.

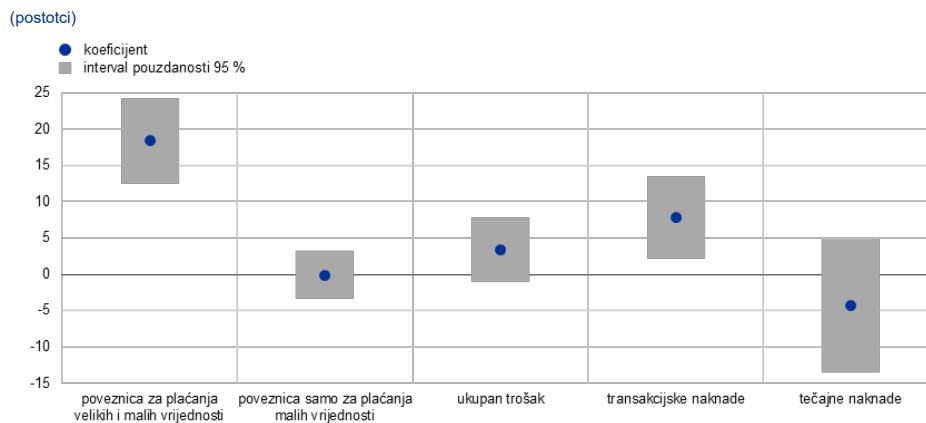
Koristi međusobnog povezivanja platnih sustava veće su u regijama s visokim troškovima prekograničnih plaćanja i za sustave koji omogućuju namiru transakcija velikih vrijednosti. Uzimajući u obzir heterogenost platnih sustava, agregatni rezultati uvelike su određeni platnim sustavima koji omogućuju plaćanja i malih i velikih vrijednosti (Grafikon C). Koristi su obično manje za platne sustave koji povezuju samo klijente koji se koriste uslugama plaćanja malih vrijednosti. To proizlazi iz činjenice da na agregatnu trgovinu ponajprije utječu transakcije velikih vrijednosti velikih poduzeća koje rezultiraju platnim transferima čije vrijednosti premašuju ograničenja sustava plaćanja malih vrijednosti. Nadalje, međusobno povezivanje donosi više koristi u regijama u kojima su viši troškovi prekograničnih plaćanja, što upućuje na zaključak da prednosti ponajprije proizlaze iz smanjenja naknada koje naplaćuju banke. Taj je rezultat u skladu s međusobnim povezivanjem

¹¹ Kako bi se u obzir uzela potencijalna endogenost povezanosti platnih sustava, primijenjena je metoda korekcije pristranosti u skladu s pristupom koji primjenjuju Carlson i Joshi (2024.), a kao instrument rabe se norme za slanje poruka o plaćanju domaćih platnih sustava. Spomenutom se metodom formalno kontrolira potencijalna endogenost međusobnog povezivanja modeliranjem njezine vjerojatnosti u prvoj fazi regresije. Rezultati su postojani i pri primjeni poluparametarskih metoda (vidi Ferrari Minesso *et al.*, 2026.)

sustava brzih plaćanja u svrhu nadopune ili alternative skupljim metodama plaćanja, čime se smanjuju ukupni trgovinski troškovi.

Grafikon C

Učinak na izvoz prema vrsti platnog sustava i smanjenju troškova



Izvori: Ferrari Minesso *et al.* (2026.) i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje procjene dobivene uvećanom inačicom jednadžbe iz Grafikona B. U dva stupca na lijevoj strani indikatora varijabla koja predstavlja međusobno povezane platne sustave dijeli se na sustave koji omogućuju samo namiru malih vrijednosti i one koji omogućuju namiru i malih i velikih vrijednosti. Tri stupca na desnoj strani prikazuju interakcijski koeficijent indikatora varijabla međupovezivanja i mjere troškova prekograničnih plaćanja između poslovnih subjekata u regiji izvorne države.

Inicijative međupovezivanja mogu donijeti koristi koje nadilaze funkcioniranje tržišta. Implikacije rezultata za politiku mogle bi biti znatne. Prije svega, one podupiru trenutne međunarodne napore u sklopu planova skupine G-20 usmjerene na međusobno povezivanje nacionalnih platnih sustava i potvrđuju da takve inicijative donose opipljive gospodarske koristi koje premašuju njihove ciljeve financijske uključenosti. Izgledno je da bi prednosti bile najveće za države koje su nedovoljno obuhvaćene postojećim globalnim platnim mrežama, zbog čega su manje zastupljene u međunarodnoj trgovini. Nadalje, dobiveni rezultati naglašavaju potrebu za multilateralnom koordinacijom kako bi se osigurala interoperabilnost tehničkih standarda i riješili problemi vezani uz pravne i regulatorne barijere (npr. pravila o konačnosti namire, zaštita osobnih podataka i upravljanje prijevarama) koji još uvijek koče neometanu prekograničnu namiru, čime bi se olakšalo međusobno povezivanje.

Izvori

ACI Worldwide (2024.), „Prime Time for Real-Time”

Carlson, A. i Joshi, R. (2024.), „Sample selection in linear panel data models with heterogeneous coefficients”, *Journal of Applied Econometrics*, sv. 39, br. 2, ožujak, str. 237. – 255.

Ferrari Minesso, M., Lebastard, L. i Triay Bagur, O. (2026.), „Interlinking payment systems and trade flows”, *Working Paper Series*, br. 3202, ESB

Ferrari Minesso, M., Mehl, A., Triay Bagur, O. i Vanteenkiste, I. (2025.), „[Geopolitics and Global Interlinking of Fast Payment Systems](#)”, *CEPR Discussion Paper*, br. 20105, Centre for Economic Policy Research, travanj

Odbor za finansijsku stabilnost (2025.), „[G20 Roadmap for Enhancing Cross-border Payments – Consolidated progress report for 2025](#)”, listopad

Rice, T., von Peter, G. i Boar, C. (2020.), „[On the global retreat of correspondent banks](#)”, *BIS Quarterly Review*, Banka za međunarodne namire, ožujak

3. Nelinearnosti cijena nafte: koji su uvjeti važni?

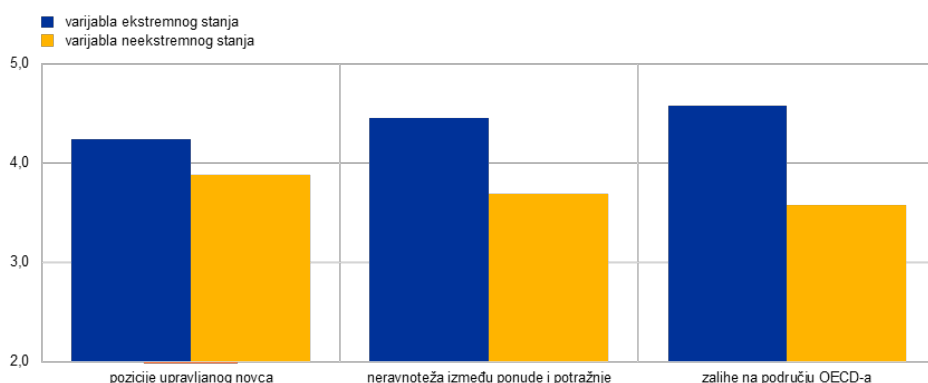
Vlad Burian i Arthur Stalla-Bourdillon

Različita stanja na tržištu nafte mogu znatno utjecati na reakcije cijena nafte na šokove. Posljednjih godina cijene nafte snažno su reagirale kada su ključne varijable (dalje u tekstu: „varijable stanja”) dosežale ekstremne vrijednosti. Primjerice, tijekom pandemije bolesti COVID-19 snažan pad cijena nafte povezan s cjenovnim ratom između Rusije i Saudijske Arabije vjerojatno je bio pojačan velikim zalihama, što je ograničavalo sposobnost za apsorpciju viška ponude. Sličan mehanizam pojačavanja zamijećen je u listopadu 2024., kada je iranski napad na Izrael iznenadio tržišta. Investicijski fondovi, koji su imali kratke pozicije u usporedbi s povijesnim standardima, brzo su smanjivali svoje pozicije, što je pojačalo rast cijena.¹ Čini se da je kolebljivost cijena nafte veća kada tri varijable stanja – pozicije upravljanog novca (pozicije u izvedenicama koje drže investicijski fondovi), neravnoteže između ponude i potražnje (razlika između globalne ponude i potražnje nafte) i zalihe na području OECD-a – dosegnu ekstremne razine (Grafikon 1.).²

Grafikon A

Kolebljivost cijena nafte ovisno o razinama varijabla stanja

(standardna devijacija)



Izvori: Međunarodna agencija za energiju (IEA), Bloomberg, Commodity Futures Trading Commission (CFTC) i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: „Standardna devijacija” odnosi se na prosječnu standardnu devijaciju cijena nafte. Razlike standardnih devijacija između stanja značajne su na razini od 10 % za svaku varijablu. „Ekstremno stanje” označuje razdoblja kada je varijabla iznad 75. percentila ili ispod 25. percentila svoje nedavne povijesne distribucije (tj. u posljednja 52 tjedna).

Izvori tih nelinearnosti nisu dosad bili dovoljno analizirani unatoč njihovoj važnosti za ulagače i nositelje politika. Iako se nekoliko studija bavilo ovim

pitanjem, u njima su nelinearnosti obično analizirane same za sebe, pri čemu je naglasak bio na pojedinim mehanizmima, bez povezivanja varijable stanja s predznakom šoka (o špekulativnom pozicioniranju vidi u Chițu *et al.*, 2023., a o makroneizvjesnosti vidi u Van Robays, 2016.). Kako bi se riješio taj nedostatak, u

¹ „Kratke pozicije” odnose se na kratke pozicije u izvedenicama koje ostvaruju dobit kada se smanjuje cijena odnosno imovine, za razliku od dugih pozicija, koje ostvaruju dobit kada se ta cijena povećava.

² „Upravljeni novac” (engl. *managed money*) odnosi se na investicijske fondove koji se u klasifikaciji CFTC-a općenito smatraju kategorijom koja je najuže povezana s percipiranom dinamikom cijena određene sirovine.

ovom se okviru nelinearne lokalne projekcije procjenjuju na osnovi tri prethodno opisane varijable stanja i ocjenjuje se reakcija cijena na šokove u ponudi nafte koji su utvrđeni u Gazzani *et al.* (2024.).³ U tu svrhu najprije se procjenjuje pojačavaju li se reakcije cijena nafte kada navedene varijable dosegnu ekstremne razine. Potom se ispituje ovisnost reakcija o razini varijable stanja i o smjeru šoka.

Za pozicije koje drže investicijski fondovi izrazite se nelinearnosti pojavljuju kada je predznak šoka usklađen s prethodnim izloženostima ulagača. Za prvu varijablu, odnosno pozicije investicijskih fondova, reakcije cijena doista su jače kada su pozicije neuobičajeno velike ili male (Grafikon B, panel a)).⁴ Međutim, nejasno je dolazi li do tog pojačavanja zbog toga što su ulagači zatečeni nespremni ili zbog toga što šokovi potvrđuju njihova prethodna očekivanja. Kada investicijski fondovi već imaju veliku dugu ili kratku poziciju, reakcije cijena na šokove smanjenja ili povećanja cijena zapravo su prigušene (Grafikon B, panel b)). To upućuje na zaključak da snažna reakcija cijena zabilježena tijekom krize iranskih raketnih napada 2024. nije uobičajena u svim razdobljima. Nasuprot tome, do snažnih reakcija cijena dolazi kada ulagači imaju vrlo duge pozicije, a istodobno dođe do naglog rasta cijena nafte ili kada ulagači imaju vrlo kratke pozicije, a cijene nafte počnu padati (Grafikon B, panel c)). To znači da dominantan mehanizam nije brzo smanjivanje pozicija, već je to pojačavanje do kojeg dolazi kada su pozicije i šokovi usklađeni, što upućuje na zaključak da na tržištima nafte postoji samopojačavajuća dinamika.

³ Procjenjuju se lokalne projekcije u kojima su prinosi na cijene nafte zavisna varijabla, a ključni regresori su šokovi u ponudi nafte. Ti šokovi povezuju se s indikatorskim varijablama koje obuhvaćaju ekstremna stanja varijabla uvjetovanja i, prema potrebi, predznakom šoka. Sve specifikacije procjenjuju se zasebno za svaku varijablu stanja. Uzorak obuhvaća razdoblje od lipnja 2007. do kolovoza 2025.

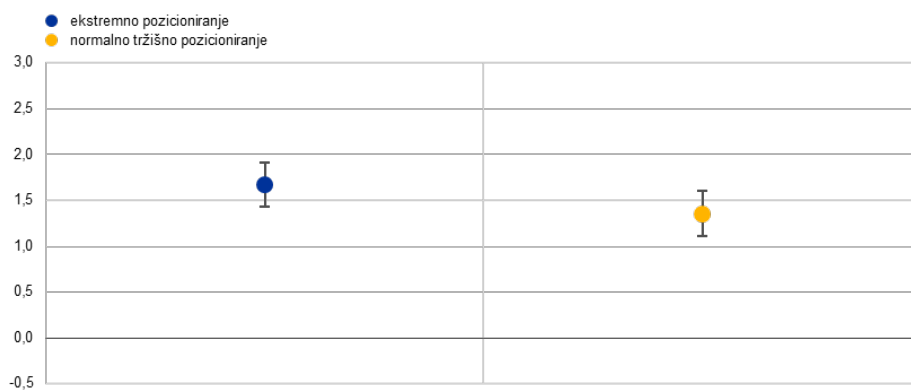
⁴ Premda razlike nisu statistički značajne.

Grafikon B

Reakcija cijena nafte na šokove u ponudi nafte ovisno o pozicijama investicijskih fondova i predznaku šoka

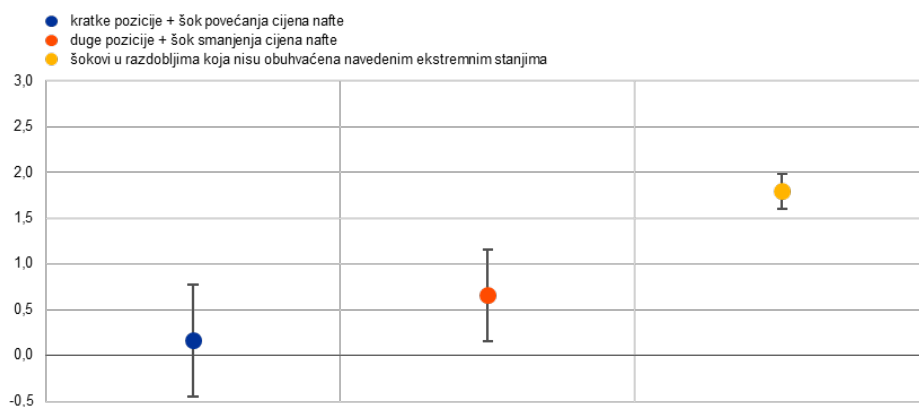
a) reakcija cijena nafte bez obzira na predznak šoka

(postotci)



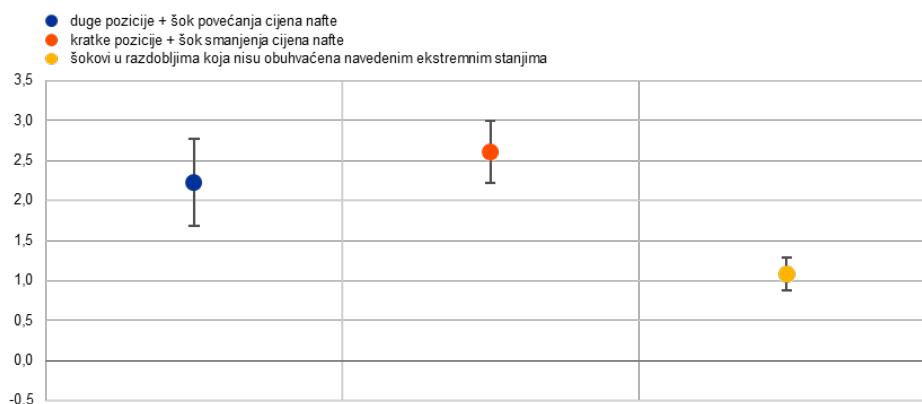
b) reakcija cijena nafte kada šok povećava (smanjuje) cijene nafte, a pozicije su kratke (duge)

(postotci)



c) reakcija cijena nafte kada šok povećava (smanjuje) cijene nafte, a pozicije su duge (kratke)

(postotci)



Izvori: Bloomberg, CFTC i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje apsolutnu reakciju cijena nafte na šok u ponudi nafte (četiri tjedna nakon šoka) na osnovi nelinearnih lokalnih projekcija. U linearnom okviru isti šok dovodi do porasta cijena od 1,5 %. Ekstremna stanja u sva tri panela odgovaraju razdobljima kada je varijabla stanja iznad 75. percentila ili ispod 25. percentila svoje nedavne povijesne distribucije (posljednja 52 tjedna). Žute točke označuju reakcije cijena nafte u razdobljima koja nisu obuhvaćena ekstremnim stanjima prikazanim u svakom panelu. Primjerice, u panelu b) one obuhvaćaju reakcije cijena kada su pozicije na normalnim razinama *ili* kada su pozicije ekstremno kratke (duge), a šok uzrokuje smanjenje (povećanje) cijena nafte. Stupci pogrešaka prikazuju intervale pouzdanosti od 68 %.

Neravnoteže između ponude i potražnje i zalihe pokazuju slične učinke: kada je ponuda obilna ili zalihe velike, tržišta snažnije reagiraju na smanjenje cijena nafte, a kada su ti pokazatelji na niskim razinama, tržišta snažnije reagiraju na povećanje cijena nafte. Na prvi pogled čini se da neravnoteže između ponude i potražnje i zalihe imaju različite obrasce jer se neproporcionalne reakcije cijena na ekstremnim razinama, bez obzira na predznak šoka, pojavljuju samo kod zaliha (grafikoni C i D, panel a)). Ipak, valja ponovo naglasiti da temeljni transmisijski kanali ostaju prikriveni ako se predznak šoka ne uzme u obzir. Poblížim promatranjem otkriva se dosljedan mehanizam u obje varijable. Kada postoji obilan višak barela – bez obzira na to je li riječ o velikom višku ponude ili o povećanim zalihama – tržišta obično snažno reagiraju na šokove smanjenja cijena nafte (tj. pozitivne šokove u ponudi nafte) jer oni dodatno povećavaju višak. S druge strane, kada je ponuda oskudna ili zalihe male, tržišta snažno reagiraju na povećanje cijena nafte (grafikoni C i D, panel b)). Rezultati su intuitivni i u trećoj konfiguraciji: primjerice, kada se pozitivan šok ponude dogodi u razdoblju kada su zalihe na visokim razinama, reakcije cijena su prigušene jer se očekuje da će višak barela obuzdati pritiske na rast (grafikoni C i D, panel c)).⁵

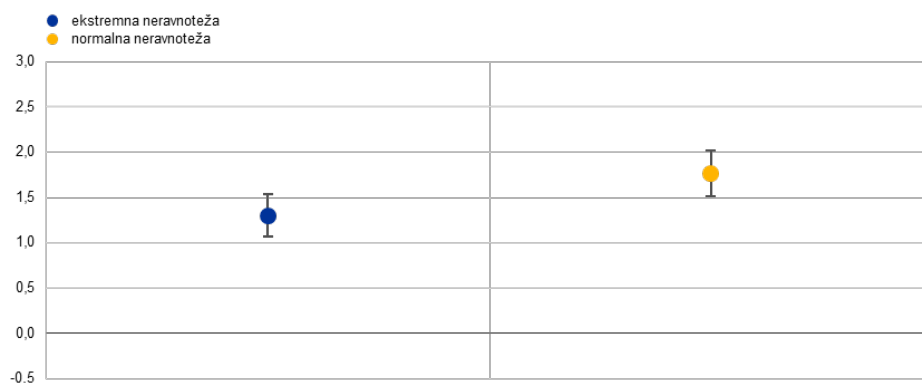
⁵ Jedini iznenađujući rezultat jest relativno normalna reakcija cijena kada su zalihe pune u trenutku kada dođe do šoka povećanja cijena nafte. Moguće objašnjenje za ovaj rezultat jest da zalihe na području OECD-a ne odražavaju u potpunosti globalne skladišne uvjete, pa neke regije ipak mogu biti nedovoljno opskrbljene, zbog čega su cijene nafte osjetljive na pritiske na rast.

Grafikon C

Reakcija cijena nafte na šokove u ponudi nafte ovisno o neravnotežama između ponude i potražnje i predznaku šoka

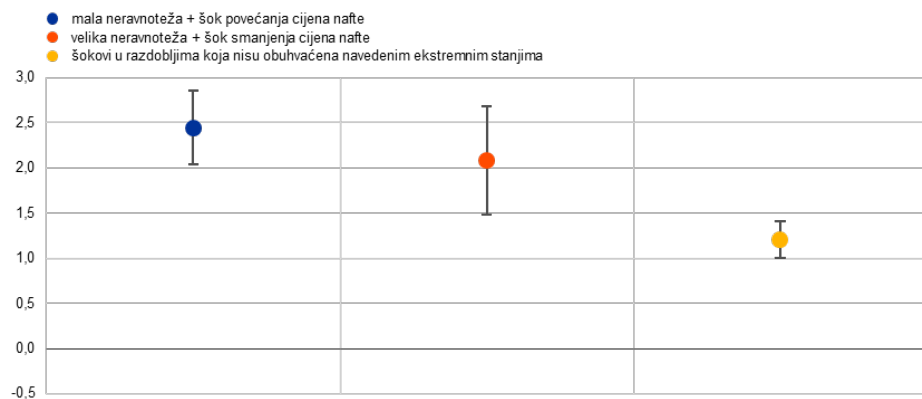
a) reakcija cijena nafte bez obzira na predznak šoka

(postotci)



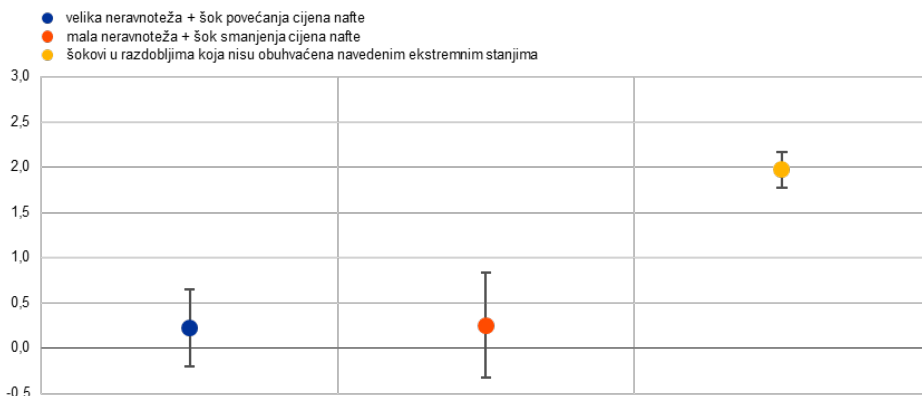
b) reakcija cijena nafte kada šok povećava (smanjuje) cijene nafte, a ponuda nafte je mala (velika)

(postotci)



c) reakcija cijena nafte kada šok povećava (smanjuje) cijene nafte, a ponuda nafte je velika (mala)

(postotci)



Izvori: IEA i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje apsolutnu reakciju cijena nafte na šok u ponudi nafte (četiri tjedna nakon šoka) na osnovi nelinearnih lokalnih projekcija. U linearnom okviru isti šok dovodi do porasta cijena od 1,5 %. Ekstremna stanja u sva tri panela odgovaraju razdobljima kada je varijabla stanja iznad 75. percentila ili ispod 25. percentila svoje nedavne povijesne distribucije (posljednja 52 tjedna). Žute točke označuju reakcije cijena nafte u razdobljima koja nisu obuhvaćena ekstremnim stanjima prikazanim u svakom panelu. Primjerice, u panelu b) one obuhvaćaju reakcije cijena kada je ponuda na normalnim razinama *ili* kada je ponuda ekstremno mala (velika), a šok uzrokuje smanjenje (povećanje) cijena nafte. Stupci pogrešaka prikazuju intervale pouzdanosti od 68 %.

Grafikon D

Reakcija cijena nafte na šokove u ponudi nafte ovisno o zaliham i predznaku šoka

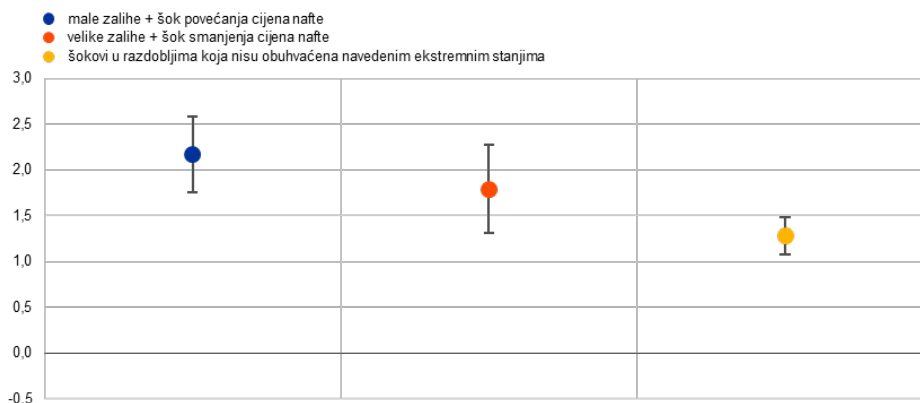
a) reakcija cijena nafte bez obzira na predznak šoka

(postotci)



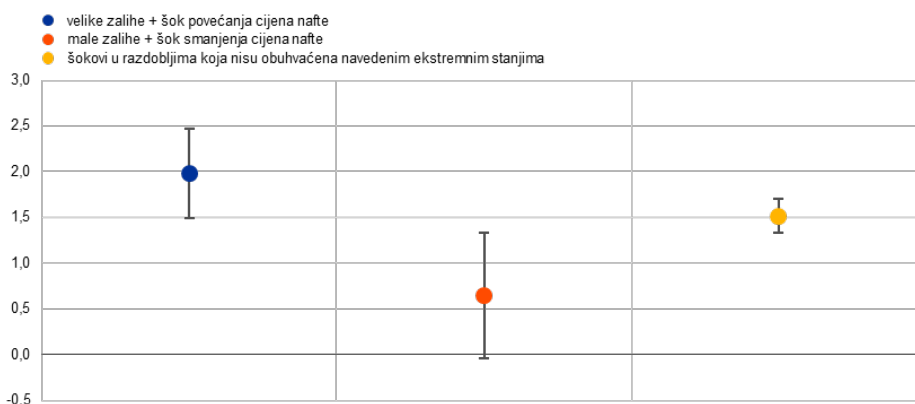
b) reakcija cijena nafte kada šok povećava (smanjuje) cijene nafte, a zalihe su male (velike)

(postotci)



c) reakcija cijena nafte kada šok povećava (smanjuje) cijene nafte, a zalihe su velike (male)

(postotci)



Izvori: IEA, OECD i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje apsolutnu reakciju cijena nafte na šok u ponudi nafte (četiri tjedna nakon šoka) na osnovi nelinearnih lokalnih projekcija. U linearnom okviru isti šok dovodi do porasta cijena od 1,5 %. Ekstremna stanja u sva tri panela odgovaraju razdobljima kada je varijabla stanja iznad 75. percentila ili ispod 25. percentila svoje nedavne povijesne distribucije (posljednja 52 tjedna). Žute točke označuju reakcije cijena nafte u razdobljima koja nisu obuhvaćena ekstremnim stanjima prikazanim u svakom panelu. Primjerice, u panelu b) one obuhvaćaju reakcije cijena kada su zalihe na normalnim razinama ili kada su zalihe ekstremno male (velike), a šok uzrokuje smanjenje (povećanje) cijena nafte. Stupci pogrešaka prikazuju intervale pouzdanosti od 68 %.

Općenito, nelinearnosti znatno utječu na dinamiku cijena nafte, a mogu gotovo udvostručiti reakcije cijena, što upućuje na znatne posljedice za procjene politika. Sve u svemu, pozitivni rizici za cijene nafte najvažniji su kada do snažnog rasta cijena nafte dođe u razdobljima malih neravnoteža između ponude i potražnje i vrlo dugih špekulativnih pozicija. S druge strane, negativni rizici najizraženiji su kada cijene nafte padaju u okružju velikih neravnoteža između ponude i potražnje i kratkih pozicija. Ti rezultati naglašavaju važnost praćenja različitih stanja na tržištu nafte – posebice za potrebe prognoze – jer takve procjene mogu pomoći u određivanju potencijalnog raspona budućih kretanja cijena.

Izvori

Chițu, L., Ferrari Minesso, M. i Manu, A. S. (2024.), „Špekulacija s cijenama nafte i plina u okružju geopolitičkih rizika”, *Ekonomski bilten*, broj 2, ESB

Gazzani, A., Venditti, F. i Veronese, G. (2024.), „Oil price shocks in real time”, *Journal of Monetary Economics*, sv. 144, članak 103547

Van Robays, I. (2016.), „Macroeconomic uncertainty and oil price volatility”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, sv. 78, broj 5, str. 671. – 693.

4. Kako neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama utječe na aktivnost u europodručju?

Alina Bobasu i Beatrice Pierluigi

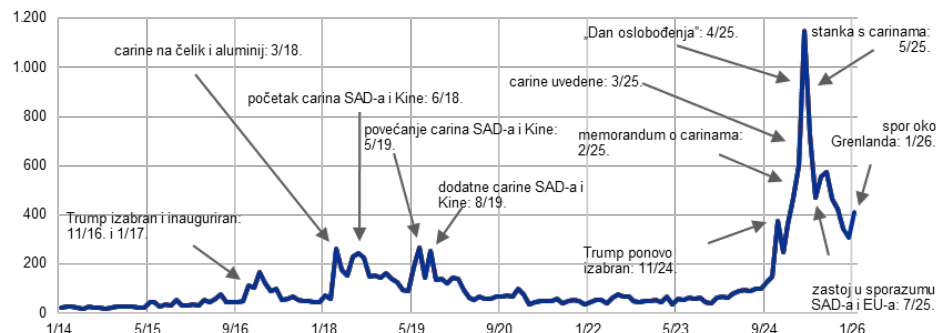
Neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama znatno se povećala posljednjih godina i dosegla povijesno visoku razinu tijekom cijele protekle godine. U početku je rasla tijekom američko-kineskoga trgovinskog sukoba u razdoblju od 2018. do 2019. za vrijeme prve Trumpove administracije i ponovo se pojačala oko američkih predsjedničkih izbora 2024. i početka drugoga Trumpova mandata, kada je trgovinska politika došla u središte američkoga gospodarskog programa. Niz najava o carinama početkom 2025. obilježio je glavne promjene politike, što je neizvjesnost povezanu s trgovinskim politikama dovelo do najviših razina znatno iznad onih zabilježenih tijekom trgovinskog spora iz razdoblja od 2018. do 2019. (Grafikon A).¹ Neizvjesnost se, u određenoj mjeri, smanjila nakon što je u svibnju 2025. postignuto trgovinsko primirje i sklopljen okvirni sporazum između SAD-a i Kine krajem srpnja iste godine, ali ostala je povišena u usporedbi s povijesnim standardima. Dugotrajna neizvjesnost nepovoljno je utjecala na aktivnost u europodručju tijekom 2025. i nadalje uzrokuje rizike, s obzirom na duboku integraciju regije u globalne trgovinske mreže. U drugoj polovini 2025. i početkom 2026. nove trgovinske napetosti između SAD-a i Kine, uz događaje povezane s Grenlandom, pokazale su da su dodatne epizode povećane neizvjesnosti i nadalje vjerojatne. U ovom se okviru opisuju kanali kroz koje neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama utječe na aktivnost u europodručju, procjenjuje se njezin dosadašnji utjecaj i raspravlja se o činiteljima koji su poduprli otpornost unatoč izazovnom globalnom okružju.

¹ Mjera neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama koja je upotrijebljena slijedi Caldaru *et al.* (2020.). Dobiva se brojenjem koliko se često ključne riječi povezane s trgovinom i neizvjesnošću pojavljuju u neposrednoj blizini u sedam glavnih američkih novina. Alternativne mjere zasnivaju se na pozivima o zaradi poduzeća i kolebljivosti carinskih stopa. Osim toga, jedna komponenta šireg Indeksa neizvjesnosti gospodarske politike jest mjera neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama koju su izradili Baker *et al.* (2016.). Drugi povezani visokofrekventni pokazatelji, kao što je indeks globalne neizvjesnosti ekonomske politike (Bloomberg Economics), primjenjuju tehnike rudarenja teksta za praćenje vijesti. Vidi Andersson *et al.* (2024.) za dodatne mjere neizvjesnosti.

Grafikon A

Neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama

(indeks)



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

Napomene: Grafikon prikazuje indeks neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama iz Caldare *et al.* (2020.). Posljednji podatci odnose se na siječanj 2026.

Neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama utječe na gospodarstvo kroz nekoliko kanala. Najizravniji utjecaj je na samu trgovinu. Prijetnje carina i druge trgovinske prepreke, kao i preokreti politike, mogu poremetiti trgovinske tokove i globalne opskrnbne lance, povećanjem troškova i smanjenjem učinkovitosti. Ti su poremećaji posebno znakoviti za europodručje s obzirom na visok stupanj njegove otvorenosti i relativno velik udio investicijskih dobara u izvozu. Štoviše, ponovljene epizode povećane neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama mogu dovesti do dugoročnih strukturnih promjena, poput preusmjerenja trgovine ili vraćanja opskrbnih lanaca u matičnu zemlju (engl. *reshoring*), što može stvoriti dodatni pritisak na izvoznike iz europodručja i njihovu konkurentnost. Osim izravnih trgovinskih učinaka, postoji i suptilniji, ali jednako znatan utjecaj na ulaganja. Kao i kod drugih oblika povišene neizvjesnosti povezane s gospodarskom politikom, neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama potiče poduzeća da donesu pristup čekanja kako bi se vidio razvoj događaja, što ih vodi odgađanju ulaganja, aktivnostima zapošljavanja i prekograničnim obvezama.² Dokazi iz kontakata ESB-a s nefinancijskim društvima naglašavaju da je povišena neizvjesnost ključni činitelj koji nepovoljno utječe na izgleda za ulaganja.³ Dugotrajna neizvjesnost može dovesti i do postojanja učinka na strani ponude, uključujući slabiji rast produktivnosti jer poduzeća smanjuju ili odgađaju kapitalne rashode (Bloom, 2009.; Boer i Rieth, 2024.).

Kanal pouzdanja dodatno pojačava gospodarski učinak neizvjesnosti.

Smanjenja trgovinskih tokova i ulaganja uzrokovana povišenom neizvjesnošću smanjuju prihode i profitabilnost poduzeća, što pak slabi šire ekonomsko raspoloženje. Grafikon B, panel a) prikazuje taj kanal tako što pokazuje negativnu korelaciju između indeksa ekonomskog raspoloženja Europske komisije u europodručju i indeks neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama Caldare *et al.* (2020.) tijekom dvije epizode snažnog rasta carina u razdoblju od

² Pristup čekanja kako bi se vidio razvoj događaja opisali su Baker *et al.* (2016.), Handley i Limão (2017.) i Caldara *et al.* (2020.). Potrošnja kućanstava obično reagira manje nego ulaganja jer je ponajviše pod utjecajem usluga i bliže vezana uz neizvjesnost u vezi s financijskim očekivanjima kućanstava (Boer i Rieth, 2024.).

³ Vidi Melemenidis *et al.* (2025.).

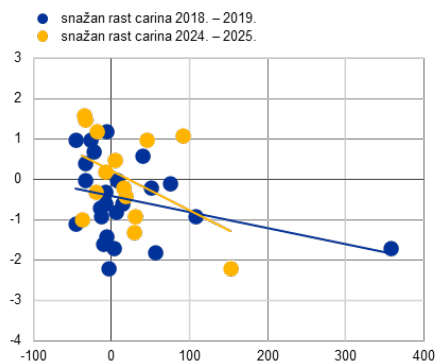
ožujka 2018. do prosinca 2019. i od listopada 2024. do prosinca 2025. Panel b) pokazuje da je taj negativan odnos izraženiji u sektoru prerađivačke industrije, koji je izravno pogođen snažnim rastom carina.

Grafikon B

Ekonomsko raspoloženje i neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama

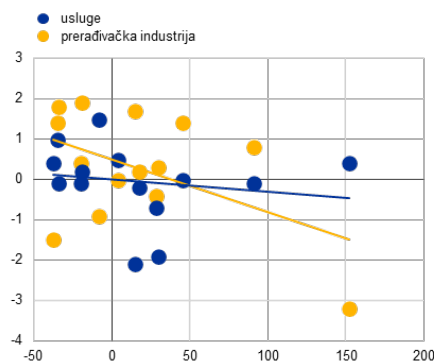
a) ekonomsko raspoloženje i neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama

(postotni bodovi)



b) sektorsko raspoloženje i neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama

(postotni bodovi)



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

Napomene: Panel a) pokazuje prilagođene regresijske linije mjesečnih promjena u indeksu ekonomskog raspoloženja Europske komisije u europodručju (os y) na mjesečnim promjenama s vremenskim pomakom u indeksu neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama (os x) na osnovi Caldara *et al.* (2020.). „Snažan rast carina 2018. – 2019.“ odnosi se na razdoblje od ožujka 2018. do prosinca 2019., a „snažan rast carina 2024. – 2025.“ odnosi se na razdoblje od listopada 2024. do prosinca 2025. Panel b) pokazuje korelaciju pokazatelja sektorskoga ekonomskog pouzdanja i neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama tijekom snažnog rasta carina u razdoblju od 2024. do 2025.

Analiza zasnovana na modelu pokazuje da je povišena neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama nepovoljno utjecala na realni bruto domaći proizvod (BDP) u europodručju u 2025. (Grafikon C).

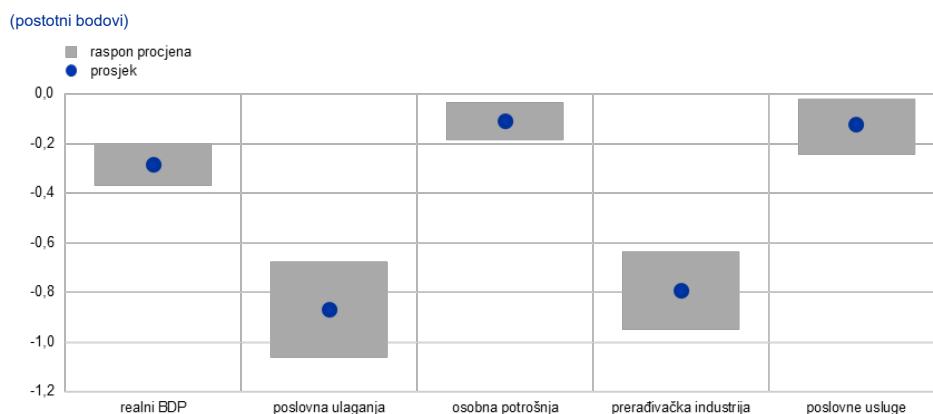
Kako bi se procijenile makroekonomske implikacije porasta neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama, procijenjena je bajesovska vektorska autoregresija za europodručje, koja je obuhvatila razdoblje od prvog tromjesečja 1999. do četvrtog tromjesečja 2025. Analiza se oslanja na dvije mjere neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama. Prva je navedeni indeks zasnovan na tekstu iz Caldara *et al.* (2020.). Međutim, ta neprilagođena mjera uglavnom je vrlo kolebljiva i može obuhvatiti ne samo šokove neizvjesnosti, nego i stvarne promjene politike i promjene medijske pozornosti. S ciljem rješavanja tih ograničenja, analiza također upotrebljava prilagođenu mjeru koju je izradio Schröder (2025.), koja izuzima utjecaj medijske pozornosti, efektivne carinske stope, financijske uvjete i pritiske opskrbnih lanaca. Procijenjene su dvije osnovne specifikacije. Prva pak uključuje svaku od dvije mjere neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama uz realni BDP, pokazatelje domaće potražnje (poslovna ulaganja i privatnu potrošnju), inflaciju mjerenu HIPC-om i kratkoročne kamatne stope. Druga zamjenjuje pokazatelje domaće potražnje sektorskim komponentama dodane vrijednosti (prerađivačka industrija i poslovne usluge). U svim specifikacijama rezultati pokazuju da je povećanje neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama u 2025. povezano s prosječnim smanjenjem rasta realnog BDP-a od približno $-0,3$ postotna boda u odnosu na 2024. (Grafikon C). Procijenjeni učinci razlikuju se među mjerama neizvjesnosti.⁴ Tako neprilagođena mjera obično

⁴ Učinci ostaju postojani i u uvjetima upotrebe različitih metoda za utvrđivanje šoka neizvjesnosti.

pretpostavlja veći utjecaj nego prilagođena mjera jer njezina kolebljivost i izraženi skokovi pojačavaju procijenjene šokove. Za pokazatelje domaće potražnje procijenjeni utjecaj na poslovna ulaganja otprilike je trostruko veći od onoga na privatnu potrošnju. Slično tome, sektorski modeli pokazuju i snažnije učinke na prerađivačku industriju nego na poslovne usluge.

Grafikon C

Utjecaj neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama na realnu gospodarsku aktivnost u europodručju u 2025.



Izvori: Eurostat, Caldara *et al.* (2020.), Schröder (2025.) i izračun stručnjaka ESB-a
 Napomene: Procjene se zasnivaju na neprilagođenom indeksu neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama iz Caldara *et al.* (2019.) i prilagođenim mjerama neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama u Schröderu (2025.). Utjecaj se utvrđuje s pomoću dva pristupa, Choleskijevom raščlambom i ograničenjima predznaka i nule, koji se primjenjuju na svaku mjeru neizvjesnosti zasebno. Modeli uključuju realni BDP, realna poslovna ulaganja, realnu privatnu potrošnju, inflaciju mjerenu HIPC-om i kratkoročne kamatne stope, dok alternativna specifikacija uključuje i cijene vlasničkih vrijednosnih papira. U sektorskim modelima poslovna ulaganja zamjenjuju se s bruto dodanom vrijednosti u prerađivačkoj industriji, a privatna potrošnja zamjenjuje se s poslovnim uslugama, dok sve druge varijable ostaju nepromijenjene. Modeli su procijenjeni od prvog tromjesečja 1999. do četvrtog tromjesečja 2025. Procjene su skalirane prema veličini šoka neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama uočenima između prvog i četvrtog tromjesečja 2025. i imaju utjecaj na stope rasta. Plave točke prikazuju prosječne učinke u cijelom nizu specifikacija modela. Poslovne usluge aproksimirane su zbrojem sljedećih sektora: informacijsko-komunikacijskim, financijskim djelatnostima i djelatnostima osiguranja te stručnim, znanstvenim i tehničkim djelatnostima. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2025.

Unatoč tome što povećana neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama nepovoljno utječe na rast, realni BDP europodručja pokazao se otpornijim od očekivanog u 2025.

Iako je u projekciji iz ožujka 2025. rast realnog BDP-a procijenjen na 0,9 %, on je na kraju porastao za 1,5 %. Nekoliko činitelja koji se međusobno neutraliziraju pomoglo je ublažiti negativan utjecaj neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama. Prvo, poduzeća su prilagodila svoju proizvodnju i izvoz u očekivanju većih carina, učinkovito ubrzavajući gospodarsku aktivnost.⁵ Drugo, normalizacija monetarne politike pružila je povoljne uvjete za rast, potpomognuta općenito zdravim bilancama privatnog sektora. Treće, fiskalne mjere, kao što je provedba programa Next Generation EU, povećana potrošnja za obranu i ciljana fiskalna potpora, pomogle su poduprijeti gospodarsku aktivnost.

Izvori

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

⁵ Vidi Battistini i Gareis (2025.).

- 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.
- Battistini, N. i Gareis, J. (2025.), „[Usporedba prerađivačke industrije i uslužnog sektora: kako su predopskrba i neizvjesnost utjecale na nedavna zbivanja](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB
- Bloom, N. (2009.), „[The Impact of Uncertainty Shocks](#)”, *Econometrica*, sv. 77., broj 3, svibanj, str. 623. – 685.
- Boer, L. i Rieth, M. (2024.), „[The Macroeconomic Consequences of Import Tariffs and Trade Policy Uncertainty](#)”, *IMF Working Papers*, broj 24/13, siječanj
- Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. i Raffo, A. (2019.), „[Does trade policy uncertainty affect global economic activity?](#)”, *FEDS Note*, rujanj
- 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.
- Handley, K. i Limão, N. (2017.), „[Policy Uncertainty, Trade, and Welfare: Theory and Evidence for China and the United States](#)”, *American Economic Review*, sv. 107., broj 9, rujanj, str. 2731. – 2783.
- Melemenidis, A., Morris, R. i Roma, M. (2025.), „[Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 5, ESB
- Schröder, M. (2025.), „[Od teksta do nevolje: razumijevanje ograničenja mjera neizvjesnosti povezanoj s trgovinskim politikama zasnovanim na tekstu](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB

5. Od fizičkog do digitalnog: procjena digitalnih ulaganja u europodručju

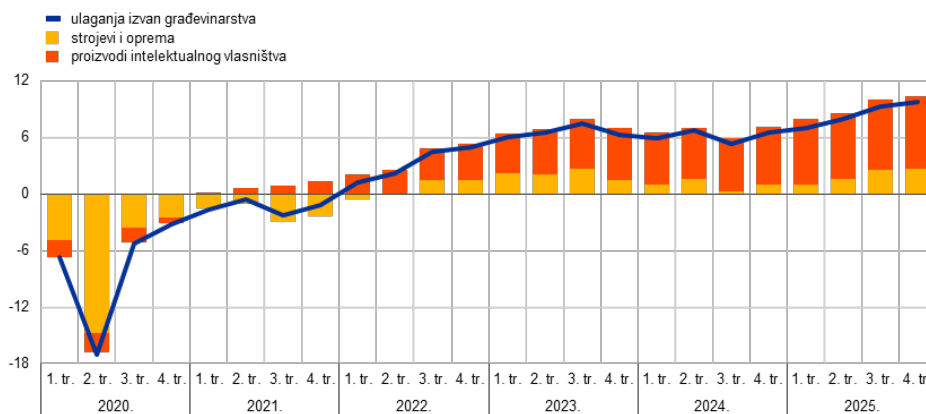
Malin Andersson, Sara Colombo, Valerie Jarvis i Richard Morris

Poslovno ulaganje u europodručju posljednjih je godina relativno prigušeno, uz dvobrzinsku dinamiku njegovih sastavnica. Iako su ulaganja općenito ostvarila skromne rezultate, ulaganja u materijalnu imovinu i ulaganja u nematerijalnu imovinu neujednačeno se kreću od 2020. (Grafikon A). Na kraju 2025. nematerijalna imovina (koja obuhvaća proizvode intelektualnog vlasništva, uključujući računalni softver i baze podataka te istraživanje i razvoj) činila je oko 80 % kumulativne ekspanzije poslovnog ulaganja koja se bilježi od četvrtog tromjesečja 2019. To vrijedi unatoč tome što to čini samo oko dvije trećine kapitalnih rashoda za materijalnu imovinu, koja uključuje strojeve i opremu. Taj sve veći jaz vjerojatno je potaknut snažnim povećanjem ulaganja u digitalnu imovinu. S obzirom na to, u ovom okviru analiziraju se kretanja digitalnih ulaganja u europodručju primjenom zamjenskih vrijednosti kojima se prate glavne kategorije imovine povezane s digitalnom tehnologijom. U okviru se također obrađuju gospodarske implikacije sve većeg udjela digitalnih ulaganja u ukupnom poslovnom ulaganju u europodručju.

Grafikon A

Ulaganja izvan građevinarstva u europodručju po kategorijama imovine

(kumulativne promjene u postotcima od četvrtog tromjesečja 2019., doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Ulaganja izvan građevinarstva ne uključuju irske proizvode intelektualnog vlasništva. Zbroj sastavnica nije jednak ukupnom zbroju jer nije uključena sastavnica bioloških resursa. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2025.

Digitalna ulaganja u europodručju znatno su porasla u proteklom desetljeću.

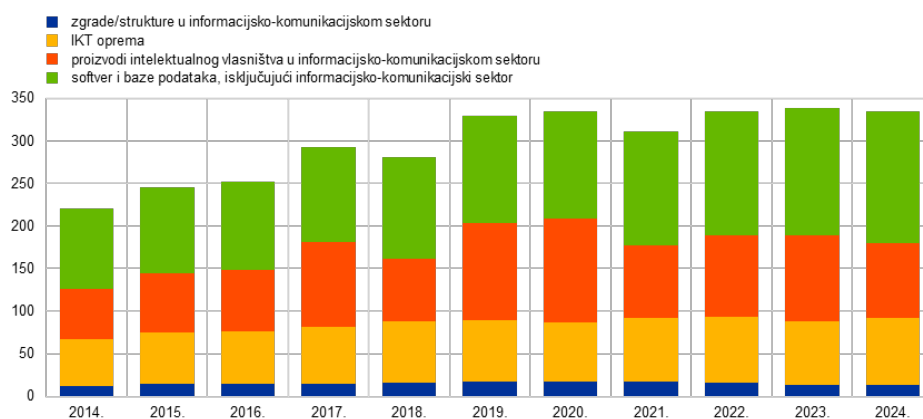
Mjerenje ulaganja u digitalnom ekosustavu izazovno je, osobito u Europi. Ulaganja povezana s digitalnom tehnologijom ne mogu se jasno razlikovati od ostalih oblika ulaganja jer nacionalni računi u europodručju trenutačno ne sadržavaju dovoljno iscrpne raščlambe za ulaganja u digitalne tehnologije (osobito na tromjesečnoj

osnovi).¹ Stoga smo osmislili zamjensku vrijednost za digitalna ulaganja na temelju godišnjih računa europodručja dostupnih do 2024. koji sadržavaju iscrpnije raščlambe po imovini i sektorima nego tromjesečni računi. Zamjenska vrijednost sastoji se od tri elementa. Prvo, aproksimirali smo fizičku digitalnu infrastrukturu (npr. zgrade podatkovnih centara) primjenom podataka za nestambenu gradnju u informacijsko-komunikacijskom sektoru. Drugo, materijalna digitalna ulaganja mjere se kao ulaganja u opremu informacijske i komunikacijske tehnologije (IKT) u poslovnom gospodarstvu.² Treće, nematerijalna digitalna ulaganja obuhvaćaju sva ulaganja u proizvode intelektualnog vlasništva (uključujući računalni softver i baze podataka te istraživanje i razvoj) u informacijsko-komunikacijskom sektoru i ulaganja u računalni softver i baze podataka u ostatku poslovnoga gospodarstva.³ Ukupno povećanje digitalnih ulaganja između 2014. i 2024. bilo je više nego trostruko veće od kumulativnog rasta BDP-a u tom razdoblju. Najveći dio digitalnih ulaganja odnosio se na nematerijalna ulaganja, što je dovelo do porasta zamjenske vrijednosti u proteklom desetljeću. Materijalni poslovni rashodi za IKT opremu također su bili znatni, a naša zamjenska vrijednost pokazuje da je udio ulaganja u izgradnju podatkovnih centara ostao relativno malen (Grafikon B).

Grafikon B

Zamjenska vrijednost za digitalna ulaganja za europodručje, raščlamba prema imovini

(mlrd. EUR)



Izvori: Eurostat, ESB i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Zamjenska vrijednost za digitalna ulaganja odnosi se na: (1) ulaganja u nestambenu gradnju zgrada i struktura u informacijsko-komunikacijskom sektoru, (2) ulaganja u IKT opremu u poslovnom gospodarstvu, (3) ulaganja u proizvode intelektualnog vlasništva (u računalni softver i baze podataka te istraživanje i razvoj) u informacijsko-komunikacijskom sektoru i (4) ulaganja u računalni softver i baze podataka u ostatku poslovnoga gospodarstva (isključujući informacijsko-komunikacijski sektor). Vrijednosti za države koje nedostaju procijenjene su na osnovi poznatih agregatnih podataka europodručja za udjele za državu i sektor. Posljednji podatci odnose se na 2024.

Podatci o proizvodnji upućuju na ubrzavanje digitalnih ulaganja u europodručju u 2025. Dezagregirani podatci o ulaganjima po sektoru i imovini

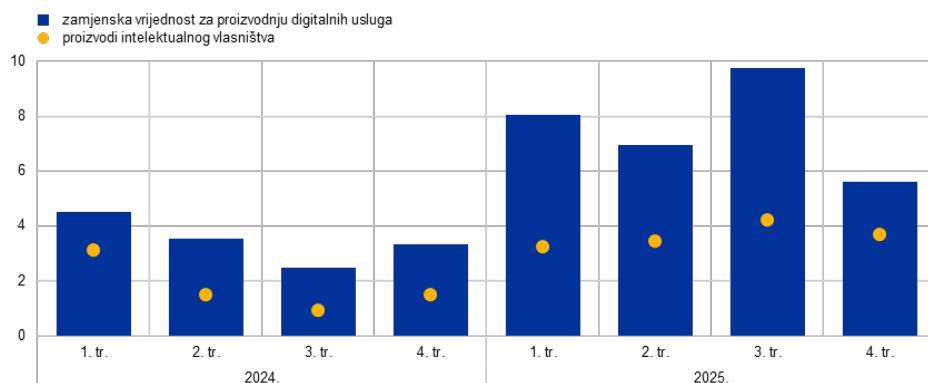
- Novi globalni sustav nacionalnih računa iz 2025., za koji se očekuje da će biti uveden 2029. i 2030., trebao bi pružiti dodatni uvid u umjetnu inteligenciju, podatke, računalstvo u oblaku i digitalne posrednike.
- Poslovno gospodarstvo uključuje cijelo gospodarstvo osim kategorija poljoprivrede, šumarstva i ribarstva, javnih usluga, umjetnosti i zabave te drugih usluga (odnosno isključuje područja iz statističke klasifikacije ekonomskih djelatnosti (NACE) A, od O do Q i od R do U).
- Naš pristup slijedi slične kompilacije koje su za Sjedinjene Američke Države izradili istraživači iz Sustava federalnih rezerva (vidi [Rubinton i Ankit Patro, 2026.](#)) i nedavnu usporedbu OECD-a u Gal *et al.* (2025.).

trenutačno su dostupni samo za razdoblje do 2024. Međutim, pravodobnija zamjenska vrijednost za proizvodnju digitalnih usluga može se konstruirati kao ponderirana agregacija mjesečne proizvodnje izdavačkih djelatnosti (u kojima je izdavanje softvera glavna sastavnica), računalnog programiranja, savjetovanja i djelatnosti povezanih s njima te informacijskih uslužnih djelatnosti. Ta zamjenska vrijednost dobro korelira s rastom ulaganja u proizvode intelektualnog vlasništva te ga također premašuje i upućuje na zaključak da su se digitalna ulaganja ubrzala u 2025. (Grafikon C). Proizvodnja digitalnih usluga također je proteklih godina rasla nešto brže od zamjenske vrijednosti za digitalna ulaganja. Međutim, proizvodnja digitalnih usluga samo je gruba zamjenska vrijednost za digitalna ulaganja. Oko 80 % proizvodnje računalnog programiranja i informacijskih uslužnih djelatnosti (najveća sastavnica naše zamjenske vrijednosti za digitalne usluge) u europodručju upotrebljavala se na domaćoj razini. Međutim, većina te proizvodnje nije kapitalizirana kao ulaganje nego je tretirana kao intermedijarna potrošnja. Postoje izražene razlike među državama u odnosu na to, djelomično zbog nepostojanja ujednačenih praksa mjerenja i računovodstvenih praksa među nacionalnim statističkim uredima u EU-u (Grafikon D).⁴

Grafikon C

Zamjenska vrijednost za proizvodnju digitalnih usluga i proizvodi intelektualnog vlasništva u europodručju

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i izračun stručnjaka ESB-a

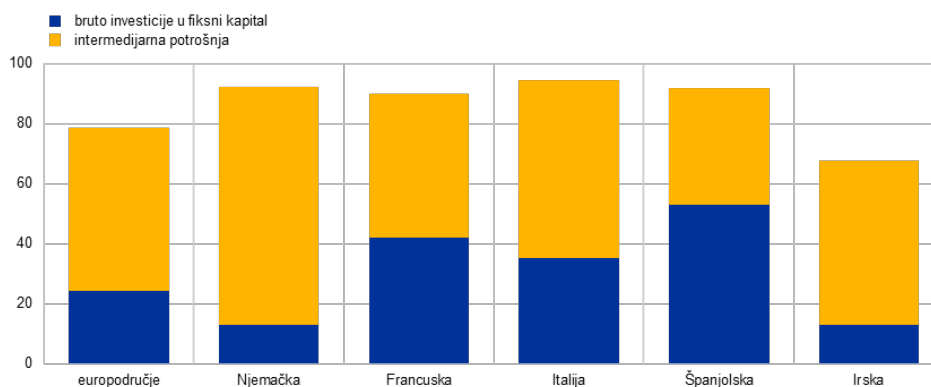
Napomene: Zamjenska vrijednost za proizvodnju digitalnih usluga obuhvaća ponderiranu proizvodnju izdavačkih djelatnosti koja nije sezonski prilagođena (sektor djelatnosti prema klasifikaciji NACE J58), računalno programiranje, savjetovanje i djelatnosti povezane s njima (sektor djelatnosti prema klasifikaciji NACE J62) i informacijske uslužne djelatnosti (sektor djelatnosti prema klasifikaciji NACE J63). Proizvodi intelektualnog vlasništva isključuju Irsku. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2025. za proizvode intelektualnog vlasništva i prosinac 2025. za podatke o proizvodnji.

⁴ Vidi Nonnis *et al.* (2025.).

Grafikon D

Upotreba računalnog programiranja i informacijskih uslužnih djelatnosti u europodručju

(postotni udio u ukupnoj upotrebi)



Izvori: Europska komisija (tablice inputa-outputa iz baze podataka FIGARO) i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Upotreba proizvodnje u kombiniranim sektorima djelatnosti prema klasifikaciji NACE J62 i J63. Posljednji podatci odnose se na 2023.

Iako su digitalna ulaganja u europodručju snažno porasla, dinamika tog rasta zamjetno je sporija nego u Sjedinjenim Američkim Državama. Ako se digitalna zamjenska vrijednost proširi tako da obuhvati procijenjeni snažan rast proizvodnje digitalnih usluga u 2025. i ako se isključe nepravilnosti u općem trendu zbog kolebljivosti proizvoda intelektualnog vlasništva u Irskoj, rezultati pokazuju da su se digitalna ulaganja u europodručju povećala za nešto više od 60 % u razdoblju od 2014. do 2025. (Grafikon E). Unatoč tom snažnom rastu, slična zamjenska vrijednost za Sjedinjene Američke Države više se nego udvostručila u istom razdoblju i znatno se ubrzala u 2025. zbog snažnog porasta ulaganja u podatkovne centre.⁵ Taj upečatljiv i naizgled sve veći jaz u odnosu na Sjedinjene Američke Države trebalo bi dodatno istražiti kako bi se procijenila mjera u kojoj je to ponajprije odraz općenito manje veličine europskih poduzeća, što uvođenje novih tehnologija čini manje isplativim ili je to pak odraz strukturnih rigidnosti u europodručju ili jednostavno rezultat prednosti „prvog poteza” Sjedinjenih Američkih Država u tom području.⁶

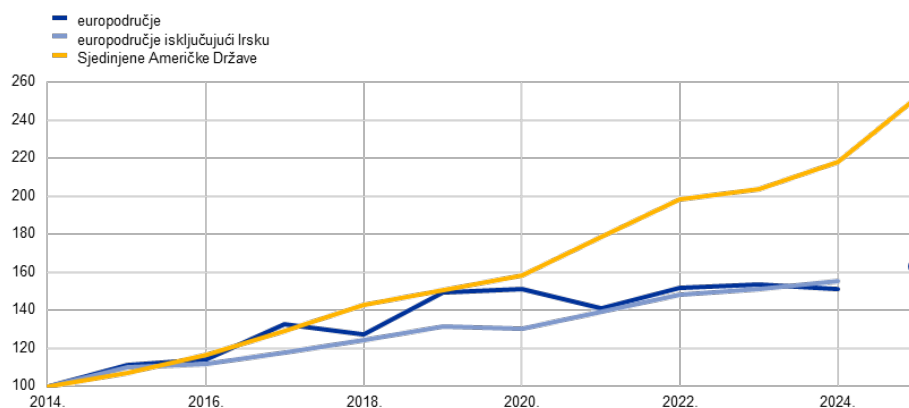
⁵ Za detaljniju usporedbu ulaganja u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama vidi Andersson *et al.* (2025.).

⁶ U ovom broju Ekonomskog biltena Ferrando *et al.* (2026.) izvješćuju o nedavno provedenoj anketi SAFE o upotrebi umjetne inteligencije (UI) i investicijskim kretanjima te napominju da postoji snažna korelacija između uvođenja umjetne inteligencije i rashoda za ulaganja u poduzećima europodručja. Slični su rezultati dobiveni i u sveobuhvatnijoj studiji koju je provela Europska investicijska banka (2026.).

Grafikon E

Zamjenska vrijednost za digitalna ulaganja za europodručje i Sjedinjene Američke Države

(indeks: 2014. = 100)



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

Napomene: Digitalna zamjenska vrijednost za europodručje ista je kao ona iz Grafikona B. Plava točka proteže se do 2025. na osnovi godišnjeg rasta zamjenske vrijednosti za proizvodnju digitalnih usluga prikazane u Grafikonu C. Zamjenska vrijednost za Sjedinjene Američke Države kombinacija je ulaganja u podatkovne centre, informatičku opremu za obradu podataka i računalni softver. Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2025. za podatke za Sjedinjene Američke Države, prosinac 2025. za podatke o proizvodnji digitalnih usluga i 2024. za ostale podatke.

Što se tiče sljedećeg razdoblja, očekuje se da će digitalni udio ulaganja nastaviti rasti, uz znatne implikacije za poslovni ciklus i politiku. U budućnosti se očekuje zamjetan rast digitalnih ulaganja, potaknut ulaganjima poduzetničkog kapitala i financiranjem u sklopu programa Next Generation EU. Osim toga, nedavno su na razini EU-a uvedena dva programa, Akcijski plan za kontinent umjetne inteligencije i Strategija za primjenu umjetne inteligencije, s ciljem ubrzigavanja velikih iznosa u digitalna ulaganja i iskorištavanja dodatnih nacionalnih sredstava država članica EU-a.⁷ Međutim, prema anketi koju je provela udruga European Data Centre Association, daljnje ubrzanje digitalnih ulaganja moglo bi biti otežano u slučaju nedovoljne opskrbe energijom, manjka kvalificirane radne snage ili prekomjerne regulacije.⁸ Digitalna ulaganja u europodručju mogla bi se usporiti i ako umjetna inteligencija ne dovede do očekivanih povećanja produktivnosti i smanjenja troškova, što će dovesti do revizije buduće potražnje naniže.

Izvori

Andersson, M., Jarvis, V. i Soudan, M. (2025.), „[Poslovna ulaganja: zašto europodručje zaostaje za Sjedinjenim Američkim Državama?](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 2, ESB

Europska komisija (2025.a), „[Akcijski plan za kontinent umjetne inteligencije](#)”

Europska komisija (2025.b), „[Strategija za primjenu umjetne inteligencije](#)”

⁷ Vidi Europska komisija (2025.a) i Europska komisija (2025.b).

⁸ Vidi European Data Centre Association (2025.).

European Data Centre Association (2025.), „[State of European Data Centres 2025](#)”

Europska investicijska banka (2026.), „[AI adoption, productivity and employment: Evidence from European firms](#)”, *Working Paper 2026/02*, siječanj

Ferrando, A., Lamboglia, S., Rariga, J. i Schmidt, M. (2026.), „[Uvođenje umjetne inteligencije i ulaganja u nju: odgovori poduzeća u europodručju u sklopu SAFE-a](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 2, ESB

Gal, P., Hooley, J., Ozturk, F. i Unsal, F. (2025.), „[Business investment in the face of the digital transformation: Initial evidence](#)”, *OECD Economics Department Working Papers*, br. 1859, OECD

Lane, P. (2026.), „[Interview with La Stampa](#)”, ESB, 16. siječnja

Nonnis, A., Roth, F. i Bounfour, A. (2025.), „[Intangible capital in France and Germany: Measurement issues and their impact on productivity](#)”, *VoxEU Column*, Centre for Economic Policy Research, 6. listopada

Rubinton, H. i Ankit Patro, B. (2026.), „[Tracking AI's Contribution to GDP Growth](#)”, *On the Economy Blog*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 12. siječnja

6. Uvođenje umjetne inteligencije i ulaganja u nju: odgovori poduzeća u europodručju u sklopu SAFE-a

Annalisa Ferrando, Sara Lamboglia, Judit Rariga i Maurice Schmidt

U ovom okviru prikazane su nove informacije o uvođenju tehnologija umjetne inteligencije (UI) u poduzećima u europodručju i o njihovim planovima ulaganja u umjetnu inteligenciju do kraja 2026.

Anketa o pristupu financiranju poduzeća (SAFE) za četvrto tromjesečje 2025. (ESB, 2026.) sadržavala je niz *ad hoc* pitanja o uvođenju umjetne inteligencije i razlozima zbog kojih poduzeća upotrebljavaju ili ne upotrebljavaju te tehnologije. Poduzećima je postavljeno pitanje o mjeri u kojoj se koriste određenim tehnologijama, uključujući prediktivne alate (kao što su rudarenje teksta, prepoznavanje glasa i slike te strojno učenje), generativne alate (kao što su chatbotovi i generiranje teksta/slika) i robotsku automatizaciju procesa. Potom se od njih zatražilo da navedu svoje planove ulaganja u umjetnu inteligenciju u sljedećih 12 mjeseci i da procijene raširenost ulaganja u umjetnu inteligenciju među konkurentima u svojoj državi do lipnja 2025.¹

Velika poduzeća, uvrštena poduzeća ili poduzeća koja se financiraju poduzetničkim kapitalom te mlada poduzeća češće uvode umjetnu inteligenciju od malih poduzeća, neuvrštenih poduzeća i etabliranih poduzeća (Grafikon A).

Rezultati ankete pokazuju da je 38 % poduzeća u europodručju u uznapređevaloj fazi uvođenja umjetne inteligencije, što znači da znatno ili umjereno upotrebljavaju umjetnu inteligenciju. U početnoj fazi nalazi se 33 % poduzeća, što znači da vrlo rijetko ili eksperimentalno upotrebljavaju umjetnu inteligenciju. Oko 45 % velikih poduzeća i uvrštenih poduzeća ili poduzeća koja se financiraju poduzetničkim kapitalom u uznapređevaloj su fazi upotrebe umjetne inteligencije, pri čemu se taj postotak povećava na 56 % kada je riječ o mladim poduzećima. Međutim, udio poduzeća koja su prijavila da u znatnoj mjeri upotrebljavaju umjetnu inteligenciju sličan je kada je riječ o veličini poduzeća i vrsti vlasništva, što upućuje na zaključak da se uvođenje umjetne inteligencije ravnomjerno širi među osnovnom skupinom poduzeća. Taj je udio dvostruko veći među mladim poduzećima, što vjerojatno odražava predvodničku ulogu *start-up* poduzeća.²

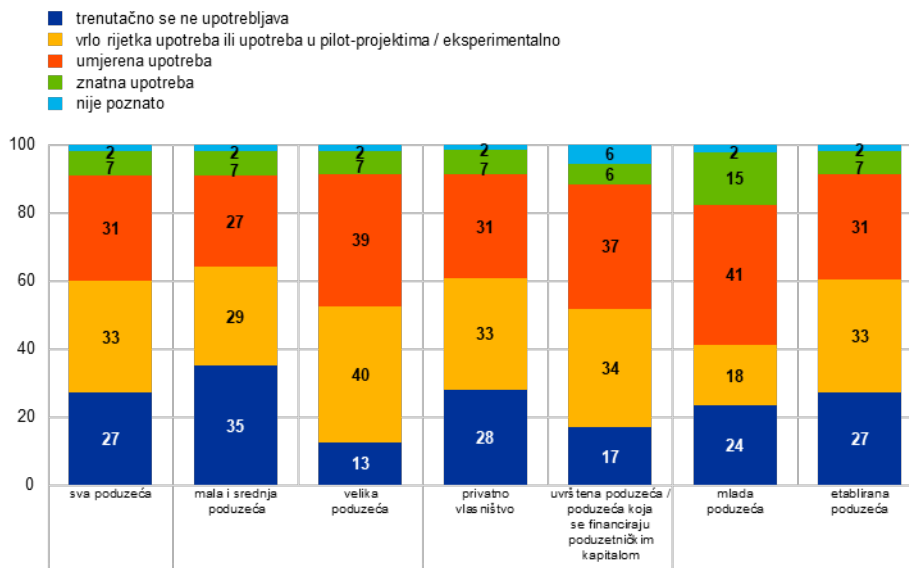
¹ Za više informacija o drugim *ad hoc* pitanjima iz SAFE-a o umjetnoj inteligenciji vidi ESB (2026.).

² Slični postotci uvođenja umjetne inteligencije prema obilježjima poduzeća također su zabilježeni za poduzeća u različitim državama – vidi Yotzov *et al.* (2026.) za Ujedinjenu Kraljevinu, Sjedinjene Američke Države, Njemačku i Australiju te Bencivelli *et al.* (2026.) za Njemačku, Italiju i Španjolsku.

Grafikon A

Upotreba umjetne inteligencije prema obilježjima poduzeća

(postotci ispitanika)



Izvori: SAFE (ESB, 2026.) i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: MSP-ovi označuju mala i srednja poduzeća (poduzeća koja imaju do 250 zaposlenika). Mlada poduzeća jesu poduzeća koja su mlada od pet godina. Privatno vlasništvo odnosi se na pojedinačne osobe, obitelji ili druga poduzeća s većinskim vlasništvom u poduzeću. Uvršteni/poduzetnički kapital znači većinsko vlasništvo putem javnih dioničara ili poduzeća s poduzetničkim kapitalom. Podatci se odnose na anketni ciklus proveden za razdoblje od listopada do prosinca 2025.

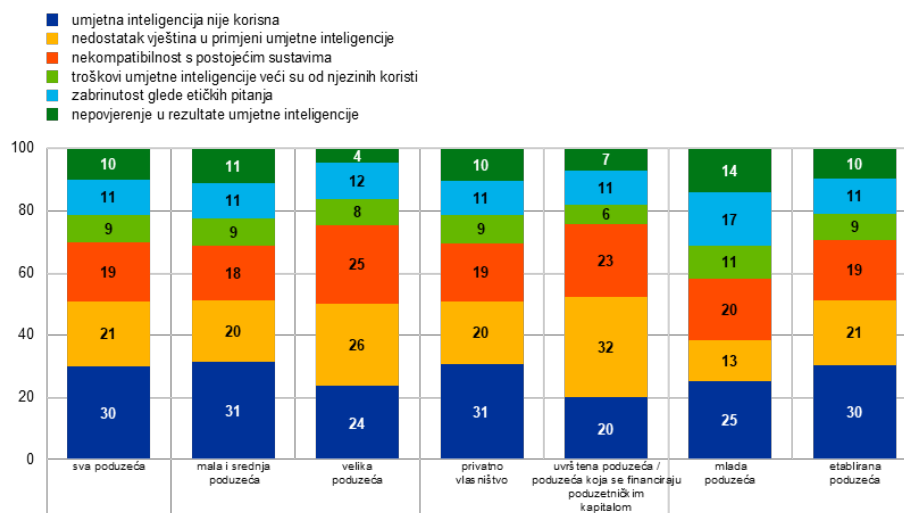
Dokazi upućuju na to da su najčešći razlozi za neprimjenu umjetne inteligencije percipirani nedostatak korisnosti i izazovi povezani s njezinim uvođenjem (Grafikon B). Konkretno, 30 % poduzeća koja trenutačno ne primjenjuju umjetnu inteligenciju kao glavnu prepreku navelo je nedostatak korisnosti, a oko 20 % poduzeća istaknulo je nekompatibilnost s postojećim sustavima i nedostatak odgovarajućih vještina. Manje je vjerojatno da će velika poduzeća umjetnu inteligenciju smatrati nekorisnom nego mala i srednja poduzeća, iako velika poduzeća češće prijavljuju izazove s uvođenjem umjetne inteligencije, kao što su nedovoljna stručnost u području umjetne inteligencije i nekompatibilnost sustava. Čini se da uvrštena poduzeća ili poduzeća koja se financiraju poduzetničkim kapitalom, među kojima je uvođenje umjetne inteligencije raširenije, prepoznaju potencijalnu vrijednost umjetne inteligencije čak i ako je još nisu uveli, a poduzeća u privatnom vlasništvu češće prijavljuju prepreke kao što su percipirani nedostatak korisnosti. U usporedbi s etabliranim poduzećima, mlađa poduzeća češće ističu zabrinutosti u vezi s etičkim aspektima i kao prepreku uvođenju umjetne inteligencije navode nepovjerenje u rezultate umjetne inteligencije.³

³ U anketi je poduzećima također postavljeno pitanje o razlozima za upotrebu umjetne inteligencije. Odgovori pokazuju da se umjetna inteligencija ponajprije uvodi kako bi se poboljšali poslovni procesi u sklopu osnovnog poslovanja i oni koji ne čine dio osnovnog poslovanja, a znatno manji broj poduzeća kao razlog je naveo smanjivanje troškova zaposlenika, podupiranje istraživanja, razvoja i inovacija ili širenje ponude proizvoda i usluga. Bez obzira na opseg uvođenja umjetne inteligencije, poduzeća su navela slične razloge za njezino uvođenje, bez znatnih razlika kada je riječ o veličini poduzeća (ESB, 2026.).

Grafikon B

Razlozi za neprimjenu umjetne inteligencije prema obilježjima poduzeća

(postotci ispitanika)



Izvori: SAFE (ESB, 2026.) i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: „Sva poduzeća“ uključuju samo poduzeća koja trenutno ne upotrebljavaju umjetnu inteligenciju. MSP-ovi označuju mala i srednja poduzeća (poduzeća koja imaju do 250 zaposlenika). Mlada poduzeća jesu poduzeća koja su mlađa od pet godina. Privatno vlasništvo odnosi se na pojedinačne osobe, obitelji ili druga poduzeća s većinskim vlasništvom u poduzeću. Uvršteni/poduzetnički kapital znači većinsko vlasništvo putem javnih dioničara ili poduzeća s poduzetničkim kapitalom. Podatci se odnose na anketni ciklus proveden za razdoblje od listopada do prosinca 2025.

Poduzeća koja znatno upotrebljavaju umjetnu inteligenciju u većoj mjeri očekuju povećanje prometa i ulaganja u dugotrajnu imovinu nego poduzeća koja ne upotrebljavaju umjetnu inteligenciju (Grafikon C).

U regresijskoj analizi naglašava se odnos između mjere u kojoj se umjetna inteligencija upotrebljava i očekivanja poduzeća glede stvarnih rezultata. Ovisno o veličini, sektoru i lokaciji, poduzeća koja se znatno koriste umjetnom inteligencijom u većoj mjeri očekuju veći promet i ulaganja u dugotrajnu imovinu u sljedeća tri mjeseca (za 21 % odnosno 13 %) nego poduzeća koja se ne koriste umjetnom inteligencijom (Grafikon C, panel a)). Osim toga, očekivani udio budućeg ulaganja namijenjenog umjetnoj inteligenciji povećava se s učestalošću upotrebe umjetne inteligencije. Poduzeća koja se rijetko služe umjetnom inteligencijom očekuju da će njihova ulaganja u umjetnu inteligenciju biti za 3,2 postotna boda veća u odnosu na ulaganja poduzeća koja se ne koriste umjetnom inteligencijom (Grafikon C, panel b)). Kada je riječ o poduzećima koja se umjereno ili znatno koriste umjetnom inteligencijom, zabilježene razlike u postotnim bodovima iznose 5,5 i 11,5 u odnosu na poduzeća koja se ne koriste umjetnom inteligencijom. U sljedećih 12 mjeseci poduzeća koja se znatno koriste umjetnom inteligencijom očekuju dodatno povećanje plaća za 0,6 postotnih bodova i povećanje zaposlenosti za 1,3 postotna boda u odnosu na poduzeća koja se ne koriste umjetnom inteligencijom.⁴

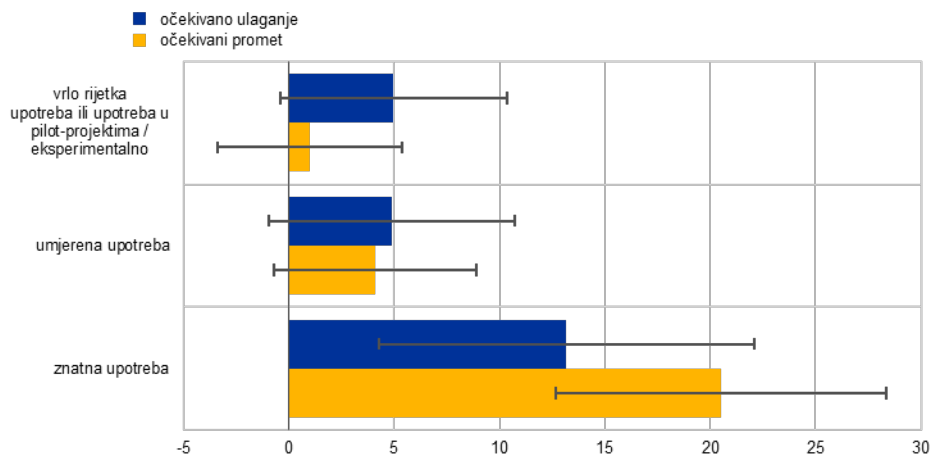
⁴ Kada je riječ o poduzećima koja nisu uvela umjetnu inteligenciju, bezuvjetna ponderirana sredina očekivanih povećanja plaća iznosi 3,1 %, u odnosu na 3,7 % kod poduzeća koja znatno upotrebljavaju umjetnu inteligenciju. Što se tiče zaposlenosti, te vrijednosti iznose 0,6 % i 2,8 %. Slične rezultate zabilježili su Aldasoro *et al.* (2026.).

Grafikon C

Upotreba umjetne inteligencije i očekivanja poduzeća glede stvarnih rezultata

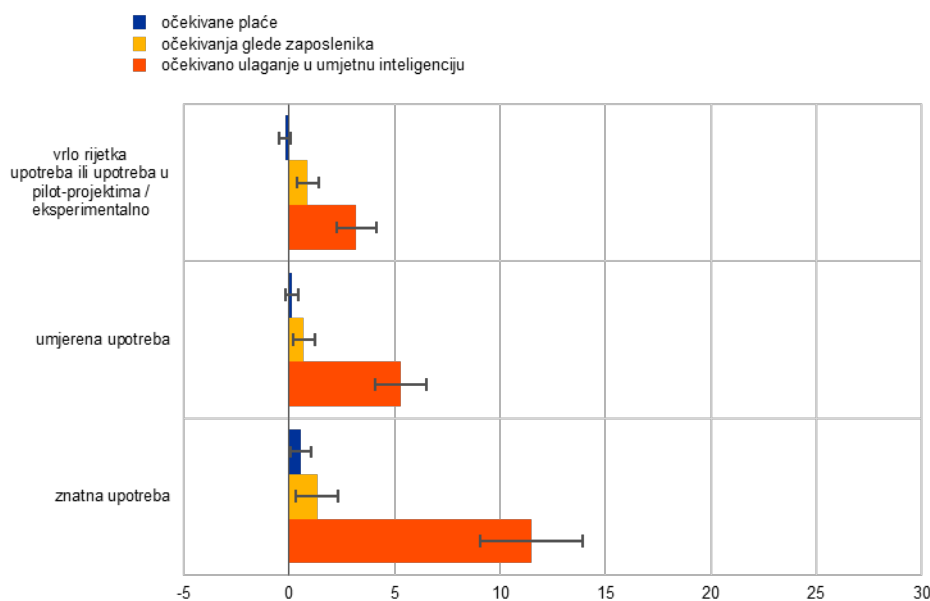
a) ulaganja i promet

(postotci)



b) plaće, zaposlenost i ulaganja u umjetnu inteligenciju

(postotni bodovi)



Izvori: SAFE (ESB, 2026.) i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Na panelu a) prikazani su koeficijenti regresija na razini poduzeća za očekivani promet / ulaganja (to su indikatorske varijable koje imaju vrijednost 1 ako poduzeće očekuje povećanje u sljedeća tri mjeseca) u vezi s upotrebom umjetne inteligencije, pri čemu je izostavljena kategorija „Ne upotrebljava se”. Na panelu b) prikazani su koeficijenti regresija na razini poduzeća za tri kontinuirane varijable – očekivana povećanja plaća, broja zaposlenika i udjela ulaganja u upotrebu umjetne inteligencije u sljedećih 12 mjeseci. Regresije ponderirane anketom s fiksnim učincima na razini sektora, države i veličine poduzeća. Linije iznad i ispod točaka intervali su pouzdanosti od 90 %. Grafikon se zasniva na anketnom ciklusu za razdoblje od listopada do prosinca 2025.

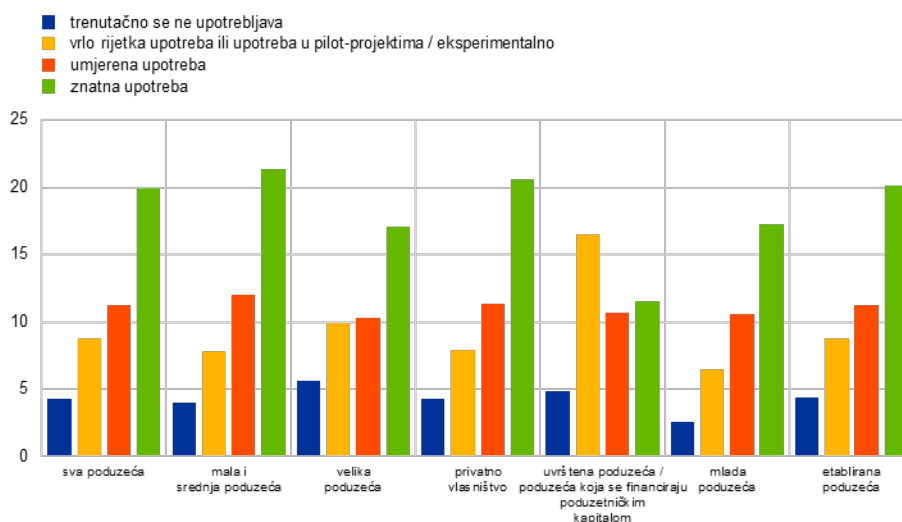
Poduzeća koja trenutačno upotrebljavaju umjetnu inteligenciju očekuju da će više ulagati u umjetnu inteligenciju ove godine nego poduzeća koja se ne koriste umjetnom inteligencijom, što upućuje na ciklus jačanja uvođenja umjetne inteligencije i inovacija (Grafikon D). Poduzeća u prosjeku očekuju da će 9 % ukupnog ulaganja namijeniti ulaganju u umjetnu inteligenciju, iako postoje znatne razlike ovisno o obilježjima poduzeća i mjeri u kojoj je umjetna inteligencija uvedena. Poduzeća koja trenutačno ne upotrebljavaju umjetnu inteligenciju očekuju

da će relativno malen udio njihova ulaganja biti namijenjen umjetnoj inteligenciji (prosječno 4 %), pri čemu među njima velika poduzeća predviđaju neznatno više stope (6 %) u odnosu na mala i srednja poduzeća (4 %). Nasuprot tome, poduzeća u uznapređovalijoj fazi uvođenja umjetne inteligencije planiraju mnogo više stope ulaganja. Poduzeća koja se umjereno koriste umjetnom inteligencijom očekuju da će 11 % ulaganja namijeniti umjetnoj inteligenciji, a poduzeća koja se njome znatno koriste prijavila su najviše stope planiranog ulaganja (20 %). Mala i srednja poduzeća predvode među poduzećima koja se znatno koriste umjetnom inteligencijom i predviđaju ulaganja od 21 % u odnosu na 17 % kada je riječ o velikim poduzećima. Općeniti obrazac ulaganja u umjetnu inteligenciju upućuje na postojanje ciklusa jačanja, pri čemu poduzeća koja već upotrebljavaju umjetnu inteligenciju ulažu više u daljnji razvoj i integraciju tih tehnologija.

Grafikon D

Očekivano ulaganje u umjetnu inteligenciju u sljedećih 12 mjeseci prema trenutnom intenzitetu upotrebe i obilježjima poduzeća

(postotci ukupnog ulaganja)



Izvori: SAFE (ESB, 2026.) i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: MSP-ovi označuju mala i srednja poduzeća (poduzeća koja imaju do 250 zaposlenika). Mlada poduzeća jesu poduzeća koja su mlada od pet godina. Privatno vlasništvo odnosi se na pojedinačne osobe, obitelji ili druga poduzeća s većinskim vlasništvom u poduzeću. Uvršteni/poduzetnički kapital znači većinsko vlasništvo putem javnih dioničara ili poduzeća s poduzetničkim kapitalom. Podatci se odnose na anketni ciklus proveden za razdoblje od listopada do prosinca 2025.

Vlasnička struktura također korelira s obrascima ulaganja u umjetnu inteligenciju.

Poduzeća koja se umjereno koriste umjetnom inteligencijom imaju slične tendencije ulaganja neovisno o njihovoj vlasničkoj strukturi. Međutim, razlike su vidljive između poduzeća koja su u ranoj fazi uvođenja umjetne inteligencije i onih koja su u uznapređovaloj fazi (Grafikon D). Uvrštena poduzeća ili poduzeća koja se financiraju poduzetničkim kapitalom imaju najveću očekivanu stopu ulaganja u umjetnu inteligenciju ako su u ranoj fazi uvođenja umjetne inteligencije, pri čemu je 17 % njihovih ukupnih ulaganja namijenjeno ulaganju u umjetnu inteligenciju, u odnosu na 8 % kada je riječ o poduzećima u privatnom vlasništvu. Taj status predvodnika vjerojatno je potaknut njihovim prednostima u smislu financiranja i usmjerenosti na prilike za velik rast. Nasuprot tome, poduzeća u privatnom vlasništvu predvode kada je riječ o ulaganjima u uznapređovaloj fazi i očekuju da

će 21 % ukupnih ulaganja namijeniti umjetnoj inteligenciji, u odnosu na 12 % kada je riječ o uvrštenim poduzećima ili poduzećima koja se financiraju poduzetničkim kapitalom. To vjerojatno odražava njihove koncentrirane vlasničke strukture i dugoročnu stratešku usredotočenost, što im omogućuje veću fleksibilnost da kapitaliziraju dokazane koristi umjetne inteligencije.

Mlada poduzeća na početku malo ulažu u umjetnu inteligenciju, ali ta se ulaganja intenziviraju usporedno sa sve intenzivnijim uvođenjem umjetne inteligencije. Mlada poduzeća prijavila su najniže očekivane stope ulaganja u umjetnu inteligenciju u početnim fazama njezina uvođenja (3 % ukupnog ulaganja – Grafikon D). Međutim, usporedno sa sve intenzivnijim uvođenjem umjetne inteligencije taj se udio povećava na 17 % i približava udjelu ulaganja zabilježenom kod etabliranih poduzeća. Nekoliko činitelja može objasniti taj obrazac: učenjem pri upotrebi smanjuje se nesigurnost glede toga koje aplikacije stvaraju vrijednost, a uspješni pilot-projekti u ranim fazama opravdavaju naknadne obveze.

Izvori

Aldasoro, I., Gambacorta, L., Pal, R., Revoltella, D., Weiss, C. i Wolski, M. (2026.), „[AI adoption, productivity and employment: evidence from European firms](#)”, *BIS Working Papers*, br. 1325, Banka za međunarodne namire, siječanj

Bencivelli, L., De Masi, L., Falck, E., Fernández Cerezo, A., Formai, S., Hidalgo Bricio, I., Mattevi, E. i Nagengast, A. (2026.), „[Embracing AI in Europe: New evidence from harmonised central bank business surveys](#)”, VOXEU Column

ESB (2026.), [Anketa o pristupu financiranju poduzeća u europodručju – četvrto tromjesečje 2025.](#)

Yotzov, I., Barrero, J. M., Bloom, N., Bunn, P., Davis, S. J., Foster, K. M., Jalca, A., Meyer, B. H., Mizen, P., Navarrete, M. A., Smietanka, P., Thwaites, G. i Wang, B. Z. (2026.), „[Firm Data on AI](#)”, *Working Papers*, br. 34836, National Bureau of Economic Research, veljača

7. Financijske i makroekonomske posljedice porasta vrlo dugoročnih prinosa

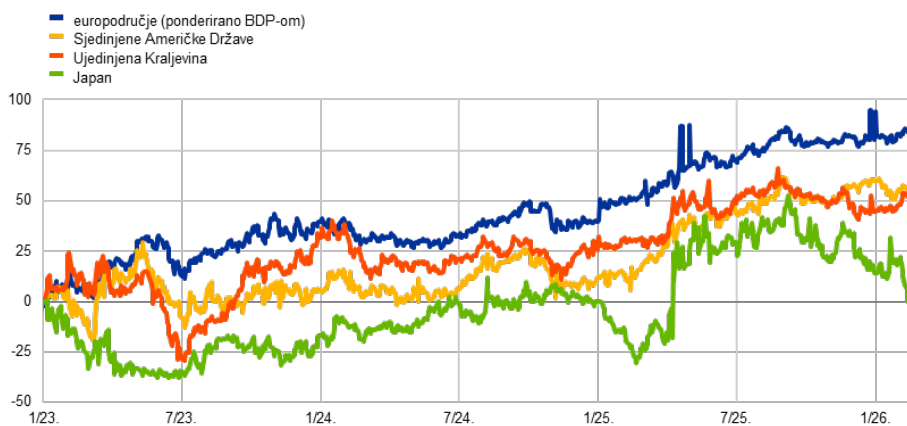
Tilman Bletzinger, Ambra Boilini, Christoph Kaufmann, Giulio Nicoletti, Melina Papoutsis i Johannes Pöschl

Vrlo dugoročne kamatne stope znatno su porasle u nekoliko razvijenih gospodarstava tijekom prošle godine, što je dovelo do povećanja nagiba na vrlo dugom kraju krivulje prinosa (Grafikon A). U europodručju je to povećanje nagiba krivulje za obveznice s dospeljećem od 30 do deset godina relativno izraženo u usporedbi s prethodnim epizodama, što odražava pomak prema normalnije oblikovanim krivuljama prinosa u okruđu viših dugoročnih realnih kamatnih stopa, globalnih činitelja i fiskalnog preusmjeravanja država europodručja (Böninghausen i Vladu, 2026.). U ovom se okviru proučavaju posljedice povećanja nagiba na dugom kraju krivulje prinosa za troškove financiranja države, portfelje privatnog sektora, kredite banaka i makroekonomska ostvarenja.

Grafikon A

Nagib krivulje prinosa za obveznice europodručja i odabrane državne obveznice s dospeljećem od 30 do deset godina

(bazni bodovi)



Izvori: LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje kumulativne promjene u povećanju nagiba svake krivulje prinosa na državne obveznice, što je vidljivo iz nagiba krivulja za obveznice s dospeljećem od 30 do deset godina. Posljednji podatci odnose se na 25. veljače 2026.

Izravni učinci porasta vrlo dugoročnih prinosa na troškove financiranja države vjerojatno će biti ograničeni. Ponuda vrlo dugoročnoga državnog duga posljednjih se godina povećala, i u apsolutnom smislu i u odnosu na udio nepodmirenog duga (Grafikon B, panel a)). Ta povećana ponuda pridonosi, *ceteris paribus*, višim prinosisima na vrlo dugom kraju krivulje. Međutim, očekuje se da će utjecaj na ukupne troškove financiranja države zbog povećanja nagiba krivulje za obveznice s dospeljećem od 30 do deset godina biti ograničen. Oko 70 % izdanja još uvijek ima dospeljeće kraće od deset godina i stoga na njega ne utječu izravno više vrlo dugoročne kamatne stope. Nadalje, uredi za upravljanje dugom mogu fleksibilno prilagoditi ročnu strukturu svojeg izdanja kao odgovor na promjene kamatnih stopa,

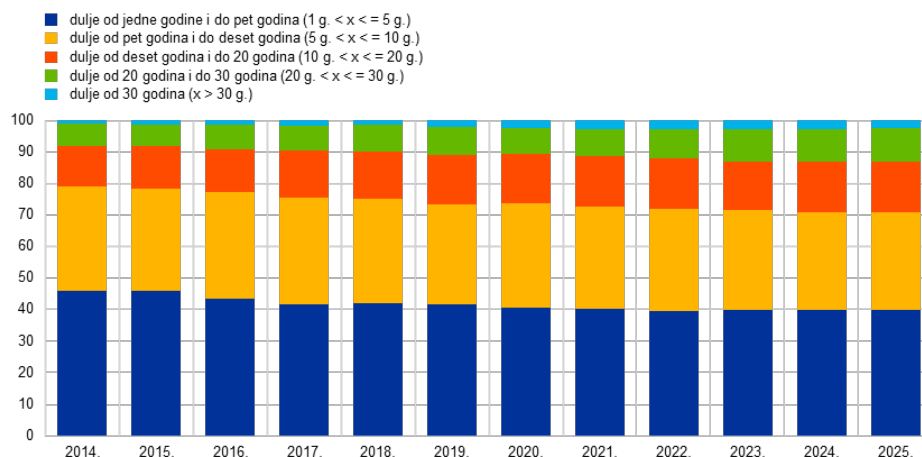
što im omogućuje da ograniče posljedice povećanja nagiba krivulje prinosa za troškove financiranja države.¹

Grafikon B

Nepodmireni državni dug europodručja

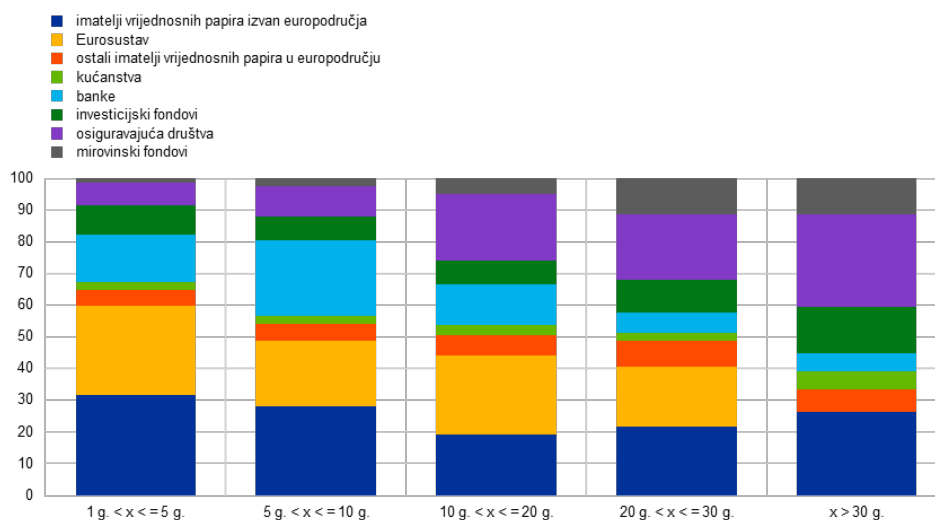
a) prema razredu dospijeća

(postotak nepodmirenog duga)



b) po sektoru imatelja

(postotak nepodmirenog duga)



Izvori: statistički podatci ESB-a o držanju vrijednosnih papira, centralizirana baza podataka o vrijednosnim papirima i izračun ESB-a
Napomene: Imatelji vrijednosnih papira izvan europodručja uključuju ulagače izvan europodručja. Na grafikonu su prikazane informacije za Njemačku, Španjolsku, Francusku i Italiju.

Ponovno uravnoteženje portfelja osiguravajućih društava i mirovinskih fondova kao odgovor na promjene vrlo dugoročnih prinosa može utjecati na troškove financiranja privatnog sektora. Osiguravajuća društva i mirovinski fondovi glavni su sektori imatelja vrlo dugoročnog duga, s ukupnim udjelom od više od 40 % obveznica s dospijecem duljim od 30 godina (Grafikon B, panel b)). S

¹ Produljenje dospijeća novoizdanih obveznica ključna je strategija ureda za upravljanje dugom tijekom razdoblja niskih kamatnih stopa. Za analizu načina na koji države prilagođavaju svoje ponašanje glede izdanja kao odgovor na promjene u okružju prinosa vidi Plessen-Mátyás *et al.* (2023.).

obzirom na to da bilance osiguravajućih društava i mirovinskih fondova obično imaju negativne jazove ročnosti (tj. duljina ročnosti njihovih obveza premašuje duljinu ročnosti njihove imovine), njihova se kapitalna pozicija poboljšava kada dugoročni prinosi rastu, što smanjuje potrebu za strategijama usklađivanja ročnosti, a time i potražnju za dugoročnim obveznicama (vidi Domanski *et al.*, 2017.). Prelazak nizozemskih mirovinskih fondova iz sustava utvrđenih naknada na sustav utvrđenih doprinosa, koji bi trebao biti dovršen do 2028., također bi mogao pridonijeti djelomičnom ponovnom uravnoteženju portfelja na račun dugoročnih obveznica jer će se time smanjiti potreba za zaštitom od vrlo dugoročnoga kamatnog rizika. Utjecaj tih promjena na troškove financiranja privatnog sektora ovisit će o tome kako će osiguravajuća društva i mirovinski fondovi ponovno uravnotežiti svoje portfelje. Ako kupe znatno više imovine privatnog sektora, kao što su korporativne obveznice ili dionice, to će povećati prinose na tu imovinu, čime će se smanjiti troškovi financiranja privatnog sektora (vidi Kubitza, 2026.). S druge strane, u mjeri u kojoj se povećanje nagiba krivulje prinosa podudara s općenito višim razinama dugoročnih kamatnih stopa duž krivulje, osiguravajuća društva i mirovinski fondovi manje su skloni potrazi za prinosom u rizičnijoj imovini, kao što su korporativne obveznice ili dionice (vidi Kaufmann *et al.*, 2024.). Umjesto toga, osiguravatelji mogu prijeći na državne obveznice različitih dospeljeća, što stvara pritisak na povećanje troškova financiranja privatnog sektora. Stoga postoji nekoliko mogućih kanala za neutralizaciju putem kojih ponovno uravnoteženje portfelja od strane osiguravajućih društava i mirovinskih fondova može utjecati na troškove financiranja privatnog sektora, pa ukupni učinak ostaje nejasan.

Povećanje nagiba krivulje prinosa znači pritisak na povećanje kamatnih stopa na hipotekarne kredite s razdobljem početnog fiksiranja kamatne stope duljim od deset godina.

U ESB-ovoj anketi o očekivanjima potrošača (CES) iz veljače 2025. gotovo polovina kućanstava s hipotekarnim kreditima izvijestila je o razdoblju fiksiranja kamatne stope u trenutku odobravanja duljem od deset godina, a oko četvrtine kućanstava izvijestilo je o razdoblju fiksiranja kamatne stope duljem od 20 godina (Grafikon C, panel a)). Oglašene vrlo dugoročne kamatne stope na hipotekarne kredite, koje se prikupljaju iz internetskih izvora, znatno su porasle od siječnja 2025., osobito u Njemačkoj i Italiji (Grafikon C, panel b)).² Dodatna kamatna stopa koju kućanstva plaćaju za dobivanje hipotekarnih ugovora s vrlo dugim razdobljem fiksiranja kamatne stope, u odnosu na one s desetogodišnjim razdobljem fiksiranja, također je znatno porasla, osobito u Njemačkoj i Italiji (Grafikon C, panel c)). Ukupno gledano, to može nepovoljno utjecati na troškove financiranja stanovništva.

² Internetski podatci o hipotekarnim kreditima prate kredite s egzaktnim razdobljem fiksiranja dospeljeća za dužnika s nepromjenjivim obilježjima i stoga su bolja zamjena za kamatne stope koje nude banke, a statistički podatci o kamatnim stopama odražavaju ravnotežu između kamatnih stopa koje nude banke i odluka koje donose dužnici. Vrlo dugoročne kamatne stope na hipotekarne kredite dostupne su kamatne stope s početnim razdobljima fiksiranja što je moguće bliže 30 godina. To znači razdoblje od 30 godina za Njemačku, Španjolsku i Italiju i razdoblje od 25 godina za Francusku.

Grafikon C

Razdoblja fiksiranja kamatne stope na hipotekarne kredite, ponuđene kamatne stope za hipotekarne kredite s vrlo dugim razdobljem fiksiranja i promjena razlike prinosa između kamatnih stopa za hipotekarne kredite s vrlo dugim razdobljem fiksiranja i dugim razdobljem fiksiranja

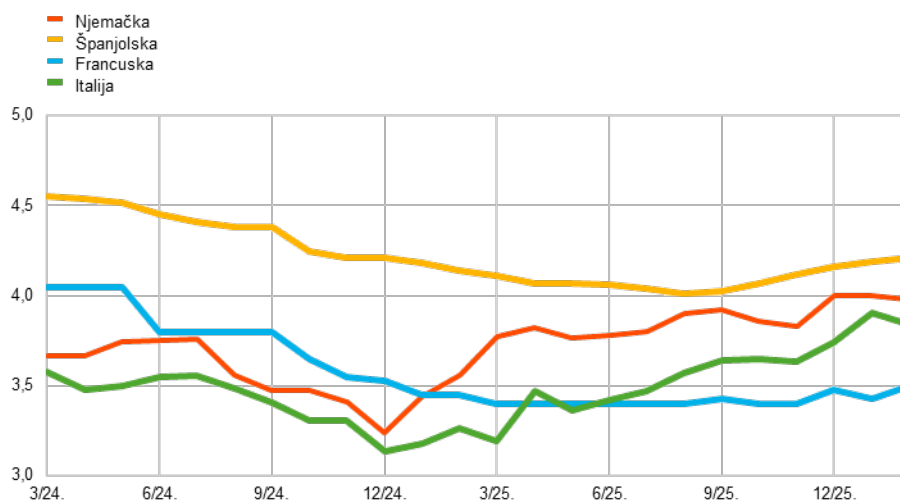
a) hipotekarni krediti prema razdoblju fiksiranja kamatne stope

(postotak nepodmirenih hipotekarnih kredita)



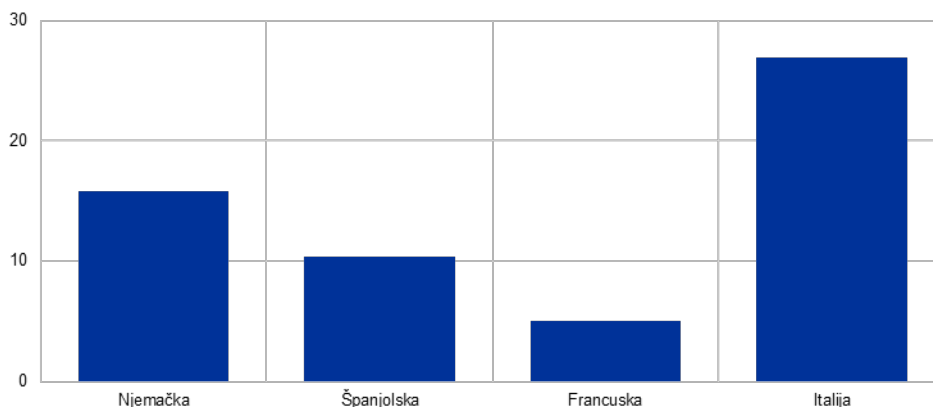
b) ponuđene kamatne stope za hipotekarne kredite s vrlo dugim razdobljem fiksiranja

(postotci na godišnjoj razini)



C) promjena razlike prinosa između kamatnih stopa za hipotekarne kredite s vrlo dugim razdobljem fiksiranja i dugim razdobljem fiksiranja od siječnja 2025.

(bazni bodovi)



Izvori: anketa o očekivanjima potrošača, kamatne stope oglašene na internetu (MutuiSupermarket, Idealista, Verivox i Empruntis) i izračun ESB-a

Napomene: Panel a): odbačeni su odgovori kućanstava iz dviju donjih skupina financijske pismenosti. Odgovori se ponderiraju primjenom pondera uzorkovanja populacije i obujma hipotekarnih kredita u trenutku odobravanja. Panel b): kamatne stope oglašene na internetu za hipotekarne kredite s vrlo dugim razdobljem fiksiranja. Panel c): promjena razlike prinosa između kamatnih stopa za hipotekarne kredite od siječnja 2025. Razlike prinosa na hipotekarne kredite u svakoj su državi razlika između kamatnih stopa na hipotekarne kredite s razdobljima fiksiranja što je moguće bliže 30 godina i kamatnih stopa na hipotekarne kredite s razdobljima fiksiranja što je moguće bliže deset godina. Riječ je o 30-godišnjem i desetogodišnjem razdoblju u Njemačkoj, 25-godišnjem i desetogodišnjem razdoblju u Francuskoj te 30-godišnjem i 15-godišnjem razdoblju u Italiji i Španjolskoj. Posljednji podatci odnose se na veljaču 2025. za anketu o očekivanjima potrošača i veljaču 2026. za kamatne stope oglašene na internetu.

Kamatne stope s vrlo dugoročnim dospijećima nemaju velik utjecaj na indekse financijskih uvjeta koji sažimaju cijene imovine od makroekonomske važnosti.

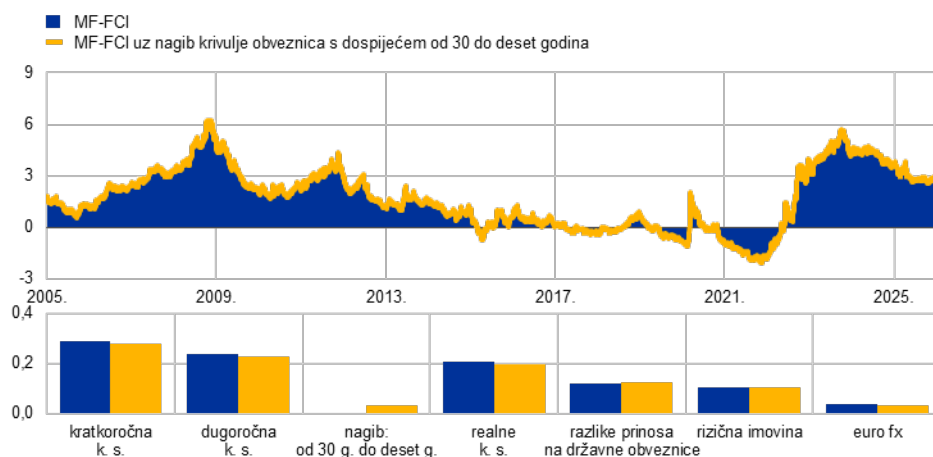
Indeks MF-FCI (engl. *Macro-Finance Financial Conditions Index*, MF-FCI) koji su razvili Bletzinger *et al.* (2026.) može se upotrijebiti za procjenu važnosti varijabla financijskog tržišta za zajedničku dinamiku ključnih makroekonomskih varijabla i financijskih uvjeta. Ako osnovnoj specifikaciji dodamo mjeru nagiba krivulje prekonočnih kamatnih ugovora o razmjeni (OIS) za dospijeća od 30 do deset godina, dobiveni indeks u osnovi ostaje nepromijenjen zbog malog pondera procijenjenog za tu mjeru nagiba (Grafikon D, panel a)). U skladu s tim, kada se u obzir uzmu standardna dospijeća (poput prekonočnih i desetogodišnjih kamatnih stopa), vrlo dugoročna dospijeća ne pružaju dodatne informacije o financijskim uvjetima, a time ni o makroekonomskoj dinamici u europodručju. U odnosu na osnovnu specifikaciju MF-FCI-ja, proširena specifikacija ne pokazuje poboljšane glede ukupne inflacije, proizvodnog jaza i financijskih uvjeta u uzorku.

Grafikon D

Financijski uvjeti i makroekonomski odgovori na povećanje nagiba krivulje

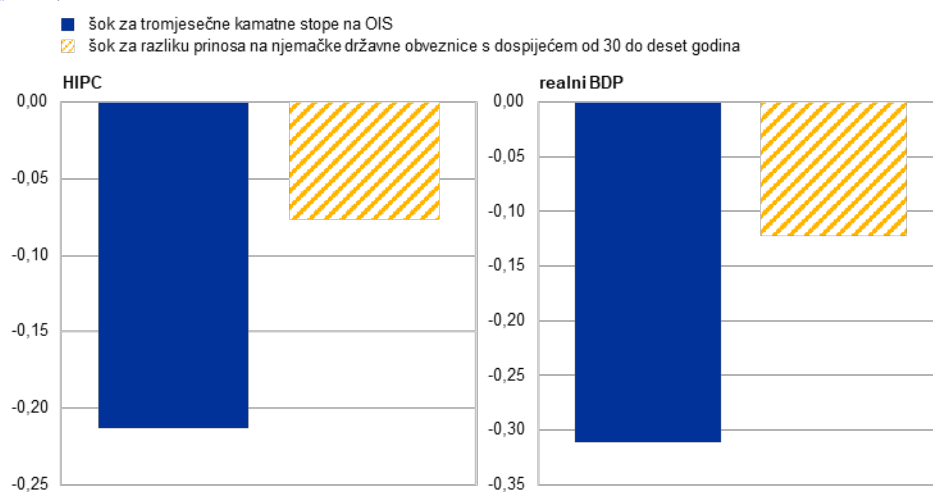
a) financijski uvjeti

(gornji grafikon: indeks, donji grafikon: omjer)



b) odgovor inflacije mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) i realnog BDP-a na promjene kamatnih stopa

(postotci)



Izvori: Bletzinger *et al.* (2026.), LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Panel a): u gornjem grafikonu plavo područje označuje osnovnu specifikaciju MF-FCI-ja u Bletzinger *et al.* (2026.). Žuta linija prikazuje ponovno procijenjenu verziju koja uključuje mjeru nagiba dugoročne krivulje OIS-ja kao dodatnu varijablu. Stupci u donjem grafikonu označuju normalizirane pondere različitih kategorija imovine u osnovnoj specifikaciji i ponovno procijenjenom MF-FCI-ju. Nagib: od 30 g. do deset g. označuje nagib krivulje obveznica s dospeljećem od 30 godina do deset godina. Euro fx znači nominalni efektivni tečaj eura. Panel b): lokalne projekcije procijenjene za jednu standardnu devijaciju šoka visokofrekventne monetarne politike ESB-a za tromjesečne kamatne stope na OIS (plavo) i razliku prinosa na njemačke državne obveznice s dospeljećem od 30 do deset godina (žuto) na temelju Altaville *et al.* (2019.). Stupci pokazuju vršne odgovore u trogodišnjem razdoblju. Jednobojni stupci upućuju na statističku važnost ukupnog odgovora na razini od 10 %. Model se procjenjuje na mjesečnoj osnovi u razdoblju od siječnja 2002. do rujna 2025., s dva pomaka. Kontrolne su varijable razlika prinosa na njemačke državne obveznice s dospeljećem od 30 do deset godina, prinosi na desetogodišnje njemačke državne obveznice, tromjesečni prinosi na OIS, tečaj EUR/USD, logaritam složenog pokazatelja sistemskog stresa i indeks cijena primarne robe Međunarodnoga monetarnog fonda.

Ukupno gledano, makroekonomske posljedice povećanja nagiba na vrlo

dugom kraju krivulje prinosa ograničene su. Iako gornja rasprava upućuje na nekoliko transmisijskih kanala uravnoteženja koji djeluju putem troškova financiranja države, ponovnog uravnoteženja portfelja i tržišta hipotekarnih kredita, empirijske procjene pokazuju tek ograničene učinke šokova povećanja nagiba na dugom kraju krivulje prinosa na inflaciju i realni BDP europodručja (Grafikon D, panel b)). U

usporedbi s učincima konvencionalnog šoka kratkoročne kamatne stope, odgovor inflacije mjerene HIPC-om – ključne ESB-ove mjere stabilnosti cijena – na promjenu nagiba na dugom kraju krivulje prinosa više je nego tri puta manji i nije statistički značajan. Slično tome, nakon šoka povećanja nagiba realni BDP malo se smanjuje, ali u usporedbi sa šokom kratkoročne kamatne stope odgovor je znatno manji i statistički beznačajan. Promatrano zajedno, iako povećanje nagiba dugoročne krivulje prinosa u različitoj mjeri utječe na troškove financiranja i financijske posrednike, financijski uvjeti i makroekonomska dinamika uglavnom nisu pogođeni.

Izvori

Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R., Motto, R. i Ragusa, G. (2019.), „[Measuring euro area monetary policy](#)”, *Journal of Monetary Economics*, sv. 108, str. 162. – 179.

Bletzinger, T., Martorana, G. i Mistak, J. (2026.), „[Looser, tighter, clearer: a new Financial Conditions Index for the euro area](#)”, *Working Paper Series*, br. 3193, ESB, veljača

Böninghausen, B. i Vladu, A. (2026.), „[Sloping up: the repricing of euro area yields in 2025](#)”, *ESB-ov blog*, ESB, 16. siječnja

Domanski, D., Shin, H. S. i Sushko, V. (2017.), „[The Hunt for Duration: Not Waving but Drowning?](#)”, *IMF Economic Review*, sv. 65, br. 1, str. 113. – 153.

Kaufmann, C., Levya, J. i Storz, M. (2024.), „[Insurance corporations’ balance sheets, financial stability and monetary policy](#)”, *Working Paper Series*, br. 2892, ESB, siječanj

Kubitza, C. (2026.), „[Investor-Driven Corporate Finance: Evidence from Insurance Markets](#)”, *The Review of Financial Studies* (u tisku)

Plessen-Mátyás, K., Kaufmann, C. i von Landesberger, J. (2023.), „[Funding Behavior of Debt Management Offices and the ECB’s Public Sector Purchase Program](#)”, *International Journal of Central Banking*, sv. 19, br. 4, str. 339. – 399.

8. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 5. studenoga 2025. do 10. veljače 2026.

Christian Lizarazo i Kristian Tötterman

U ovom se okviru opisuju likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike Eurosustava tijekom sedmog i osmog razdoblja održavanja pričuva u 2025. Ta su dva razdoblja zajedno trajala od 5. studenoga 2025. do 10. veljače 2026. („promatrano razdoblje”).

Prosječan višak likvidnosti u bankovnom sustavu europodručja nastavio se 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. To je smanjenje bilo praćeno blagim povećanjem neto autonomnih činitelja, što je također pridonijelo smanjenju viška likvidnosti.

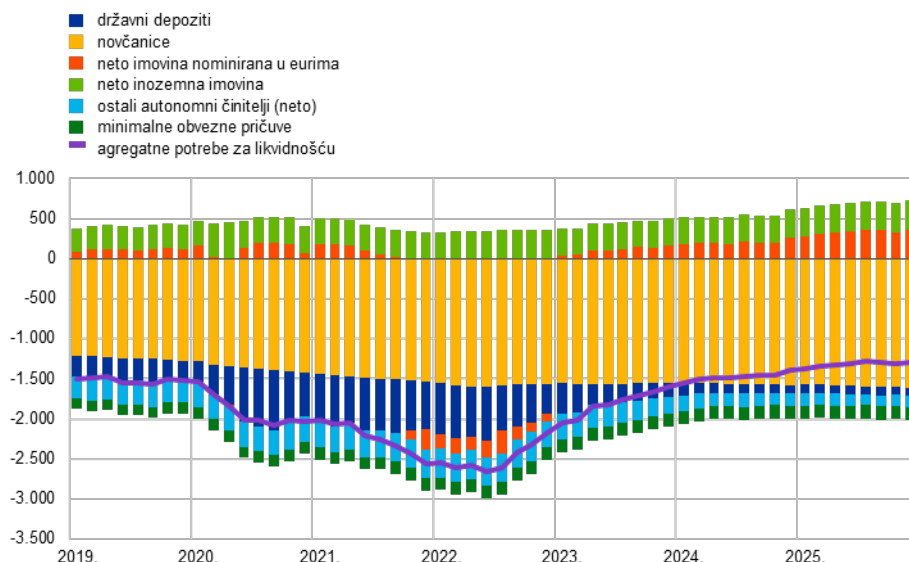
Potrebe za likvidnošću

Prosječne dnevne potrebe za likvidnošću bankovnog sustava europodručja, definirane kao zbroj neto autonomnih činitelja i obveznih pričuva, povećale su se za 18 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na 1.306 mlrd. EUR (Tablica A). To je povećanje bilo potaknuto smanjenjem autonomnih činitelja puštanja likvidnosti i povećanjem autonomnih činitelja povlačenja likvidnosti (Grafikon A). Minimalne obvezne pričuve ostvarile su porast od 1 mlrd. EUR i iznosile su 169 mlrd. EUR, što je također neznatno pridonijelo povećanju potreba za likvidnošću.

Grafikon A

Agregatne potrebe za likvidnošću, prema razdoblju održavanja pričuva

(mlrd. EUR)



Izvor: ESB

Napomene: Svaki stupac prikazuje prosjeke za svako razdoblje održavanja. Postoji osam razdoblja održavanja godišnje, pri čemu osmo razdoblje traje i u sljedećoj kalendarskoj godini. Posljednji podatci odnose se na osmo razdoblje održavanja u 2025.

Autonomni činitelji puštanja likvidnosti smanjili su se za 8 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, uglavnom zbog smanjenja neto imovine nominirane u eurima za 16 mlrd. EUR. To se smanjenje pripisuje povećanju depozita koji su nominirani u eurima i koji se ne odnose na operacije monetarne politike te koji služe za povlačenje likvidnosti, što je samo djelomično nadoknađeno povećanjem ulaganja koja su nominirana u eurima i koja se ne odnose na operacije monetarne politike te koja služe za puštanje likvidnosti. Istodobno se neto inozemna imovina povećala za 8 mlrd. EUR.

Autonomni činitelji povlačenja likvidnosti povećali su se za 9 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, uglavnom zbog povećanja novčanica u optjecaju. Potražnja za novčanicama obično raste tijekom blagdana, a potaknuta je većom potrošnjom kućanstava. Prosječna vrijednost novčanica u optjecaju povećala se za 15 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na ukupno 1.607 mlrd. EUR. Državni depoziti koji se drže u Eurosustavu smanjili su se za 9 mlrd. EUR i iznosili su 102 mlrd. EUR jer se izdavanje državnih vrijednosnih papira obično usporava krajem godine, što je dovelo do smanjenja zaštitnih slojeva gotovine koje drže nacionalne riznice.

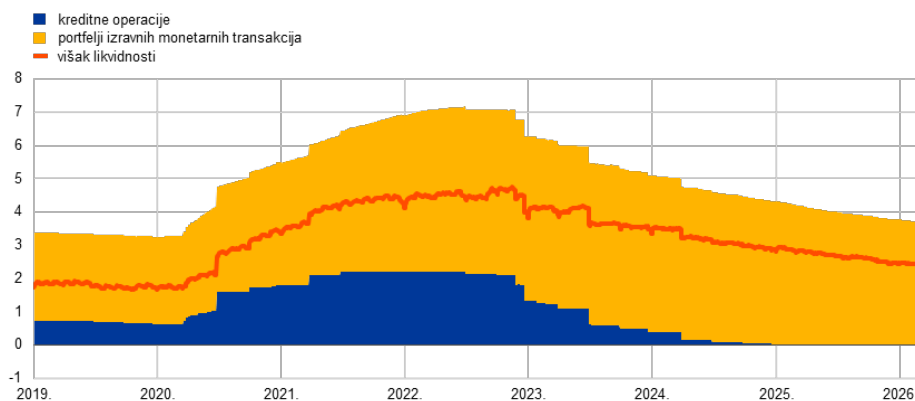
Likvidnost osigurana instrumentima monetarne politike

Prosječan iznos likvidnosti osigurane instrumentima monetarne politike smanjio se za 125 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 3.776 mlrd. EUR (Grafikon B). To je smanjenje ponude likvidnosti uglavnom bilo posljedica smanjenja portfelja izravnih monetarnih transakcija Eurosustava.

Grafikon B

Likvidnost osigurana operacijama na otvorenom tržištu i višak likvidnosti

(bil. EUR)



Izvor: ESB

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

Prosječan iznos likvidnosti osigurane portfeljima izravnih monetarnih transakcija smanjio se za 128 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 3.752 mlrd. EUR. Budući da nije bilo reinvestiranja, do tog je smanjenja došlo zbog kontinuiranog dospijevanja vrijednosnih papira u sklopu APP-a i u sklopu PEPP-a.

Prosječan iznos likvidnosti osigurane kreditnim operacijama povećao se za 3 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 24 mlrd. EUR.

Prosječni nepodmireni iznos u sklopu glavnih operacija refinanciranja (MRO) povećao se za oko 4 mlrd. EUR i iznosio je 13 mlrd. EUR, što je bilo rezultat većeg sudjelovanja na prijelazu u 2026. godinu (25 mlrd. EUR). Prosječni nepodmireni iznos u sklopu tromjesečnih operacija dugoročnijeg refinanciranja (LTRO) smanjio se za 1 mlrd. EUR i iznosio je 11 mlrd. EUR. Sudjelovanje banaka u tim redovitim operacijama i nadalje je ograničeno te upućuje na njihove dostatne likvidnosne pozicije i dobru dostupnost alternativnih tržišnih izvora financiranja. Međutim, sve veći broj banaka koje testiraju održivost svojeg sudjelovanja upućuje na to da jačaju operativnu spremnost za pristup tim operacijama s obzirom na to da se bilanca Eurosustava nastavlja smanjivati.

Višak likvidnosti

Višak likvidnosti bio je niži za 143 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja i iznosio je 2.470 mlrd. EUR (Grafikon B). Višak likvidnosti je zbroj pričuva banaka na njihovim tekućim računima iznad njihovih minimalnih obveznih pričuva i korištenja mogućnosti novčanog depozita umanjeno za korištenje mogućnosti posudbe na kraju dana. On pokazuje razliku između ukupne likvidnosti osigurane bankovnom sustavu instrumentima monetarne politike i potreba banaka za likvidnošću radi pokrivanja minimalnih pričuva. Nakon što je 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 baznih bodova niži od kamatne stope na novčani depozit tijekom promatranog razdoblja, a ta se razlika postupno smanjivala u usporedbi sa 7,5 baznih bodova u petom i šestom 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 petom i u šestom razdoblju održavanja u 2025.

Tablica A

Likvidnosni uvjeti u Eurosustavu

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 5. studenoga 2025. – 10. veljače 2026.						prethodno promatrano razdoblje: 30. srpnja – 4. studenoga 2025.	
	sedmo i osmo razdoblje održavanja		sedmo razdoblje održavanja: 5. studenoga – 22. prosinca 2025.		osmo razdoblje održavanja: 23. prosinca 2025. – 10. veljače 2026.		peto i šesto razdoblje održavanja	
činitelji puštanja likvidnosti								
autonomni činitelji	705	(-8)	687	(-28)	723	(+36)	713	(+28)
– neto inozemna imovina	364	(+8)	362	(+4)	365	(+3)	356	(+3)
– neto imovina nominirana u eurima	341	(-16)	324	(-33)	358	(+33)	357	(+25)
operacije monetarne politike	3.776	(-125)	3.796	(-76)	3.758	(-38)	3.901	(-127)
– MRO	13	(+4)	11	(+1)	15	(+4)	9	(-1)
– LTRO	11	(-1)	11	(-1)	12	(+1)	12	(-2)
– portfelji izravnih monetarnih transakcija	3.752	(-128)	3.774	(-76)	3.731	(-43)	3.881	(-125)
– ostalo puštanje likvidnosti	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	0
činitelji povlačenja likvidnosti								
autonomni činitelji	1.842	(+9)	1.831	(-8)	1.853	(+21)	1.833	(-3)
– novčanice u optjecaju	1.607	(+15)	1.598	(+8)	1.615	(+18)	1.591	(+8)
– državni depoziti	102	(-9)	101	(-15)	102	(+1)	110	(+6)
– ostali autonomni činitelji (neto)	134	(+2)	132	(-1)	135	(+3)	132	(-18)
operacije monetarne politike								
– ostalo povlačenje likvidnosti	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
likvidnost i stalno raspoložive mogućnosti								
– tekući računi kreditnih institucija	174	(+0)	173	(-1)	175	(+2)	174	(+1)
– minimalne obvezne pričuve ¹⁾	169	(+1)	168	(+1)	170	(+1)	168	(+1)
– mogućnost posudbe na kraju dana	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)	0	(+0)
– novčani depozit	2.465	(-143)	2.478	(-95)	2.453	(-26)	2.608	(-98)
– višak likvidnosti ²⁾	2.470	(-143)	2.483	(-97)	2.458	(-24)	2.614	(-97)
ostale informacije zasnovane na likvidnosti								
– agregatne potrebe za likvidnošću ³⁾	1.306	(+18)	1.313	(+21)	1.299	(-14)	1.288	(-30)
– neto autonomni činitelji ⁴⁾	1.137	(+17)	1.144	(+21)	1.130	(-15)	1.120	(-31)

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. Povijesne serije podataka o likvidnosnim uvjetima u Eurosustavu mogu se pronaći u [izvješću o likvidnosti u tablici](#) na ESB-ovu portalu za podatke.

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: 5. studenoga 2025. – 10. veljače 2026.				prethodno promatrano razdoblje: 30. srpnja – 4. studenoga 2025.			
	sedmo razdoblje održavanja: 5. studenoga – 22. prosinca 2025.		osmo razdoblje održavanja: 23. prosinca 2025. – 10. veljače 2026.		peto razdoblje održavanja: 30. srpnja – 16. rujna 2025.		šesto razdoblje održavanja: 17. rujna – 4. studenoga 2025.	
MRO	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
možućnost posudbe na kraju dana	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
novčani depozit	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
€STR	1,93	(+0,00)	1,93	(+0,00)	1,92	(+0,00)	1,93	(+0,00)
RepoFunds Rate Euro	2,00	(+0,01)	2,00	(+0,00)	1,99	(–0,01)	2,00	(+0,00)

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 18. ožujka 2026.

PDF

ISSN 2363-3603, QB-01-26-064-HR-N