



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

Ekonomski bilten

Broj 6/2026.



Sadržaj

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja	2
Sažetak	2
1. Vanjsko okružje	7
2. Gospodarska aktivnost	13
3. Cijene i troškovi	22
4. Kretanja na financijskim tržištima	29
5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja	35
6. Fiskalna kretanja	40
Okviri	43
1. Koje su države najosjetljivije na industrijski rast Kine? Mapiranje neujednačene izloženosti Europe	43
2. Snalaženje u neizvjesnosti: kako sukob na Bliskom istoku oblikuje očekivanja i strategije poduzeća za suočavanje s izazovima	49
3. Glavni rezultati najnovijih demografskih projekcija za europodručje	54
4. Neujednačeno prelijevanje veleprodajnih cijena plina i električne energije na račune potrošača	59
5. Razvoj financijskih uvjeta u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama: analiza indeksa Macro-Finance FCI (MF-FCI)	65
6. Kretanja na američkom tržištu dionica tijekom uzleta umjetne inteligencije	71
7. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 6. svibnja do 28. srpnja 2026.	79

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja

Sažetak

Na sastanku održanom 10. rujna 2026. Upravno vijeće odlučilo je povećati tri ključne kamatne stope ESB-a za 25 baznih bodova. Sukob na Bliskom istoku i nadalje stvara inflacijske pritiske te bi inflacija trebala ostati znatno iznad ciljne razine tijekom duljeg razdoblja. Odluka Upravnog vijeća o povećanju kamatnih stopa potvrđuje njegove odlučnosti u provedbi monetarne politike kojom će se postići stabilizacija inflacije na ciljnoj razini od 2 % u srednjoročnom razdoblju.

Prema osnovnom scenariju makroekonomskih projekcija stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2026. prosječna stopa ukupne inflacije iznositi će 3,0 % u 2026., 2,5 % u 2027. i 2,1 % u 2028. U vezi s inflacijom bez energije i hrane u osnovnim projekcijama predviđa se stopa od 2,5 % u 2026., 2,6 % u 2027. i 2,3 % u 2028. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2026. osnovna projekcija inflacije u 2026. nije se promijenila, ali je revidirana na više za 2027. i 2028. Osnovna projekcija gospodarskog rasta iznosi 0,9 % za 2026., 1,4 % za 2027. i 1,5 % za 2028. Riječ je o reviziji na više za 2026. i 2027., i to u prvom redu zbog otpornosti gospodarstva europodručja koja je nadmašila očekivanja.

Izgledi su i nadalje vrlo neizvjesni, pri čemu su rizici za inflaciju pozitivni, a rizici za gospodarski rast negativni. Kada je riječ o energetske šoku, posuvremenjeni scenariji koje su izradili stručnjaci pokazuju širok raspon mogućih kretanja rasta i inflacije pod različitim pretpostavkama o jačini i trajanju tog šoka te njegovim neizravnim učincima i učincima u drugom krugu. Ti su scenariji objavljeni na mrežnim stranicama ESB-a u sklopu [projekcija iz rujna 2026.](#)

Odluka donesena 10. rujna omogućuje Upravnom vijeću da ostane u dobrom položaju i prebrodi neizvjesnost izazvanu sukobom na Bliskom istoku. Pri određivanju odgovarajućeg stajališta monetarne politike na svakom će sastanku primjenjivati pristup koji se zasniva na podacima. Naime, odluke Upravnog vijeća o kamatnim stopama ovisit će o njegovoj ocjeni inflacijskih izgleda i s njima povezanih rizika, i to na temelju novih gospodarskih i financijskih podataka, te dinamike temeljne inflacije i jačine transmisije monetarne politike. Upravno vijeće ne opredjeljuje se unaprijed za određenu dinamiku promjene stopa.

Gospodarska aktivnost

Gospodarstvo se u drugom tromjesečju 2026. pokazalo otpornim unatoč nepovoljnom utjecaju energetske šoka. Rast je bio široko rasprostranjen po državama i sektorima. Takva se dinamika vjerojatno nastavila u trećem tromjesečju.

Aktivnost u sektoru prerađivačke industrije i nadalje je solidna jer vlade više troše na obranu i infrastrukturu. Pouzdanje potrošača poraslo je s niskih razina, što je pridonijelo oporavku uslužnog sektora od početnoga energetskog šoka. U digitalnim uslugama, poslovnom ulaganju i izvozu vidljiva je povećana aktivnost povezana s umjetnom inteligencijom.

Tržište rada ostalo je snažno: u srpnju je stopa nezaposlenosti bila nepromijenjena i iznosila 6,4 %. Nastavlja se usporavanje rasta zaposlenosti i radne snage, dok je produktivnost postupno jačala.

Kada je riječ o budućnosti, izgledi za rast u kratkoročnom razdoblju poboljšali su se u odnosu na projekcije iz lipnja 2026., i to u prvom redu zbog otpornosti osobne i javne potrošnje. U srednjoročnom bi razdoblju potrošnju trebali podupirati postupno smanjivanje cijena energije i snažno tržište rada. Rastu će sve veći poticaj davati poslovno ulaganje i ulaganje u stambene nekretnine. Rastu izvoza trebalo bi pridonijeti povećanje inozemne potražnje, ali koče ga problemi povezani s konkurentnošću i neizvjesnost povezana s globalnim trgovinskim politikama.

Za veći potencijalni rast potrebne su strukturne reforme uz potporu učinkovitih javnih financija. Pritom je ključno pojednostavniti i uskladiti pravila na cijelom jedinstvenom tržištu EU-a, ubrzati energetska tranziciju i dovršiti uniju za štednju i ulaganja. Sada kada proces odlučivanja o pravnom okviru za digitalni euro ulazi u posljednju fazu, Upravno vijeće ponovno ističe da je važno što prije postići dogovor o paketu o jedinstvenoj valuti. Fiskalni odgovori na energetski šok trebali bi biti privremeni, ciljani i prilagođeni.

Inflacija

Inflacija je porasla s 2,9 % u srpnju na 3,3 % u kolovozu 2026. Inflacija cijena energije porasla je s 10,3 % u srpnju na 14,3 %, i to vjerojatno prije svega zbog snažnog doprinosa rafinerijskih marža za tekuća goriva te viših cijena energenata. Inflacija cijena hrane ostala je nepromijenjena i iznosila 1,2 %. Inflacija bez energije i hrane blago se smanjila, s 2,5 % u srpnju na 2,4 %, pri čemu se inflacija cijena robe povećala s 0,9 % na 1,2 %, a inflacija cijena usluga smanjila s 3,3 % na 3,0 %.

U srpnju je većina mjera temeljne inflacije uglavnom ostala stabilna. Zasad nema značajnog odgovora plaća na energetski šok. Godišnja stopa rasta naknade po zaposlenom, koja je u prvom tromjesečju iznosila 3,5 %, u drugom se tromjesečju 2026. smanjila i iznosila 3,3 %. Ograničenju rasta jediničnih troškova rada, koji se s 3,5 % u prvom tromjesečju usporio na 2,6 %, pridonijelo je i povećanje produktivnosti rada. Istodobno se rast jedinične dobiti povećao s 0,3 % na 2,2 %. Kada je riječ o budućnosti, ESB-ov alat za praćenje plaća upućuje na skromno povećanje rasta dogovorenih plaća u prvoj polovini 2027., i to na 2,7 %. Kratkoročnija inflacijska očekivanja i nadalje su na povišenim razinama, ali većina mjera dugoročnih inflacijskih očekivanja na razinama je od oko 2 %, što podupire stabilizaciju inflacije na razinama oko našeg cilja u srednjoročnom razdoblju.

Zbog sukoba na Bliskom istoku i najnovijih zbivanja u neopravdanom ratu koji Rusija vodi protiv Ukrajine cijene energije kreću se na još višim razinama. Stoga će se ukupna inflacija vjerojatno zadržati na razinama znatno višima od ciljne još u prvoj polovini 2027. Potom bi se inflacija cijena energije trebala smanjiti te postati i ostati negativna do sredine 2028., što bi trebalo pridonijeti smanjenju ukupne inflacije. Očekuje se da će se utjecaj viših cijena energije postupno prenositi na temeljnu inflaciju i inflaciju cijena hrane. Bolji gospodarski izgledi trebali bi također pridonijeti malo višoj temeljnoj inflaciji, za koju se očekuje da će nastaviti rasti do početka 2027. i ostati na povišenim razinama do kraja godine te se potom smanjiti u 2028. Općenito se očekuje da će se ukupna inflacija vratiti na razine oko ciljne krajem 2027., čemu će pridonijeti utjecaj viših kamatnih stopa. Upravno vijeće nastavit će pomno motriti veličinu i trajanje porasta cijena energije te njegov utjecaj na određivanje cijena i plaća, inflacijska očekivanja i općenito gospodarsku dinamiku.

Procjena rizika

Rizici povezani s budućim gospodarskim rastom negativni su, i to u prvom redu zbog sukoba na Bliskom istoku i zbivanja u neopravdanom ratu koji Rusija vodi protiv Ukrajine. Ponovni poremećaj opskrbe energentima mogao bi prouzročiti dodatno i dulje povećanje cijena energije u odnosu na sadašnja očekivanja. To bi nepovoljno utjecalo na realne dohotke, potrošnju i ulaganje. Pogoršanje raspoloženja na globalnim financijskim tržištima ili učinci prelijevanja na globalnim tržištima obveznica mogli bi dovesti do postroživanja uvjeta kreditiranja te tako nepovoljno utjecati na potražnju. Ponovno zaoštavanje trgovinskih napetosti među velikim gospodarstvima moglo bi dodatno poremetiti opskrbe lance, smanjiti izvoz te oslabiti potrošnju i ulaganje. Nasuprot tomu, rast bi mogao biti veći ako se gospodarstvo i tržišta energenata prilagode poremećaju izazvanom aktualnim sukobima brže nego što se sada očekuje ili ako se ti sukobi održivo riješe. Nadalje, rast bi mogao biti veći od očekivanoga zbog uvođenja novih tehnologija u poduzećima u europodručju, potrošnje na obranu i infrastrukturu te reforma kojima se potiče produktivnost i dovršava jedinstveno tržište EU-a.

Rizici za inflacijske izgledе pozitivni su, i to u prvom redu zbog sukoba na Bliskom istoku i zbivanja u neopravdanom ratu koji Rusija vodi protiv Ukrajine. Energetski šok mogao bi dodatno ojačati i njegovi učinci na druge cijene i plaće mogli bi premašiti sadašnja očekivanja. Mogle bi porasti posebno cijene plina u slučaju dodatnih poremećaja u opskrbi ili neuobičajeno hladne zime u uvjetima niskih razina popunjenosti skladišta plina. Što cijene energije dulje ostanu visoke, veća je vjerojatnost da će potaknuti rast šire inflacije preko neizravnih učinaka i drugoga kruga učinaka. Obnovljene trgovinske napetosti mogle bi prouzročiti veću fragmentaciju globalnih opskrbenih lanaca, smanjenje opskrbe kritičnim sirovinama i povećanje ograničenja kapaciteta u gospodarstvu europodručja. Cijene hrane mogle bi biti više od očekivanih zbog ekstremnih vremenskih uvjeta, kojima bi mogao pridonijeti sve jači *el niño*, i općenito zbog razvoja kriza povezanih s klimatskim promjenama i prirodom. Nasuprot tomu, inflacija bi mogla biti niža ako se geopolitički sukobi koji su u tijeku održivo riješe ili ako neizravni učinci ili drugi krug učinaka

nedavnog šoka cijena energije budu manje izraženi nego što se predviđa. Veća kolebljivost i nesklonost riziku na financijskim tržištima mogle bi nepovoljno utjecati na potražnju te bi tako također pridonijele smanjenju inflacije.

Financijski i monetarni uvjeti

Tržišne kamatne stope povećale su se od prethodnog sastanka Upravnog vijeća održanog 23. srpnja 2026., što je u skladu sa sličnim kretanjima na globalnim tržištima. Poslije povećanja ključnih kamatnih stopa u lipnju 2026. kamatne stope banaka na kredite poduzećima, koje su u svibnju iznosile 3,6 %, porasle su i iznosile 3,8 % u lipnju i srpnju. Trošak tržišnoga dužničkog financiranja poduzeća iznosio je 4,0 % u srpnju, što je slično kao u prethodnim mjesecima i znatno više nego prije sukoba na Bliskom istoku. Godišnja stopa rasta bankovnih kredita poduzećima, koja obično reagira na promjene u monetarnoj politici s većim vremenskim odmakom, dodatno se povećala, i to s 4,0 % u svibnju i lipnju na 4,4 % u srpnju. Godišnja stopa rasta izdavanja korporativnih obveznica, koja je u svibnju iznosila 3,3 %, a u lipnju 3,6 %, iznosila je 3,4 %. Kamatne stope na hipotekarne kredite bile su nepromijenjene u lipnju i srpnju i iznosile 3,5 %, dok se rast hipotekarnih kredita blago smanjio, s 3,1 % u svibnju i lipnju na 3,0 % u srpnju.

Odluke o monetarnoj politici

Na sastanku održanom 10. rujna 2026. Upravno vijeće odlučilo je povećati tri ključne kamatne stope ESB-a za 25 baznih bodova. U skladu s tim kamatna stopa na novčani depozit iznosi 2,50 %, kamatna stopa za glavne operacije refinanciranja 2,65 %, a kamatna stopa za mogućnost posudbe na kraju dana 2,90 %. Povećanje je stupilo na snagu 16. rujna 2026.

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

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

U svakom slučaju, Upravno vijeće spremno je prilagoditi sve instrumente u sklopu svojih ovlasti kako bi se inflacija stabilizirala, i to postojano, na srednjoročnoj ciljnoj razini i kako bi se očuvala neometana transmisija monetarne politike.

1. Vanjsko okružje

Globalno gospodarstvo ostalo je otporno u drugom tromjesečju 2026. zahvaljujući kontinuiranim ulaganjima povezanim s umjetnom inteligencijom koja su ublažila negativne utjecaje sukoba na Bliskom istoku. Gospodarska aktivnost nadmašila je očekivanja jer su snažniji zamah u gospodarstvima koja izvoze umjetnu inteligenciju kao što su Malezija, Južna Koreja i Tajvan te pozitivna iznenađenja u Indiji više nego neutralizirali slabiji rast u Sjedinjenim Američkim Državama i Kini. Globalna trgovina ostvarila je znatno bolje rezultate od očekivanih, čemu su pridonijele isporuke povezane s umjetnom inteligencijom i privremeno pojačano stvaranje zaliha robe osjetljive na carine i energetske intenzivne robe. Novi pokazatelji upućuju na to da se otpornost nastavila u trećem tromjesečju. Globalna inflacija povećala se u drugom tromjesečju u skladu s makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2026. zbog viših troškova energije koji su utjecali na potrošačke cijene, dok su se cjenovni pritisci povećali i za robu povezanu s umjetnom inteligencijom. Izgledi za globalan rast revidirani su blago naviše u makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2026. u odnosu na projekcije iz lipnja, što odražava ublažavanje manjkova na strani ponude, snažnija ulaganja u umjetnu inteligenciju te niže cijene nafte. Rast globalne trgovine značajnije je revidiran naviše, što odražava snažnija ostvarenja u drugom tromjesečju i visok trgovinski intenzitet ulaganja u infrastrukturu povezanu s umjetnom inteligencijom. Globalni inflacijski izgledi ostali su nepromijenjeni jer je negativni učinak nižih cijena sirove nafte i smanjenja manjkova na strani ponude uglavnom neutraliziran povećanim rafinerijskim maržama za naftne derivate, višim cijenama plina i jačim cjenovnim pritiscima na robu povezanu s umjetnom inteligencijom.

Globalna aktivnost ostala je otporna u drugom tromjesečju 2026., a novi pokazatelji upućuju na to da će u kratkoročnom razdoblju i nadalje biti snažna.

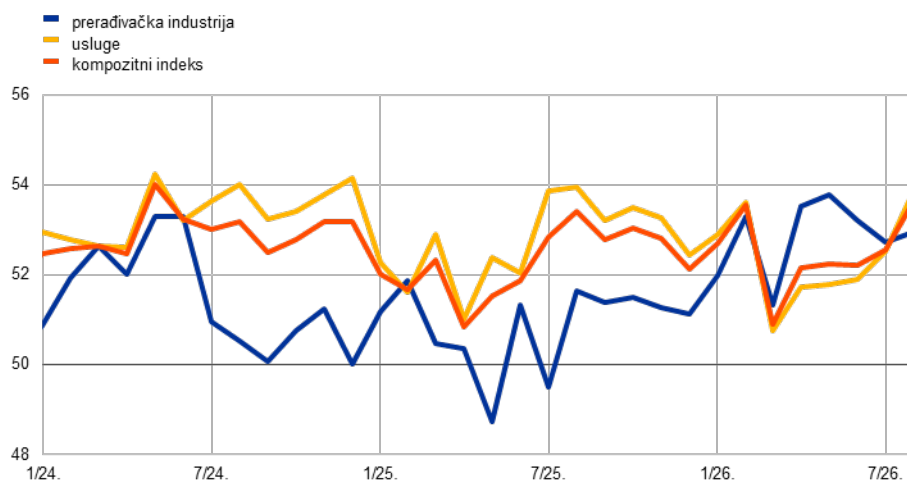
Dostupni objavljeni podatci iz nacionalnih računa upućuju na to da se globalni realni BDP bez europodručja u drugom tromjesečju 2026. povećao za 0,8 % na tromjesečnoj osnovi. Slabiji rast u Sjedinjenim Američkim Državama i Kini više je nego neutraliziran snažnijim ostvarenjima u gospodarstvima koja izvoze umjetnu inteligenciju, kao što su Malezija, Južna Koreja i Tajvan, te pozitivnim iznenađenjima vezanim uz rast u Indiji. Anketni pokazatelji dodatno su ojačali u kolovozu, pri čemu je globalni indeks PMI za uslužni sektor snažno porastao, a za globalni indeks proizvodnje i nadalje se bilježio stabilan rast (Grafikon 1., panel a)). Prema granularnim sektorskim anketama tehnološki je sektor i nadalje glavni izvor snage, dok se aktivnost u prerađivačkoj industriji povezanoj s proizvodima za široku potrošnju usporila zbog slabljenja privremenog poticaja proizašlog iz pojačanog stvaranja zaliha. Globalni podatci povezani s indeksom PMI upućuju na to da su se manjkovi na strani ponude u sektorima povezanim s energijom znatno ublažili od svibnja, dok na druge sektore nije bilo nikakva utjecaja, uz iznimku industrije poluvodiča gdje su se manjkovi intenzivirali u uvjetima snažne potražnje povezane s umjetnom inteligencijom (Grafikon 1., panel b)). Najnoviji podatci upućuju na snažan globalni rast u trećem tromjesečju, pri čemu alat za brzu procjenu stručnjaka ESB-a upućuje na tromjesečni rast od oko 1,0 %, što je uglavnom u skladu s prevladavajućim očekivanjima prognostičara iz privatnog sektora.

Grafikon 1.

Globalna proizvodnja mjerena indeksom PMI (bez europa područja) i manjkovi na strani ponude

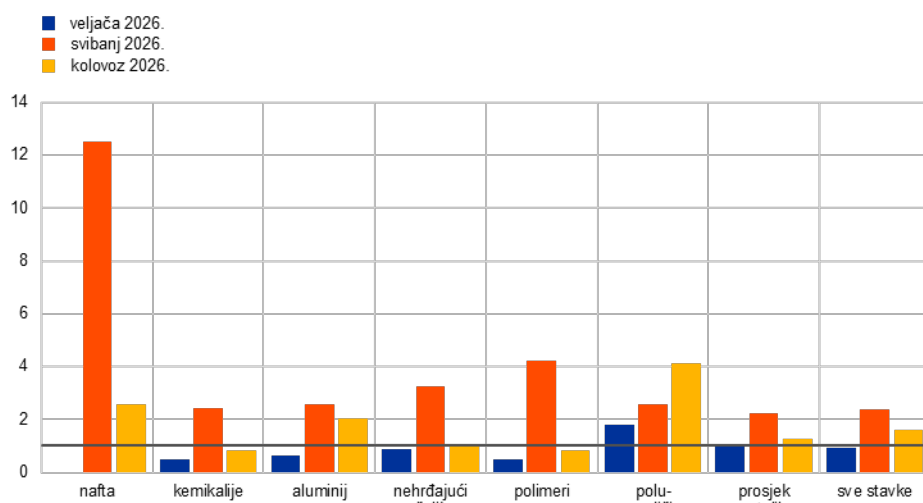
a) indeksi PMI

(indeksi rasprostranjenosti)



b) manjkovi na strani ponude

(z-ocjene)



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

Napomene: Na panelu a) vodoravna linija kod vrijednosti 50 označuje neutralnu osnovnu vrijednost koja razdvaja ekspanziju i kontrakciju. Na panelu b) „Prosjeck ostalih” naveden je prosjeck manjkova na strani ponude za sektore koji nisu pojedinačno navedeni. Manjkovi na strani ponude izračunati su na osnovi broja vođitelja nabave koji su prijavili nestašicu određene stavke u mjesecu na koji se odnosi anketa i izraženi su z-ocjenama. Vrijednost od 1,0 (označena sivom linijom) znači da su manjkovi na strani ponude u skladu s dugoročnim prosjekom. Vrijednosti iznad (ispod) 1,0 znače da su manjkovi na strani ponude ocijenjeni višima (nižima) od uobičajenoga. Posljednji podatci odnose se na kolovoz 2026.

Izgledi za globalan rast revidirani su blago naviše u makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2026., čemu su pridonijela snažna ulaganja povezana s umjetnom inteligencijom, smanjenje manjkova na strani ponude i otpornija osobna potrošnja u Sjedinjenim Američkim Državama.

Predviđa se da će se rast globalnoga realnog BDP-a bez europa područja usporiti s 3,7 % u 2025. na 3,1 % u 2026. te se potom postupno oporaviti na 3,3 % u 2027. i 3,4 % u 2028. U odnosu na projekcije iz lipnja 2026. rast je revidiran naviše

za 0,1 postotni bod za sve godine projekcijskog razdoblja (2026. – 2028.). Revizija naviše posljedica je snažnijih ulaganja u infrastrukturu povezanu s umjetnom inteligencijom u gospodarstvima integriranim u tehnološki lanac vrijednosti, nove procjene otpornosti američke potrošnje i manje nepovoljnog šoka na strani ponude zahvaljujući oporavku opskrbe od lipnja. Unatoč tome, prognozirani globalni rast i nadalje se tijekom projekcijskog razdoblja nalazi ispod pretpandemijskog prosjeka.¹

Obnovljene napetosti na Bliskom istoku povećale su cijene nafte i plina, a rast europskih cijena plina dodatno se ubrzao zbog niskih razina zaliha. Cijene nafte porasle su za 18 % tijekom promatranog razdoblja (od 11. lipnja do 9. rujna 2026.), pri čemu su dosegnule razinu za 54 % višu od onih zabilježenih prije sukoba na Bliskom istoku. Cijene su se na početku promatranog razdoblja smanjile nakon potpisivanja Memoranduma o razumijevanju između Sjedinjenih Američkih Država i Irana, ali su se naknadno ponovno povećale jer sporazumom nije postignuto trajno smirivanje sukoba. Nedavni ponovljeni sukobi između dviju strana izazvali su zabrinutost glede normalizacije tokova nafte kroz Hormuški tjesnac, što je dodatno povećalo pritisak. Povećanje cijena djelomično je neutralizirano slabijom potražnjom jer su povećane rafinerijske marže, potaknute napetostima na Bliskom istoku i ukrajinskim napadima na ruske rafinerije, negativno utjecale na potrošnju nafte. Europske cijene plina također su snažno porasle, za 62 %, pri čemu su dosegnule oko 150 % svojih razina prije sukoba na Bliskom istoku, s obzirom na to da je pritisak na rast zbog sukoba dodatno pogoršan povijesno niskim europskim zalihama. Iako niske zalihe vjerojatno djelomično odražavaju prethodnu nesklonost ponovnom punjenju skladišta po visokim cijenama, ipak izazivaju zabrinutost da će sudionici na tržištu možda morati žurno osigurati zalihe prije zime. Cijene hrane porasle su za 22 %, što odražava porast cijena kaka kao posljedice kontinuiranih revizija snage ovogodišnje epizode *el niña* naviše, koje su pojačale zabrinutost zbog opskrbe kakaom. Povećanje cijena poduprle su i cijene pšenice i kukuruza jer nedavna eskalacija ruskog rata protiv Ukrajine ugrožava izvoz žitarica iz te regije. Cijene metala povećale su se za 1 % potaknute cijenama bakra na londonskoj burzi. Povećanje odražava bojazan da bi Sjedinjene Američke Države mogle uvesti carine na bakar, što je potaknulo ulagače da preusmjere isporuku u Sjedinjene Američke Države prije njihova uvođenja i posljedično povećalo cijene izvan Sjedinjenih Američkih Država.

Globalna inflacija smanjila se u lipnju i srpnju 2026. nakon znatnog povećanja zabilježenog u prethodnim mjesecima, pri čemu se smanjila i inflacija cijena energije. Globalna ukupna inflacija u državama članicama Organizacije za gospodarsku suradnju i razvoj (OECD) bez Turske smanjila se na 3,0 % u lipnju i ostala stabilna u srpnju nakon što je u svibnju dosegnula vrhunac od 3,5 % (Grafikon 2.). Iako je doprinos viših troškova energije i nadalje visok, inflacija cijena energije smanjila se sa 16,0 % u svibnju 2026. na 11,9 % u srpnju zahvaljujući smanjenju pritiska na opskrbe lance. Istodobno su se povećali cjenovni pritisci na robu povezanu s tehnologijom, posebno u gospodarstvima integriranim u lance vrijednosti povezane s umjetnom inteligencijom. Međutim, izloženost je koncentrirana u uskom rasponu proizvoda s malim ponderima u potrošačkim

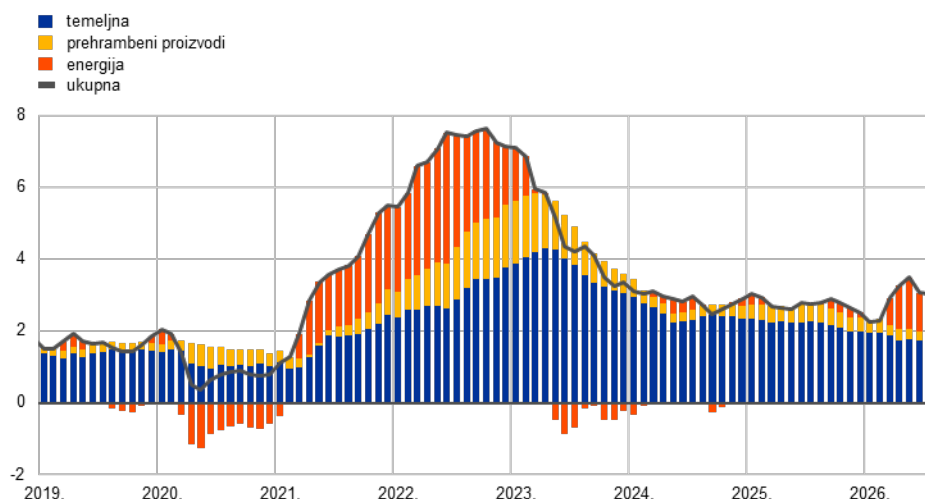
¹ Za više pojedinosti vidi Okvir 1. „Makroekonomskih projekcija stručnjaka ESB-a za europodručje, rujna 2026.“, objavljen na mrežnim stranicama ESB-a 10. rujna 2026.

košaricama, kao što su prijenosna računala i pametni telefoni. U makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2026. predviđa se da će se godišnja prosječna stopa ukupne inflacije povećati s 3,1 % u 2025. na 3,5 % u 2026., nakon čega bi se trebala smanjiti na 3,0 % u 2027. i 2,5 % u 2028.² Globalni inflacijski izgledi ostali su nepromijenjeni u odnosu na lipanjske projekcije jer je negativni učinak nižih cijena sirove nafte i smanjenja nestašica u opskrbi uglavnom neutraliziran višim cijenama plina i hrane, povećanim rafinerijskim maržama i jačim cjenovnim pritiscima na robu povezanu s umjetnom inteligencijom. Neriješeni sukob na Bliskom istoku, mogući drugi krug učinaka i snažnija epizoda *el niña* povećavaju rizike za globalnu inflaciju.

Grafikon 2.

Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena na području OECD-a

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: OECD i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Vrijednost na agregatnoj razini za područje OECD-a obuhvaća države europskog područja koje su članice OECD-a i ne obuhvaća Tursku. Izračunava se primjenom godišnjih pondera indeksa potrošačkih cijena na području OECD-a. Posljednji podatci odnose se na srpanj 2026.

Globalni rast uvoza ostao je snažan u drugom tromjesečju, potaknut trgovinom povezanom s umjetnom inteligencijom i privremenim ubrzanim stvaranjem zaliha. Dostupni objavljeni podatci iz nacionalnih računa upućuju na to da se globalni uvoz u drugom tromjesečju 2026. povećao za 1,8 % na tromjesečnoj osnovi, što je znatno iznad makroekonomskih projekcija stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2026. Uvelike nadmašena očekivanja posljedica su snažnije trgovine između azijskih izvoznika tehnologije, pojačanog uvoza proizvoda za široku potrošnju u Sjedinjene Američke Države u svrhu stvaranja zaliha prije očekivanih carinskih mjera u srpnju i preventivne kupnje energetski intenzivne robe zbog zabrinutosti glede daljnjih poremećaja u opskrbi. Očekuje se da će privremeni učinci pojačanog stvaranja zaliha oslabjeti, ali globalni ciklus ulaganja u umjetnu inteligenciju trebao bi i nadalje podupirati trgovinu. Snaga uvoza u odnosu na aktivnost odražava visok uvozni intenzitet ulaganja u podatkovne centre i s njima povezanu infrastrukturu za

² Projekcije stručnjaka ESB-a za globalnu ukupnu inflaciju mjerenu indeksom potrošačkih cijena obuhvaćaju širi skup zemalja od agregata OECD-a koji se obično prikazuje u Ekonomskom biltenu, uključujući velika gospodarstva s tržištima u nastajanju kao što su Brazil, Kina, Indija i Rusija.

umjetnu inteligenciju, što je pojačano širenjem putem geografski raspršenih globalnih tehnoloških lanaca vrijednosti. U makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2026. predviđa se da će rast globalnog uvoza iznositi 4,7 % u 2026. i 4,5 % u 2027., nakon čega bi se trebao smanjiti na 3,5 % u 2028. Riječ je o povećanju od 0,5 postotnih bodova za 2026. i 0,9 postotnih bodova za 2027. u odnosu na projekcije iz lipnja zbog snažnijih ostvarenja u drugom tromjesečju i snažnije trgovine robom povezanom s umjetnom inteligencijom i tehnologijom.

U Sjedinjenim Američkim Državama domaća je potražnja i nadalje otporna, pri čemu je podupiru potrošnja i ulaganja povezana s umjetnom inteligencijom.

Rast realnog BDP-a u drugom se tromjesečju 2026. usporio na 0,4 % na tromjesečnoj osnovi zbog negativnog učinka zaliha i neto trgovine na aktivnost, dok je domaća potražnja ostala postojana. Osobna potrošnja snažno se povećala, a na ulaganja i nadalje je povoljno djelovala izgradnja infrastrukture povezane s umjetnom inteligencijom. Međutim, izvori rasta postali su koncentriraniji. Procjenjuje se da aktivnost povezana s tehnologijom čini jednu trećinu rasta BDP-a u drugom tromjesečju. Stopa štednje kućanstava smanjila se na 2,7 % u lipnju, a povećanje bogatstva uglavnom su bilježila kućanstva s većim dohotkom i znatnim ulaganjima u kapital, što čini potrošnju izloženijom riziku korekcije na financijskim tržištima. Izgledno je da će doći do određene korekcije zbog snažne potrošnje u drugom tromjesečju, pri čemu se maloprodajna aktivnost u srpnju usporila kao posljedica iščezavanja privremenih poticajnih činitelja i učinka pojačanog stvaranja zaliha. U makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2026. predviđa se da će rast realnog BDP-a iznositi 2,0 % u svakoj godini od 2026. do 2028. U odnosu na projekcije iz lipnja rast je revidiran naniže za 0,1 postotni bod u 2026. nakon slabijih ostvarenja u drugom tromjesečju i naviše za 0,2 postotna boda u 2027. i za 0,1 postotni bod u 2028. zbog otpornije osobne potrošnje i dinamičnijih ulaganja u infrastrukturu za umjetnu inteligenciju.

Inflacija u SAD-u i nadalje je iznad ciljne razine, dok su signali dobiveni iz mjera temeljnih cjenovnih pritisaka neujednačeni. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u srpnju se smanjila na 3,4 % zbog smanjenja cijena energije, ali cjenovni pritisci postali su vidljivi u nekim tehnološki intenzivnim potrošačkim proizvodima, iako je njihov ponder u košarici za mjerenje ukupne inflacije ograničen. Temeljna PCE (engl. *personal consumption expenditure*) inflacija u lipnju se zadržala iznad 3 %, dok se PCE inflacija izražena potkraćenom aritmetičkom sredinom približila razini od 2 %, što upućuje na razlike među mjerama temeljnih cjenovnih pritisaka. Spomenute razlike mogu odražavati koncentraciju šokova na strani ponude koji se odnose na energiju, carine i robu povezanu s umjetnom inteligencijom te otežavaju procjenu razmjera ublažavanja inflacijskih pritisaka. Istodobno se čini da je tržište rada uglavnom uravnoteženo, a pritisci na plaće i nadalje su ograničeni, pri čemu se indeks troškova zapošljavanja usporio u drugom tromjesečju, a snažan rast produktivnosti ograničava pritiske na jedinične troškove rada. U makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2026. predviđa se da će ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u prosjeku iznositi 3,4 % u 2026., a zatim se smanjiti na 2,9 % u 2027. i 2,2 % u 2028. Projekcija za 2026. revidirana je naviše za 0,2 postotna boda, uglavnom zbog snažnijih ostvarenja u drugom tromjesečju i viših cijena uvoza povezanog s

umjetnom inteligencijom. Na sastanku u srpnju Federalni odbor za otvoreno tržište zadržao je ciljnu raspon međubankovne stope na razini od 3,50 – 3,75 %.

U Kini se domaća potražnja nastavila pogoršavati u trećem tromjesečju unatoč kontinuiranoj potpori izvoza i ulaganja povezanih s umjetnom inteligencijom.

Realni BDP u drugom se tromjesečju 2026. usporio na 0,9 % na tromjesečnoj osnovi kao posljedica slabe potražnje kućanstava i nepovoljnog utjecaja visokih cijena energije. Pokazatelji aktivnosti podbacili su u srpnju, pri čemu je godišnji rast maloprodaje, industrijske proizvodnje i ulaganja u dugotrajnu imovinu bio znatno ispod prevladavajućih očekivanja. Pad u sektoru stambenih nekretnina i nadalje je nepovoljno utjecao na pouzdanje, potrošnju i ulaganja, a slabiji prihodi i uvjeti na tržištu rada dodatno su opterećivali kućanstva. Anketa kineske središnje banke upućuje na postojano slabljenje pouzdanja u buduće prihode i trenutano zaposlenje, u skladu s usporavanjem rasta ukupne mase plaća. Izvoz je ostao otporan, pri čemu ga podupire potražnja povezana s umjetnom inteligencijom, ali snažno se povećao i uvoz. Višak u robnoj razmjeni Kine s Europskom unijom (EU) nastavio se povećavati kao posljedica ograničene izloženosti EU-a uvoznju potražnji povezanoj s umjetnom inteligencijom u Kini. Izvozne cijene ponovno su porasle nakon razdoblja pada, pri čemu su proizvodi povezani s umjetnom inteligencijom činili dvije trećine ukupne inflacije izvoznih cijena u svibnju 2026. U makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2026. predviđa se da će se rast realnog BDP-a smanjiti s 5,1 % u 2025. na 4,5 % u 2026., 4,3 % u 2027. i 4,0 % u 2028. U odnosu na projekcije iz lipnja rast je revidiran naniže za 0,2 postotna boda u 2026. nakon slabog ostvarenja u drugom tromjesečju i naviše za 0,2 postotna boda u 2027. zbog povećanih ulaganja u infrastrukturu za umjetnu inteligenciju. Predviđa se da će ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena ostati niska i iznositi 1,2 % u 2026., 1,3 % u 2027. i 1,5 % u 2028. zbog postojane slabosti gospodarstva i slabe potražnje kućanstava.

U Ujedinjenoj Kraljevini gospodarska se aktivnost u drugom tromjesečju pokazala otpornijom od očekivanog, a visoki troškovi kućanstava za energiju u srpnju su povećali inflaciju.

Realni BDP povećao se u drugom tromjesečju 2026. za 0,4 % u odnosu na prethodno tromjesečje, uglavnom zahvaljujući privatnim ulaganjima i potrošnji, a anketni pokazatelji upućuju na skroman rast na početku trećeg tromjesečja. U makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a iz rujna 2026. predviđa se rast realnog BDP-a za 1,2 % u 2026. i 2027. te za 1,5 % u 2028. Predviđanja za 2026. i 2027. revidirana su naviše za 0,2 odnosno 0,1 postotni bod, što je odraz snažnijeg ostvarenja u drugom tromjesečju i smanjenja nestašica u opskrbi. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena porasla je s 2,6 % u lipnju na 2,9 % u srpnju, uglavnom zahvaljujući povećanju regulirane gornje granice energetske cijene, a temeljna inflacija ostala je nepromijenjena na razini od 2,6 %. Dokazi neizravnih učinaka i učinaka u drugom krugu i nadalje su ograničeni, a inflacijska se očekivanja kućanstava smanjuju i rast se plaća u privatnom sektoru usporava. Predviđa se da će ukupna inflacija iznositi 3,0 % u 2026., 2,7 % u 2027. i 2,0 % u 2028. Na sastanku u srpnju središnja banka Bank of England zadržala je nepromijenjenu kamatnu stopu monetarne politike od 3,75 %.

2. Gospodarska aktivnost

Rast europodručja u drugom tromjesečju 2026. premašio je očekivanja tromjesečnim porastom na 0,6 %, čemu su pridonijeli domaća potražnja i izvoz, kao i snažan rast irskog BDP-a. Čak i bez kolebljivih podataka za Irsku gospodarski rast ostao je snažan uz tromjesečnu stopu od 0,3 %, bez obzira na sukob na Bliskom istoku. Nove informacije upućuju na nastavak rasta u trećem tromjesečju premda je geopolitičko okruženje i nadalje zahtjevno. Potrošnja na obranu i nove tehnologije i nadalje bi trebali povoljno utjecati na prerađivačku industriju, kao i stvaranje zaliha u poduzećima kako bi se ublažili rizici opskrbnih lanaca. Istodobno bi se trebao nastaviti oporavak aktivnosti u uslužnom sektoru nakon što je znatno oslabio zbog šoka cijena energije uoči sukoba na Bliskom istoku, čemu je, među ostalim, pridonijela snažna potrošnja povezana s umjetnom inteligencijom. Poduzeća se čine opreznijima glede odluka o zaposlenicima, pri čemu je manje novih zapošljavanja, ali nema ni otpuštanja većeg broja zaposlenike pa stopa nezaposlenosti ostaje nepromijenjena. U srednjoročnom razdoblju zamahu rasta trebali bi pridonijeti snažnija osobna potrošnja, ulaganja u nove digitalne tehnologije i aktivnost povezana s umjetnom inteligencijom, državna potrošnja na infrastrukturu i obranu te određeni oporavak izvoza.

Takve izglede potvrđuju makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2026., u kojima se predviđa da će prosječni godišnji rast realnog BDP-a iznositi 0,9 % u 2026., 1,4 % u 2027. i 1,5 % u 2028. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2026. rast BDP-a revidiran je blago naviše za 2026. s obzirom na veću otpornost nego što se očekivalo, a to potvrđuju iznenađujuće pozitivni podatci i pozitivni anketni pokazatelji. Pozitivnija kretanja od očekivanih u 2026. upućuju na učinak prijenosa na 2027., što dovodi do revizije naviše, dok ukupan rast u 2028. ostaje nerevidiran. Gospodarski izgledi za europodručje i nadalje su vrlo neizvjesni zbog sukoba na Bliskom istoku koji je u tijeku i kontinuirane kolebljivosti cijena energije. Kako bi se ta neizvjesnost uzela u obzir, osnovne projekcije dopunjene su posuvremenjenim verzijama optimističnijeg, nepovoljnog i pesimističnijeg scenarija iz projekcija iz lipnja 2026.³

Gospodarstvo europodručja pokazalo se otpornim u drugom tromjesečju 2026. s rastom zabilježenim u svim sektorima i zemljama.

Prema posljednjoj Eurostatovoj procjeni realni BDP u europodručju tromjesečno se povećao za 0,6 % u drugom tromjesečju 2026. nakon što je u prvom tromjesečju zabilježena nulta stopa rasta. Ako se isključe kolebljivi podatci za Irsku, realni BDP iznosio je 0,3 %, isto kao u prvom tromjesečju. Dinamika rasta domaćih sastavnica potražnje razlikovala se u drugom tromjesečju (Grafikon 3.). Rast privatne i rast javne potrošnje ostali su pozitivni, dok se ulaganje nastavilo neznatno smanjivati. Istodobno su promjene zaliha negativno utjecale na rast BDP-a. Iako je ukupna vrijednost neto trgovine bila vrlo pozitivna, kad se isključe kolebljivi trgovinski tokovi u Irskoj, bila je manja. Proizvodnju su u drugom tromjesečju poticale industrija i usluge, pri čemu su usluge i ovaj put bile potpomognute sektorom usluga u području informacija i komunikacija.

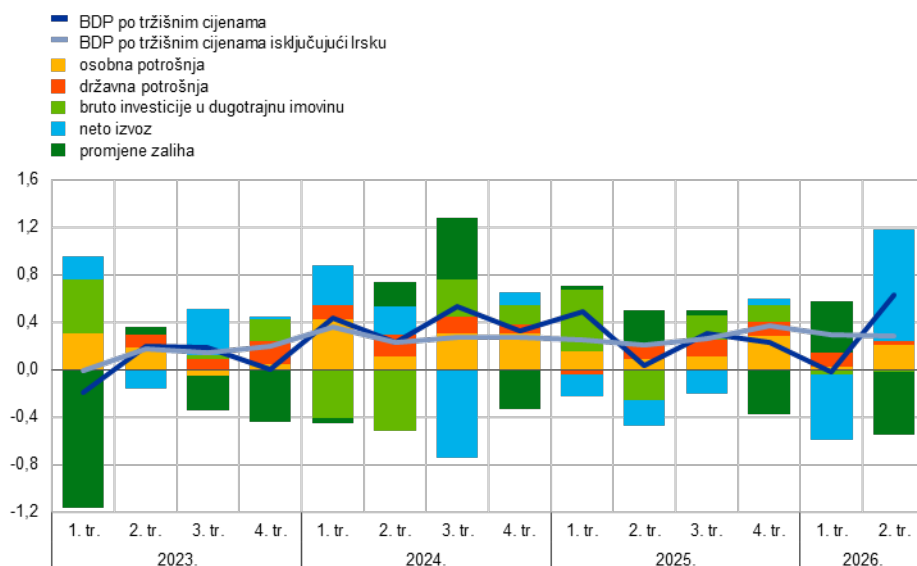
³ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, rujna 2026.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 10. rujna 2026.

Zamah u građevinskom sektoru ojačao je u odnosu na prvo tromjesečje, što je dovelo do povećanja rasta. Kretanja u sektoru prerađivačke industrije bila su uglavnom pozitivna u svim gospodarstvima europodručja, ali u velikoj je mjeri na njih djelovala kolebljivost u nekim državama, osobito 22 %-tno povećanje proizvodnje u Irskoj. Iako se taj sektor još uvijek suočava s nepovoljnim činiteljima koji proizlaze iz viših carina i geopolitičke neizvjesnosti, na njega također povoljno utječe rast proizvodnje povezane s obrambenom industrijom. Bez obzira na zamjetne razlike među državama, većina država članica zabilježila je pozitivan rast BDP-a u drugom tromjesečju 2026.

Grafikon 3.

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 bez Irske jer su podatci za Irsku osobito kolebljivi. Međutim, potkomponente prikazuju raščlambu BDP-a uključujući Irsku. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2026.

Nove informacije upućuju na nastavak rasta gospodarske aktivnosti u trećem tromjesečju 2026. premda je geopolitičko okružje i nadalje zahtjevno.

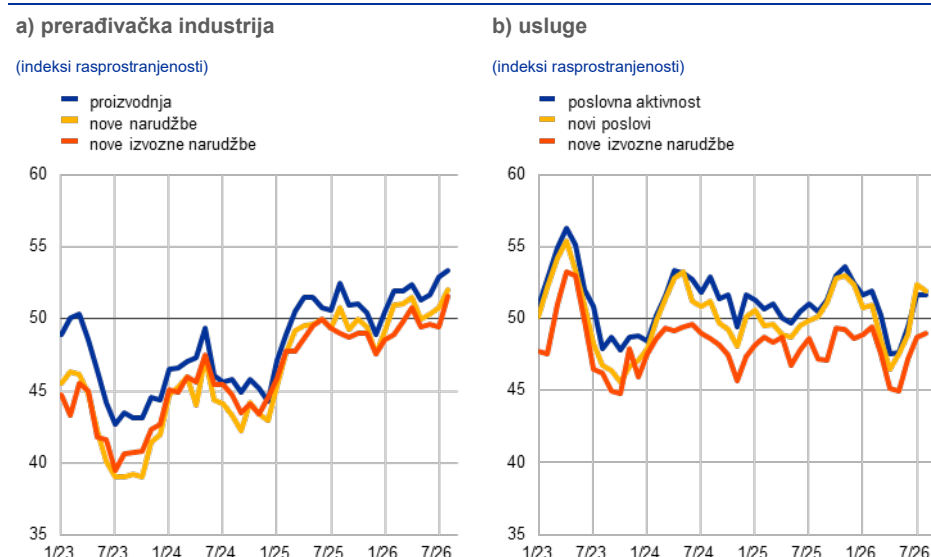
Kompozitni indeks menadžera nabave (PMI) za proizvodnju u europodručju porastao je na prosječno 52,0 tijekom srpnja i kolovoza, što je jasno poboljšanje u odnosu na kontrakcijske znakove zabilježene u drugom tromjesečju (49,1). Spomenuto je poboljšanje obuhvatilo sve sektore i upućuje na nastavak otpornosti europodručja. Indeks proizvodnje u prerađivačkoj industriji porastao je s 51,8 na 53,1 tijekom istog razdoblja, a indeks poslovne aktivnosti u uslužnom sektoru oporavio se s 48,2 na 51,7 (Grafikon 4.). To pokazuje da bi sektor prerađivačke industrije trebao i nadalje ostati snažan zbog potrošnje na obranu i infrastrukturu i zbog poduzeća koja povećavaju zalihe kako bi smanjila rizike opskrbnih lanaca.⁴ Istodobno bi se trebao nastaviti oporavak u uslužnom sektoru nakon što je znatno oslabio zbog šoka cijena energije. Prospektivni rezultati anketa povezani s novim narudžbama upućuju na izraženije poboljšanje vezano uz usluge nego uz industriju. Nadalje, iako se

⁴ Vidi članak pod naslovom „Defence spending and its short and longer-term macroeconomic effects” u ovom broju Ekonomskog biltena.

procjenjuje da rokovi isporuke dobavljača nisu duži od uobičajenih, oni su se u srpnju i kolovozu skratili u odnosu na drugo tromjesečje. Ankete poduzeća i potrošača Europske komisije upućuju na slična jačanja u svim sektorima u trećem tromjesečju.

Grafikon 4.

Pokazatelji mjereni indeksom PMI po sektorima gospodarstva



Izvor: S&P Global Market Intelligence

Napomena: Posljednji podatci odnose se na kolovoz 2026.

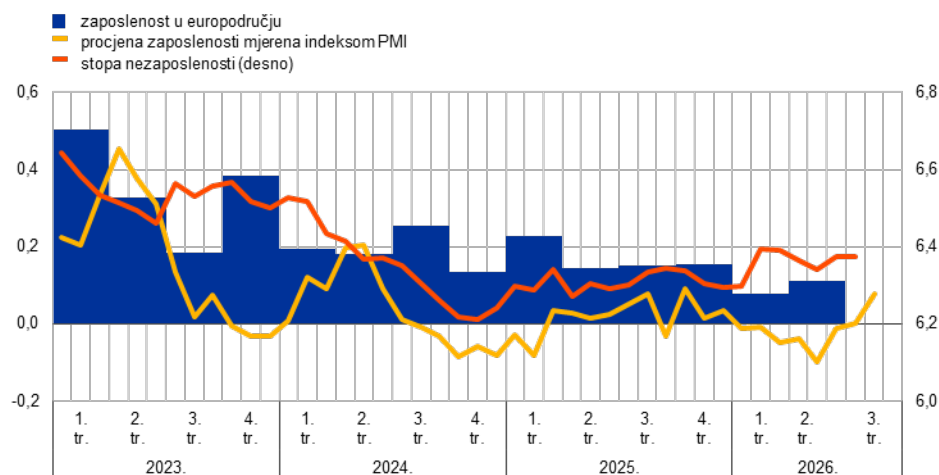
Tržište rada nastavlja se normalizirati premda sporije nego posljednjih mjeseci.

Poduzeća su nastavila smanjivati zapošljavanje, pri čemu su se godišnje stope rasta zaposlenosti smanjile na 0,50 % u drugom tromjesečju 2026. s 0,53 % u prvom tromjesečju i prosječnih 0,7 % u 2025. Istodobno, prilagodba broja zaposlenih radnika čini se postupnom bez znatnog povećanja otpuštanja pa je stopa nezaposlenosti u srpnju iznosila 6,4 %, bez promjene u odnosu na lipanj. Stopa nezaposlenosti uglavnom je stabilna od sredine 2024. (Grafikon 5.). Nadalje, rast radne snage usporio se u drugom tromjesečju u odnosu na provo tromjesečje, djelomično zbog smanjenja useljavanja koje je snažno podupiralo taj rast između 2022. i 2024. (vidi [Okvir 3.](#)). Istodobno sa smanjenjem rasta zaposlenosti došlo je do povećanja rasta BDP-a i godišnji rast produktivnosti malo se povećao, na 0,7 % u drugom tromjesečju, nakon što se u prvom tromjesečju nije uopće povećao. Produktivnost, ako se isključi utjecaj kolebljivih irskih podataka o BDP-u, također je porasla 0,7 % na godišnjoj razini u drugom tromjesečju, i iskazala trajan i znatan oporavak tijekom posljednjih tromjesečja.

Grafikon 5.

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

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



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

Napomene: Dvije linije označuju mjesečna kretanja, a stupci prikazuju tromjesečne podatke. Indeks PMI izražen je kao odstupanje od vrijednosti 50 podijeljeno s 10 radi izračuna tromjesečnog rasta zaposlenosti. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2026. za zaposlenost u europodručju, na kolovoz 2026. za procjenu zaposlenosti mjerenu indeksom PMI i na srpanj 2026. za stopu nezaposlenosti.

Kratkoročni pokazatelji tržišta rada upućuju na to da oslabljeno tržište rada možda pokazuje prve naznake pada na svoju najnižu razinu. Mjesečni pokazatelj zaposlenosti mjeran kompozitnim indeksom PMI porastao je u kolovozu treći mjesec za redom. Podindeksi za usluge i prerađivačku industriju povećali su se, što upućuje na i nadalje prigušeno raspoloženje vezano uz zaposlenost, koje se ipak malo poboljšalo, a podindeks za građevinarstvo smanjio se. Istodobno se broj internetskih oglasa za slobodna radna mjesta na internetskoj platformi za traženje poslova Indeed nastavio smanjivati, premda sporije nego proteklih mjeseci, a kvalitativni podatci iz poziva o zaradi poduzeća upućuju na to da poduzeća sve manje raspravljaju i o zapošljavanju i o otpuštanju. Osim toga, bojazan da bi sukob na Bliskom istoku mogao znatno utjecati na tržište rada zasad se nije ostvarila, pri čemu poduzeća koja sudjeluju u Anketi o pristupu financiranju poduzeća navode da je sukob imao tek minimalan utjecaj na njihova očekivanja povezana sa zaposlenošću (vidi [Okvir 2.](#)).

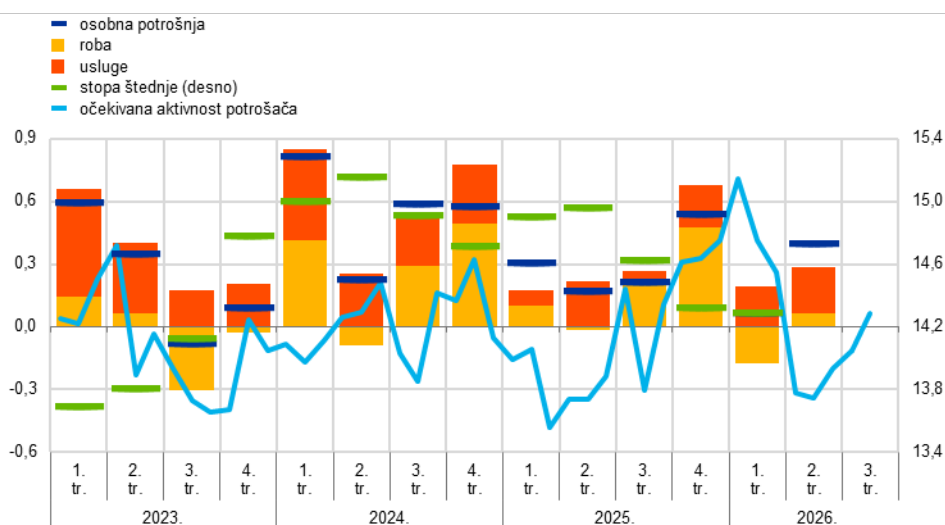
Osobna potrošnja ubrzala se u drugom tromjesečju 2026., ali u kratkoročnom se razdoblju očekuje smanjenje tog zamaha. Osobna potrošnja porasla je za 0,4 % na tromjesečnoj razini u drugom tromjesečju ove godine, nakon što u prethodnom tromjesečju nije rasla (Grafikon 6.). Domaća potrošnja bila je potaknuta i uslugama, u uvjetima povoljnih kretanja u turizmu, i robom, unatoč smanjenju potrošnje na netrajne proizvode za široku potrošnju. Stopa štednje ostala je stabilna na 14,3 % u prvom tromjesečju. U trećem tromjesečju visokofrekventni pokazatelji upućuju na usporavanje zamaha potrošnje kućanstava usporedno sa sve većim postupnim gospodarskim utjecajem sukoba na Bliskom istoku (vidi [Okvir 4.](#)). Maloprodaja se u srpnju smanjila za 0,6 % na mjesečnoj razini, odnosno bila je za 0,4 % niža od prosječne razine u drugom tromjesečju, uglavnom kao posljedica

smanjenja internetske prodaje te prodaje elektroničke opreme i goriva. Pokazatelj pouzdanja potrošača Europske komisije u prosjeku se oporavio u srpnju i kolovozu, uglavnom zbog očekivanja kućanstava u vezi s općim gospodarskim izgledima. To povećanje pridonosi oporavku usluga od početnog šoka cijena energije. Prema anketama poduzeća Europske komisije po sektorima očekivana aktivnost potrošača oporavila se u srpnju i kolovozu, čemu su pridonijeli trgovina na malo, usluge smještaja i prehrane, usluge putovanja i prehrambeni proizvodi, djelomično neutralizirani energetske proizvodi. Te je signale potvrdila anketa o očekivanjima potrošača, koja je pokazala da su se pouzdanje potrošača i osobna potrošnja djelomično oporavili u srpnju, osobito za diskrecijske proizvode kao što su putničke usluge. Što se tiče sljedećeg razdoblja, očekuje se da će povišene cijene energije i neizvjesnost povezana sa sukobom na Bliskom istoku nepovoljno utjecati na potrošnju. Nadalje, prema anketi o očekivanjima potrošača i anketi o bankovnom kreditiranju u europodručju stroži uvjeti ponude kredita, iako popuštaju, mogli bi dodatno nepovoljno utjecati na zamah potrošnje kućanstava. Međutim, te negativne učinke mogu ublažiti otporna kretanja dohotka i bogatstva, koja podupiru osobnu potrošnju od kraja 2022., u uvjetima najniže razine zaduženosti kućanstava i financijske poluge.

Grafikon 6.

Potrošnja kućanstava, očekivana aktivnost potrošača i štednja kućanstava

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



Izvori: Eurostat, Europska komisija i izračun ESB-a

Napomene: „Očekivana aktivnost potrošača” odnosi se na ponderirani prosjek poslovnih očekivanja za sljedeća tri mjeseca, koji se odnosi na proizvodnju za prerađivačku industriju, zapošljavanje za građevinarstvo, trgovinu i potražnju za uslugama iz ankete poduzeća Europske komisije, ponderiran prema sektorskim udjelima u privatnoj potrošnji u europodručju u skladu s tablicama inputa-outputa za 2023. iz baze podataka FIGARO. Serija je standardizirana za cijeli uzorak od siječnja 1999. Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2026. za stopu štednje, drugo tromjesečje 2026. za osobnu potrošnju, dobra i usluge i kolovoz 2026. za očekivanu aktivnost potrošača.

Poslovna ulaganja donekle su se smanjila u drugom tromjesečju 2026, no očekuje se da će se intenzivirati u drugoj polovini godine uz potporu daljnje potrošnje na digitalizaciju i jačanje obrane. Ulaganja izvan građevinarstva (isključeni su kolebljivi irski proizvodi intelektualnog vlasništva) smanjila su se za 0,4 % na tromjesečnoj osnovi u drugom tromjesečju ove godine, u uvjetima povećane neizvjesnosti i viših cijena energije (Grafikon 7., panel a)). Doprinos

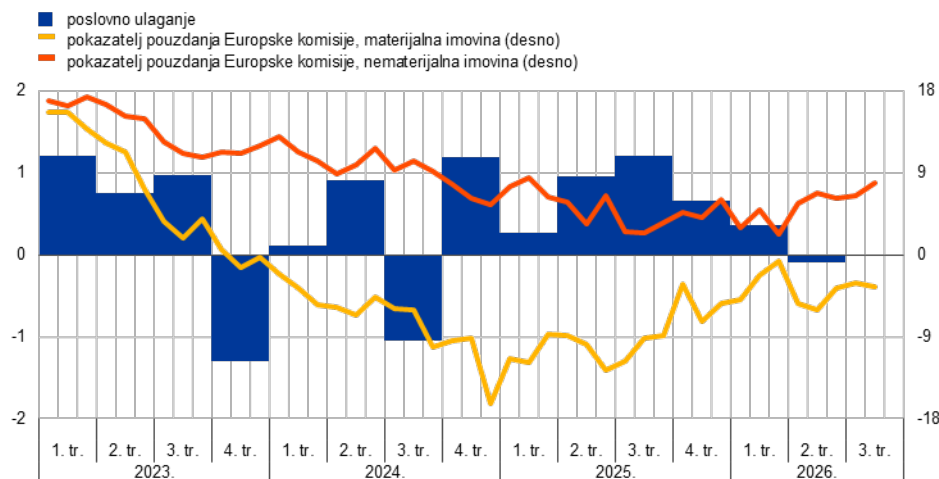
nematerijalnih ulaganja bio je pozitivan, dok je doprinos strojeva i opreme poslovnim ulaganjima bio nepovoljan. Zamah materijalne i nematerijalne imovine u porastu je u trećem tromjesečju 2026, što je vidljivo iz jačanja pouzdanja u sektorima kapitalnih dobara i digitalnih usluga. Očekivana ulaganja u drugoj polovini 2026. i nadalje će nastaviti pokretati tehnologija povezana s umjetnom inteligencijom i digitalizacijom. Ulaganja u materijalnu imovinu potiče potražnja za hardverom povezanim s umjetnom inteligencijom te proizvodima povezanim s robotizacijom i obranom, osobito u zemljama koje proizvode poluvodiče. Prema anketi Europske komisije u sektoru digitalnih dobara potražnja je trenutačno u manjoj mjeri ograničavajući činitelj od prostora i opreme. Na nematerijalna ulaganja i nadalje u velikoj mjeri utječe digitalizacija. Širenje računalnih oblaka i uvođenje umjetne inteligencije dovode do toga da se podatkovni centri u sve većem broju grade u zemljama južne Europe zahvaljujući njihovoj energiji iz obnovljivih izvora, zemljištu i pristupu sredstvima u sklopu instrumenta Next Generation EU. Istodobno, manjak kvalificiranih radnika, zabrinutosti glede dostupnosti energije te kompleksnost dobivanja dozvola i provedbe novih propisa EU-a izazov su digitalizaciji. Što se tiče sljedećeg razdoblja, rast potražnje, povećanje bruto operativnog viška i poboljšanje pouzdanja trebali bi podupirati rast ulaganja, a više kamatne stope i neizvjesnost povezana sa situacijom na Bliskom istoku nastavljaju nepovoljno utjecati na rast (vidi [Okvir 2.](#)).

Grafikon 7.

Dinamika realnih ulaganja i anketni podatci

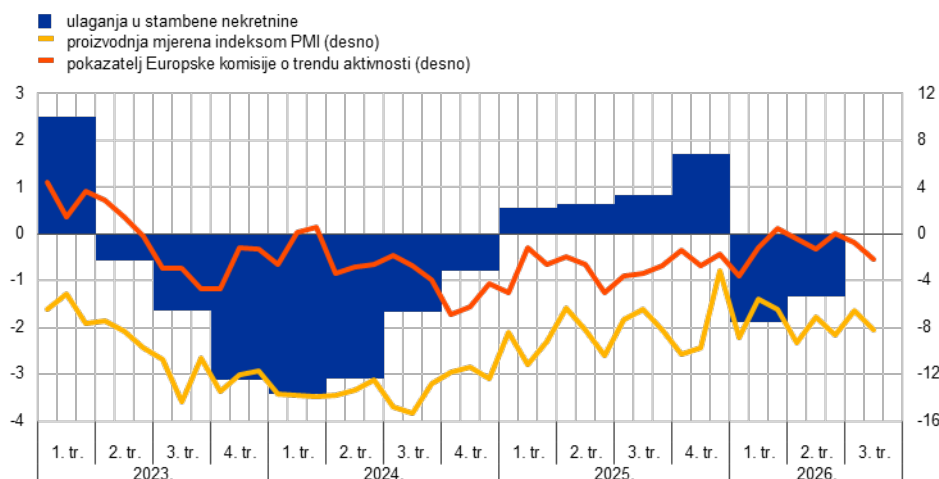
a) poslovna ulaganja

(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. Za pokazatelje pouzdanosti, „materijalna imovina” odnosi se na sektor kapitalnih dobara (proizvođači materijalnih strojeva i opreme), a „nematerijalna imovina” jest ponderirani prosjek podsektora koji pružaju ulaganja povezana s proizvodima intelektualnog vlasništva, tj. izdavačke djelatnosti (NACE J58); računalnog programiranja i savjetovanja (NACE J62) i informacijske djelatnosti (NACE J63). 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 drugo tromjesečje 2026. za ulaganje i na kolovoz 2026. za proizvodnju mjerenu indeksom PMI i pokazatelje Europske komisije.

Ulaganja u stambene nekretnine nastavila su se smanjivati u drugom tromjesečju 2026., ali u kratkoročnom se razdoblju očekuje da će rast ponovno biti pozitivan. Ulaganje u stambene nekretnine u drugom tromjesečju smanjilo se za 1,3 % na tromjesečnoj osnovi, nakon smanjenja od 1,9 % u prethodnom tromjesečju (Grafikon 7., panel b)). To je smanjenje bilo relativno sveobuhvatno te je zahvatilo gotovo sve veće zemlje europodručja, a osobito izraženo bilo je u Italiji, gdje se smanjenje djelomično može objasniti učincima razdoblja povezanoga s

ukidanjem financijskih poticaja za obnovu nekretnina. Proizvodnja u sektorima gradnje zgrada i specijaliziranih građevinskih djelatnosti bila je prosječno za 0,8 % veća u drugom nego u prethodnom tromjesečju. Anketni pokazatelji aktivnosti upućuju na mješovite signale za treće tromjesečje, pri čemu se proizvodnja stambenih nekretnina mjerena indeksom PMI povećala, u prosjeku, iznad razine iz drugog tromjesečja u srpnju i kolovozu, a pokazatelj Europske komisije o novijim kretanjima u gradnji zgrada i specijaliziranih građevinskih djelatnosti smanjio se ispod razine iz drugog tromjesečja te su zabilježena rekordna ograničenja izazvana vremenskih prilikama. Istodobno, broj izdanih građevinskih dozvola za stambene nekretnine nastavio je rasti, pri čemu je tromjesečna stopa rasta u odnosu na prethodna tri mjeseca u svibnju iznosila 1,2 %. Prema anketi potrošača Europske komisije namjere kućanstava glede obnove stambenih nekretnina oporavile su se u trećem tromjesečju, a namjere vezane uz kupnju ili izgradnju doma ostale su uglavnom stabilne. Međutim anketa ESB-a o kreditnoj aktivnosti banaka u europodručju iz srpnja upućuje na određeno smanjenje potražnje za kreditima, pri čemu banke izvješćuju o smanjenju potražnje za stambenim kreditima u drugom tromjesečju i očekuju daljnje smanjenje u trećem tromjesečju. Općenito gledajući, vjerojatno će doći do povratka pozitivnog rasta ulaganja u stambene nekretnine u kratkoročnom razdoblju, iako se očekuje da će oporavak ostati postupan.

Nedavan oporavak izvoza robe europodručja još ne upućuje na sveobuhvatno jačanje izvoznog zamaha. Obujam robnog izvoza u države izvan europodručja porastao je za 2,1 % u tri mjeseca do lipnja nakon slabog prvog tromjesečja. Podatci iz nacionalnih računa za drugo tromjesečje također upućuju na tromjesečni porast ukupnog izvoza od 3,4 %. Međutim, ovaj ishod valja tumačiti s oprezom, jer na njega utječe kolebljivi irski izvoz povezan s aktivnostima multinacionalnih poduzeća čija je povezanost sa stvarnim gospodarskim kretanjima europodručja ograničena. Izvoz robe u Sjedinjene Američke Države također je blago je porastao u lipnju, ali povećanje je bilo prije svega povezano s robom na koju carine ne utječu izravno, uključujući neke proizvode povezane s umjetnom inteligencijom, kao što su računalne aktivnosti podatkovnih centara, oprema za pohranu podataka i mrežna oprema, a izvoz koji podliježe carinama nastavio se smanjivati. To upućuje na mogućnost da povećane američke trgovinske prepreke uvedene prošle godine i nadalje nepovoljno utječu na pogođene kategorije. Anketni pokazatelji i nadalje su slabi, pri čemu su se nove izvozne narudžbe mjerene indeksom PMI tek oporavile do pozitivnih vrijednosti nakon četiri i pol godine, iako su izvozne narudžbe povezane s tehnologijom nastavile iskazivati relativnu snagu, u čemu ih podupire izgradnja povezana s umjetnom inteligencijom na globalnoj razini. Čini se da je nepovoljan utjecaj sukoba na Bliskom istoku bio slabiji od prethodno očekivanog, pri čemu su ograničenja na strani ponude i nadalje ograničenog obuhvata te se smanjuju, ali viši troškovi i neizvjesnost nastavljaju nepovoljno utjecati na izgled. Općenito gledano, predviđa se da će izvoz iz europodručja rasti sporije od inozemne potražnje u kratkoročnom razdoblju, što upućuje na to da će se udjeli na izvoznom tržištu nastaviti smanjivati. To djelomično odražava nedavno osnaživanje globalne potražnje za robom povezanom s umjetnom inteligencijom, osobito temeljnim komponentama za podatkovne centre kao što je hardver za računalne aktivnosti, pohranu podataka i mrežne aktivnosti, u čemu je europodručje manje specijalizirano od nekih konkurenata. Očekuje se da će u preostalom dijelu projekcijskog razdoblja

tržišni udjeli i nadalje biti pod pritiskom širih problema povezanih s konkurentnošću. Kada je riječ o uvozu, podatci iz nacionalnih računa pokazuju da je uvoz porastao za 1,5 % na tromjesečnoj razini u drugom tromjesečju, što upućuje na pozitivan doprinos neto trgovine rastu BDP-a europodručja od 0,9 postotnih bodova.

U osnovnim projekcijama predviđa se godišnja stopa rasta realnog BDP-a od 0,9 % u 2026., 1,4 % u 2027. i 1,5 % u 2028. U odnosu na projekcije iz lipnja 2026. rast BDP- revidiran je blago naviše za 2026., što odražava iznenađujuće pozitivne podatke i pozitivne anketne pokazatelje koji upućuju na učinak prijenosa u 2027. Izgledi za rast u kratkoročnom razdoblju poboljšali su se u odnosu na prethodne projekcije, i to u prvom redu zbog otpornosti osobne i javne potrošnje. U srednjoročnom razdoblju, cijene energije koje se postupno smanjuju i snažno tržište rada trebali bi povećati prihode kućanstava te poduprijeti potrošnju. Poslovno ulaganje i ulaganje u stambene nekretnine sve će jače poticati rast. Rastu izvoza trebalo bi pridonijeti povećanje inozemne potražnje, ali koče ga problemi povezani s konkurentnošću i neizvjesnost povezana s globalnim trgovinskim politikama. Gospodarski izgledi za europodručje i nadalje su vrlo neizvjesni zbog sukoba na Bliskom istoku koji je u tijeku i kontinuirane kolebljivosti cijena energije. Kako bi se ta neizvjesnost uzela u obzir, osnovne projekcije dopunjene su posuvremenjenim verzijama triju alternativnih scenarija u projekcijama iz lipnja 2026., a to su optimističniji scenarij, nepovoljni scenarij i pesimističniji scenarij (vidi „[Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, rujan 2026.](#)”).

3. Cijene i troškovi

Godišnja ukupna inflacija u europodručju mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) porasla je s 2,9 % u srpnju na 3,3 % u kolovozu 2026. To povećanje potaknuto je snažnim rastom inflacije cijena energije zbog sukoba na Bliskom istoku, pri čemu je inflacija cijena hrane ostala nepromijenjena.⁵ HIPC bez energije i hrane (HIPCX) smanjio se s 2,5 % u srpnju na 2,4 % u kolovozu zbog smanjenja inflacije cijena usluga kojim je više nego neutralizirano povećanje inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije (IPE). Pokazatelji temeljne inflacije uglavnom su stabilni posljednjih mjeseci. Zasad nema značajnog odgovora plaća na energetske šok. Godišnji rast naknade po zaposlenom smanjio se na 3,3 % u drugom tromjesečju 2026. s 3,5 %, koliko je iznosio u prvom tromjesečju 2026.

U makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2026. predviđa se da će ukupna inflacija iznositi prosječno 3,0 % u 2026. te da će se potom smanjiti na 2,5 % u 2027. i 2,1 % u 2028.⁶ U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2026. ukupna inflacija u 2026. ostala je nepromijenjena, ali revidirana je naviše za 2027. i 2028. Izgledi su i nadalje vrlo neizvjesni, pri čemu su rizici za inflaciju pozitivni. Kako bi se predočila ta neizvjesnost, osnovne projekcije dopunjene su posuvremenjenim verzijama triju alternativnih scenarija iz projekcija iz lipnja 2026. Ti se scenariji razlikuju s obzirom na pretpostavke o razmjerima i trajanju sukoba na Bliskom istoku i šoka cijena energije, učinku tog šoka na međunarodno okruženje i neizvjesnost te jačini neizravnih učinaka i učinaka u drugom krugu na inflaciju.

Prema brzoj procjeni Eurostata inflacija mjerena HIPC-om za europodručje povećala se s 2,9 % u srpnju na 3,3 % u kolovozu 2026. (Grafikon 8.). To povećanje potaknuto je snažnim porastom inflacije cijena energije, pri čemu je inflacija cijena hrane ostala stabilna, a inflacija mjerena HIPCX-om malo se smanjila. Godišnja stopa promjene cijena energije snažno se povećala, s 10,3 % u srpnju na 14,3 % u kolovozu, zbog povećanja cijena energije u odnosu na prethodni mjesec za 2,9 % i znatnoga pozitivnog baznog učinka.⁷ Inflacija cijena hrane ostala je nepromijenjena u odnosu na srpanj i iznosila je 1,2 % u kolovozu. Kada je riječ o komponenti hrane, inflacija cijena prerađenih prehrambenih proizvoda neznatno se smanjila, s 0,7 % u srpnju na 0,6 % u kolovozu, a inflacija cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda u istom se razdoblju povećala s 2,4 % na 2,7 %. Mjesečne stope promjene cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda bile su snažnije nego što je to uobičajeno za kolovoz, što možda odražava određeni pritisak na rast zbog vrućeg i suhog vremena u Europi tijekom ljeta. Inflacija mjerena HIPCX-om malo se smanjila, s 2,5 % u srpnju na 2,4 % u kolovozu. To je smanjenje bilo rezultat pada

⁵ Krajnji datum za podatke uključene u ovaj broj Ekonomskog biltena bio je 9. rujna 2026. Prema potpunom skupu podataka o HIPC-u, koji je Eurostat objavio 17. rujna 2026., godišnja inflacija u europodručju iznosila je 3,2 % u kolovozu 2026.

⁶ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, rujna 2026.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 10. rujna 2026.

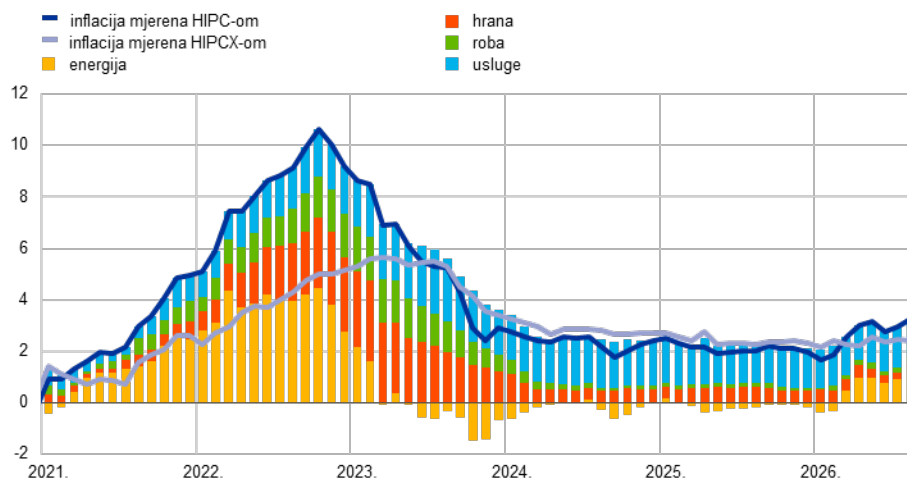
⁷ Za analizu cijena električne energije i plina koje potrošači plaćaju vidi okvir pod naslovom „Neujednačeno prelijevanje veleprodajnih cijena plina i električne energije na račune potrošača“ u ovom broju Ekonomskog biltena.

inflacije cijena usluga, s 3,3 % na 3,0 %, čime je više nego neutralizirano povećanje inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije, s 0,9 % na 1,2 %.

Grafikon 8.

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 kolovoz 2026. (brza procjena).

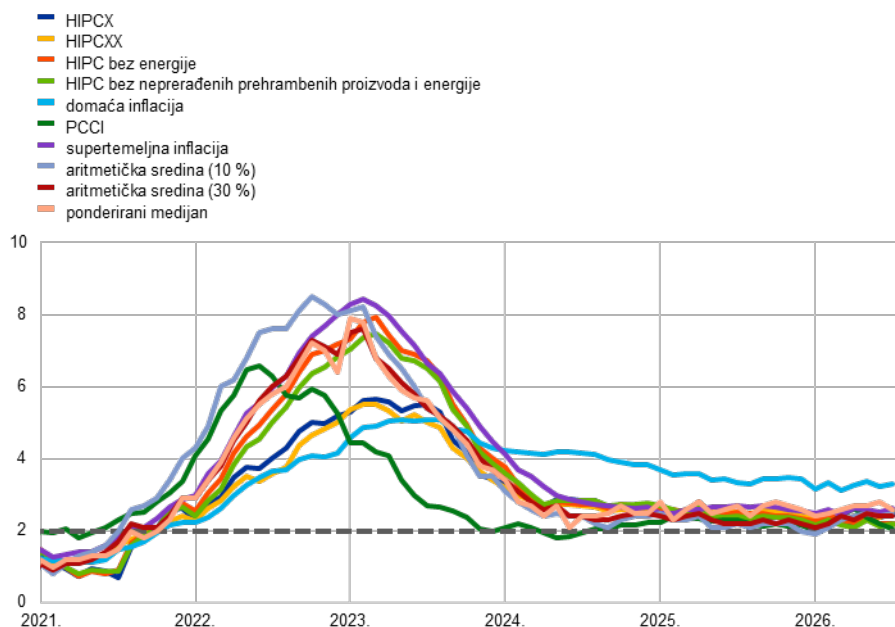
Pokazatelji temeljne inflacije posljednjih su mjeseci uglavnom stabilni

(Grafikon 9.), a u srpnju 2026. kretali su se između 2,1 % i 2,6 %. Mjere inflacije zasnovane na izuzimanju dostupne za kolovoz malo su se ublažile nakon neznatnog povećanja u srpnju. Kada je riječ o pokazateljima koji se zasnivaju na modelu, perzistentna i zajednička komponenta inflacije (engl. *Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) malo se smanjila, s 2,2 % u lipnju na 2,1 % u srpnju, a PCCI bez energije ostao je nepromijenjen i iznosio je 2,1 %. Pokazatelj supertemeljne (engl. *Supercore*) komponente inflacije, koji se sastoji od stavki HIPC-a osjetljivih na poslovni ciklus, malo se povećao, s 2,5 % u lipnju na 2,6 % u srpnju. U istom se razdoblju domaća inflacija, koja se sastoji od stavki s malim udjelom uvoza (uglavnom stavki usluga) također neznatno povećala, s 3,2 % na 3,3 %.

Grafikon 9.

Pokazatelji temeljne inflacije

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Siva isprekidana linija označuje inflacijski cilj Upravnog vijeća od 2 % u srednjoročnom razdoblju. HIPCX znači HIPC bez energije i hrane, HIPCXX znači HIPCX bez stavki povezanih s putovanjima te bez odjeće i obuće. Posljednji podatci odnose se na kolovoz 2026. (brza procjena) za HIPCX, HIPCXX i HIPC bez energije te na srpanj 2026. za ostale pokazatelje.

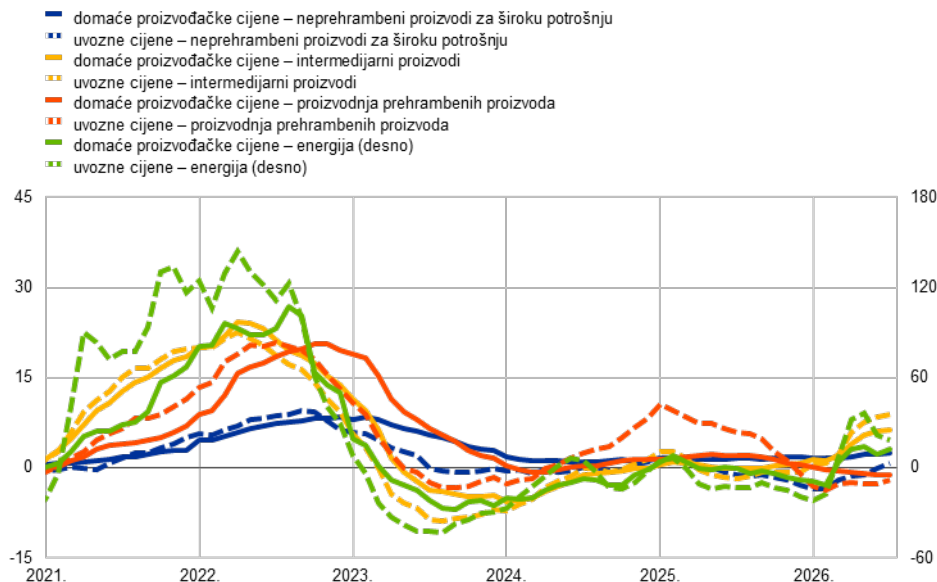
Pokazatelji pritiska proizvođačkih troškova povećali su se u srpnju 2026. u većini faza cjenovnog lanca (Grafikon 10.).

U ranim fazama cjenovnog lanca inflacija proizvođačkih cijena energije porasla je na 12,9 % u srpnju 2026. s 8,8 % u lipnju, a inflacija uvoznih cijena energije u istom se razdoblju smanjila s 21,8 % na 18,2 %. Međutim, oba su pokazatelja ostala povišena, što upućuje na nastavak snažnih cjenovnih pritisaka povezanih s energijom. Kada je riječ o intermedijarnim proizvodima, pritisci su također ostali snažni zbog velikog porasta inflacije domaćih proizvođačkih cijena i inflacije uvoznih cijena, koje su se u srpnju povećale na 6,3 % i 8,8 %. U istom mjesecu, u kasnijim fazama cjenovnog lanca pokazatelji pritiska proizvođačkih troškova na neprehrambene proizvode za široku potrošnju upućivali su na jačanje inflacijskih pritisaka, pri čemu se inflacija uvoznih cijena povećala na 0,7 %, a inflacija domaćih proizvođačkih cijena porasla je na 2,4 %. Nakon snažnih pritisaka u 2025. dinamika pritisaka proizvođačkih troškova na cijene hrane i nadalje je bila slaba i ostala je čvrsto u negativnom teritoriju. Kada je riječ o proizvodnji prehrambenih proizvoda, godišnja stopa rasta proizvođačkih cijena ostala je nepromijenjena i u srpnju je iznosila –1,2 %, čime je prekinut postupan silazni trend koji je započeo u rujnu 2025., a godišnja stopa rasta uvoznih cijena malo se povećala, s –2,6 % u lipnju na –2,0 % u srpnju. Kretanja cijena energije i hrane te općenito pritisci proizvođačkih troškova pomno se prate zbog sukoba na Bliskom istoku.

Grafikon 10.

Pokazatelji pritiska proizvođačkih troškova

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na srpanj 2026.

Domaći troškovni pritisci mjereni porastom deflatora BDP-a ostali su nepromijenjeni i iznosili su 2,4 % u drugom tromjesečju 2026. (Grafikon 11.).

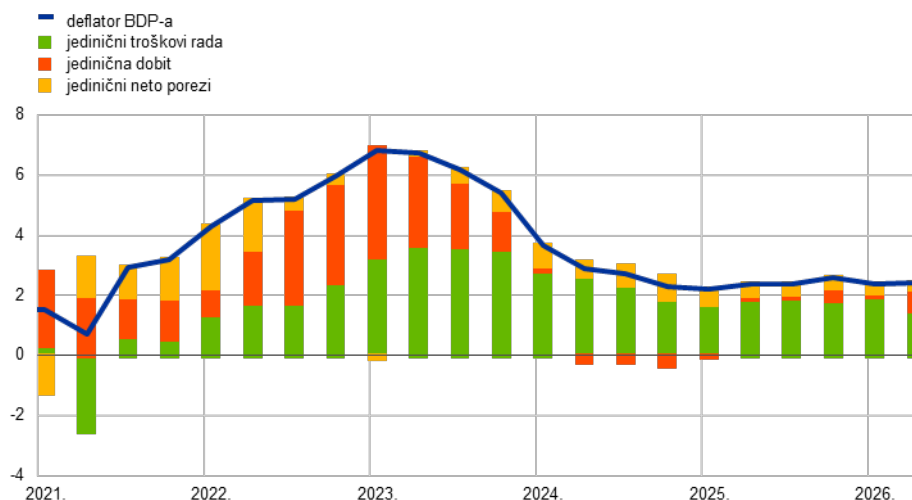
To odražava smanjenje doprinosa jediničnih troškova rada (s 2,0 % na 1,5 %) i jediničnih poreza (s 0,3 % na 0,2 %), što je neutralizirano povećanjem doprinosa jedinične dobiti (s 0,1 % na 0,7 %). Smanjenje godišnje stope rasta jediničnih troškova rada (s 3,5 % na 2,6 %) potaknuto je povećanjem rasta produktivnosti rada (s 0,0 % na 0,7 %) i smanjenjem godišnje stope rasta naknade po zaposlenom (s 3,5 % na 3,3 %). Drugonavedeno smanjenje rezultat je pada stope rasta dogovorenih plaća, koja se usporila na 2,4 % u drugom tromjesečju 2026. s 2,6 % u prvom tromjesečju, kao i malog smanjenja doprinosa komponente rasta ukupno isplaćenih plaća u odnosu na dogovorene plaće na 0,9 postotnih bodova s 1,0 postotnog boda u istom razdoblju. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, ESB-ov alat za praćenje plaća, koji je posuđen iz podataka o sporazumima o plaćama do kraja kolovoza 2026., upućuje na to da će se pritisci na dogovorene plaće stabilizirati na razini od 2,6 % u 2026. i da će se potom malo povećati, na 2,7 % u prvoj polovini 2027.⁸ U projekcijama iz rujna 2026. očekuje se da će se godišnja stopa rasta naknade po zaposlenom usporiti, s 3,8 % u 2025. na 3,3 % u 2026. Očekuje se da će u 2027. i 2028. i nadalje iznositi 3,3 %, više od dugoročnog prosjeka, zbog boljih gospodarskih izgleda i otpornog tržišta rada. Predviđa se da će očekivano smanjenje inflacije obuzdati pritiske na plaće.

⁸ Za više pojedinosti vidi objavu Europske središnje banke (ESB) (2026.), „[New data release: ECB wage tracker points to stable negotiated wage pressures in 2026](#)”, *priopćenje za javnost*, 17. lipnja.

Grafikon 11.

Raščlamba deflatora BDP-a

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Naknada po zaposlenom pozitivno pridonosi promjenama jediničnih troškova rada, a produktivnost rada negativno pridonosi tim promjenama. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2026.

U promatranom razdoblju od 11. lipnja do 9. rujna 2026. kratkoročna mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima malo su se povećala u uvjetima povećane kolebljivosti, a dugoročnija inflacijska očekivanja ostala su čvrsto usidrena na približno 2 % (Grafikon 12., panel a)). Kratkoročni

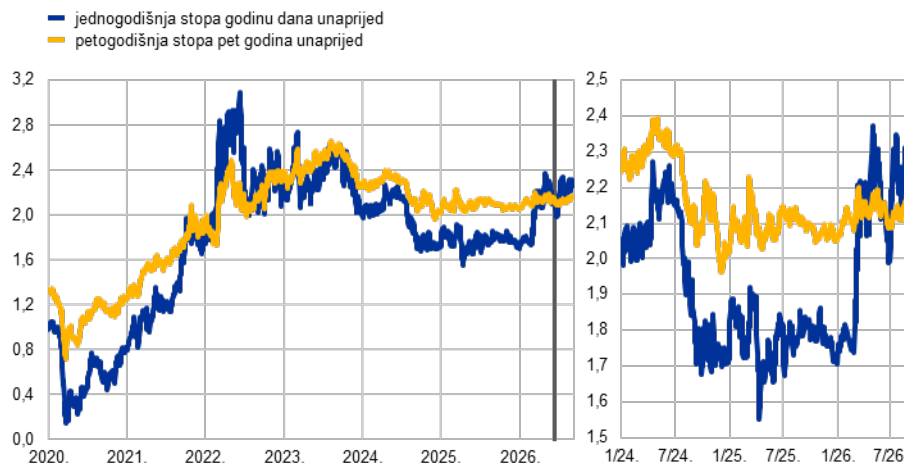
inflacijski izgledi ulagača uzastopce su pratili oscilacije cijena nafte i ostali su vrlo osjetljivi na neizvjesnost povezanu s razvojem sukoba na Bliskom istoku. Mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima smanjila su se nakon potpisivanja memoranduma o razumijevanju između Irana i Sjedinjenih Američkih Država 17. lipnja 2026. Međutim, do početka srpnja porasla su iznad razina zabilježenih prije 17. lipnja zbog ponovne eskalacije sukoba i povećanja cijena nafte. Na kraju promatranog razdoblja jednogodišnja kamatna stopa na jednogodišnje terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije porasla je za oko 15 baznih bodova i iznosila je 2,3 %. Kada je riječ o srednjoročnim i dugoročnijim dospeljima, mjerila naknade za inflaciju ostala su uglavnom stabilna, s petogodišnjom kamatnom stopom na petogodišnje terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije koja je uglavnom bila nepromijenjena tijekom promatranog razdoblja i iznosila je približno 2,2 %. Nakon što su prilagođena za premiju za inflacijski rizik, mjerila srednjoročnih i dugoročnih inflacijskih očekivanja zasnovana na tržišnim pokazateljima ostala su čvrsto usidrena na oko 2 %. Prosječna dugoročnija inflacijska očekivanja i medijan dugoročnih inflacijskih očekivanja zadržali su se na razini od 2 % i u ESB-ovoj Anketi o prognozama stručnjaka (engl. *Survey of Professional Forecasters*) za treće tromjesečje 2026. i u ESB-ovoj Anketi monetarnih analitičara (engl. *Survey of Monetary Analysts*) za rujna 2026.

Grafikon 12.

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

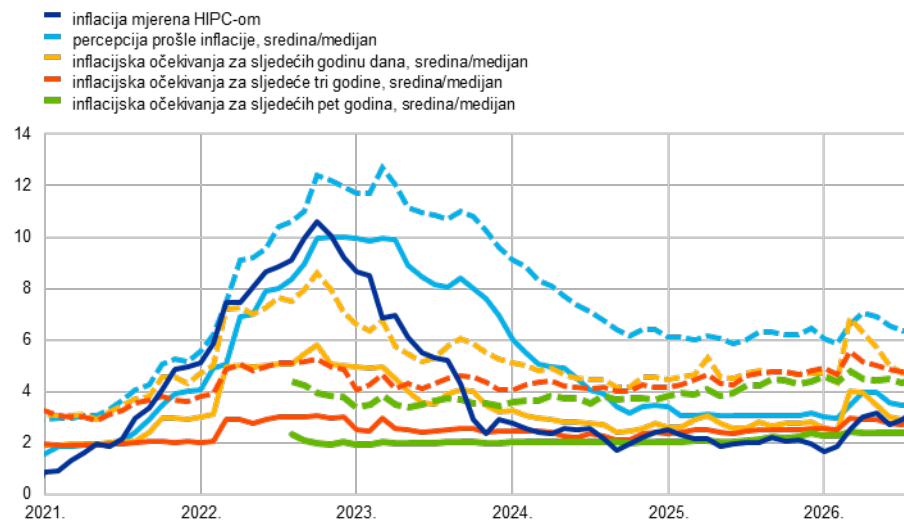
a) mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima

(godišnje promjene u postotcima)



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

(godišnje promjene u postotcima)



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

Napomene: Panel a) prikazuje kamatne stope na terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije za dva različita razdoblja za europodručje. Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 11. lipnja 2026. Na panelu b) isprekidane linije označuju sredinu, a pune linije označuju medijan. Na panelu a) posljednji podatci odnose se na 9. rujna 2026. Na panelu b) posljednji podatci odnose se na kolovoz 2026. za inflaciju mjerenu HIPC-om (brza procjena) i anketu o očekivanjima potrošača.

Kratkoročna i srednjoročna inflacijska očekivanja potrošača malo su se povećala u kolovozu 2026., a percepcija potrošača o prošloj inflaciji ostala je nepromijenjena (Grafikon 12., panel b)). Prema ESB-ovoj anketi o očekivanjima potrošača za kolovoz 2026. medijan percepcije inflacije u prethodnih godinu dana ostao je nepromijenjen i iznosio je 3,5 %.⁹ Medijan očekivanja glede inflacije u sljedećih godinu dana malo se povećao, s 2,9 % u srpnju na 3,0 %, a očekivanja za

⁹ Prikupljanje podataka u sklopu ESB-ove ankete o očekivanjima potrošača iz kolovoza 2026. završeno je 24. kolovoza 2026.

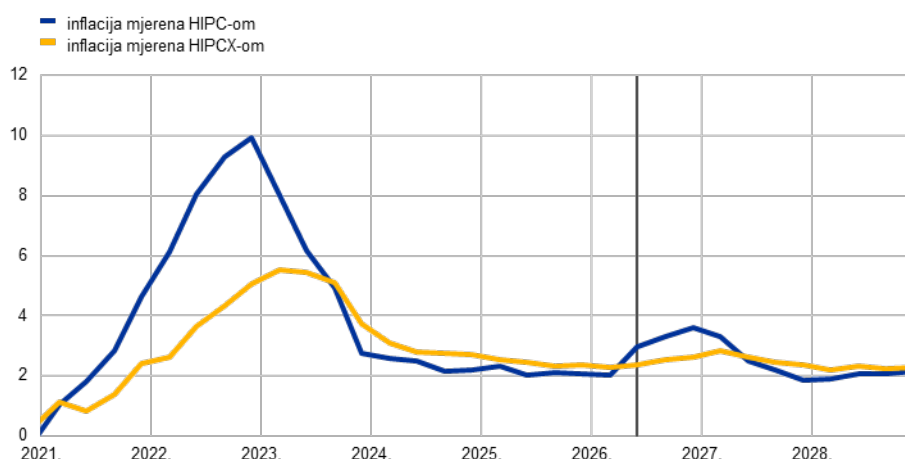
sljedeće tri godine u istom su se razdoblju povećala s 2,7 % na 2,9 %. Medijan očekivanja glede inflacije za sljedećih pet godina malo se povećao, za 0,1 postotni bod, i iznosio je 2,5 %. Uzme li se u obzir mjesečna kolebljivost, inflacijska očekivanja potrošača ostala su iznad razina zabilježenih prije sukoba na Bliskom istoku. Međutim, ta su očekivanja u posljednjim mjesecima bila uglavnom stabilna, što i nadalje upućuje na vraćanje inflacije na ciljnu razinu u srednjoročnom razdoblju.

U projekcijama iz rujna 2026. predviđa se da će ukupna inflacija porasti s 2,1 % u 2025. na 3,0 % u 2026. i da će se potom smanjiti na 2,5 % u 2027. i 2,1 % u 2028. (Grafikon 13.). Očekuje se da će se ukupna inflacija povećati na 3,6 % u četvrtom tromjesečju 2026. Predviđa se da će inflacija cijena energije dosegnuti najvišu razinu na kraju 2026. zbog povećavanja cijena energenata i zbog toga što će cijene rafiniranih goriva namijenjenih uporabi u prometu rasti više od cijena sirove nafte. Očekuje se da će se inflacija cijena energije potom naglo smanjiti 2027. zbog nižih cijena energenata i negativnih baznih učinaka te da će ponovno porasti 2028. zbog uvođenja sustava EU-a za trgovanje emisijama 2 (ETS2). Predviđa se da će inflacija cijena hrane kratkoročno porasti u uvjetima postupnog širenja neizravnih učinaka prošlih povećanja cijena energije i utjecaja nepovoljnih vremenskih uvjeta te da će se potom ponovno vratiti na razinu od 2 % kasnije u projekcijskom razdoblju. Očekuje se da će se inflacija mjerena HIPCX-om postupno povećavati u kratkoročnom razdoblju i iznositi prosječno 2,5 % u 2026. i 2,6 % u 2027. zbog postupnog jačanja neizravnih učinaka viših cijena energije i na domaćoj i na globalnoj razini kako se uvozne cijene i ulazni troškovi prerađivačke industrije budu povećavali. Očekuje se da će se inflacija potom smanjiti na 2,3 % u 2028. U odnosu na projekcije iz lipnja 2026. izgledi za ukupnu inflaciju mjerenu HIPC-om revidirani su naviše za 0,2 postotna boda za 2027. i 0,1 postotni bod za 2028. Inflacija mjerena HIPCX-om revidirana je naviše za 0,1 postotni bod za 2027. i 2028.

Grafikon 13.

Inflacija mjerena HIPC-om i HIPCX-om za europodručje

(godišnje promjene u postotcima)



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

Napomene: Siva vertikalna linija označuje posljednje tromjesečje prije početka projekcijskog razdoblja. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2026. za povijesne podatke i četvrto tromjesečje 2028. za projekcije. Projekcije iz rujna 2026. dovršene su 28. kolovoza 2026., a krajnji datum za tehničke pretpostavke bio je 19. kolovoza 2026. Povijesni i projicirani podatci za inflaciju mjerenu HIPC-om i HIPCX-om na tromjesečnoj su osnovi.

4. Kretanja na financijskim tržištima

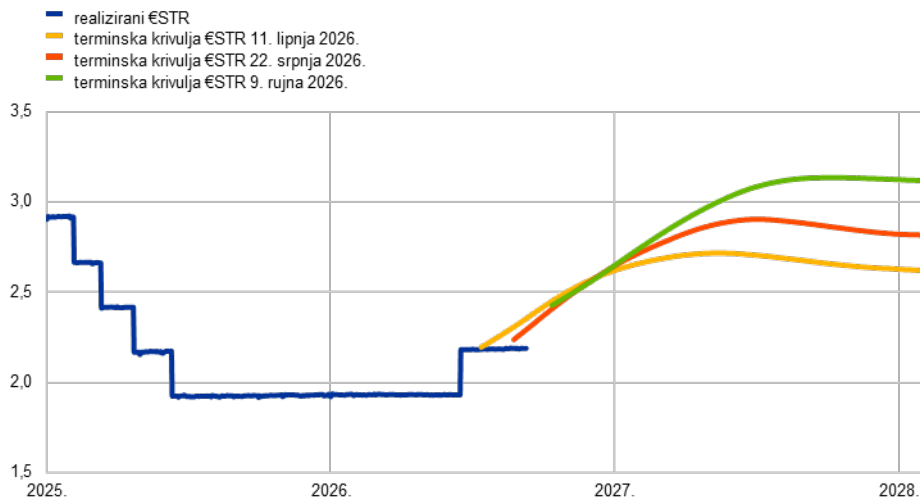
Tijekom promatranog razdoblja od 11. lipnja do 9. rujna 2026. kratkoročne tržišne kamatne stope u europodručju bile su ponajviše pod utjecajem kretanja u sukobu na Bliskom istoku i njihovih učinaka na cijene energije, što je potaknulo tržišne sudionike da prilagode svoje kratkoročne inflacijske izglede. U donekle kolebljivim uvjetima, kratkoročne nerizične kamatne stope bile su uglavnom nepromijenjene na kraju promatranog razdoblja. Dugoročne nerizične kamatne stope istodobno su porasle na povijesno visoku razinu, što je posljedica sinkroniziranog povećanja globalnih prinosa na obveznice. Prinosi na državne obveznice europodručja uglavnom su se kretali u skladu s nerizičnim kamatnim stopama. Vrednovanje vlasničkih vrijednosnih papira ojačalo je u promatranom razdoblju, a indeksi tržišta dionica u europodručju i SAD-u ostvarili su uglavnom sličan porast zbog snažnih zarada poduzeća. S obje strane Atlantika rast je bio koncentriran u financijskom sektoru, potpomognut povećanim nagibom krivulje prinosa, a dionice tehnoloških poduzeća ostale su kolebljive. Razlike prinosa na korporativne obveznice smanjile su se i u segmentu investicijskog rejtinga i u segmentu visokog prinosa. Na deviznim tržištima tečaj eura ojačao je i u odnosu na američki dolar (+1,0 %) i ponderiran obujmom trgovine (+0,4 %).

Kratkoročne nerizične kamatne stope u europodručju ostale su uglavnom nepromijenjene na kraju promatranog razdoblja unatoč određenoj kolebljivosti tijekom razdoblja uzrokovanoj kretanjima u sukobu na Bliskom istoku, a dugoročnije nerizične kamatne stope povećale su se na globalnoj razini (Grafikon 14.). Referentna eurska kratkoročna kamatna stopa (€STR) iznosila je 2,19 % na kraju promatranog razdoblja, što je posljedica odluka Upravnog vijeća o povećanju triju ključnih kamatnih stopa ESB-a za 25 baznih bodova na sastanku 11. lipnja 2025. i njihovu zadržavanju na istoj razini na sljedećem sastanku 23. srpnja. Višak likvidnosti smanjio se za oko 101 mlrd. EUR na 2.117 mlrd. EUR, što je uglavnom odražavalo daljnje smanjivanje portfelja vrijednosnih papira koji se drže za potrebe monetarne politike. Kratkoročne kamatne stope bile su izrazito kolebljive tijekom razdoblja jer su tržišni sudionici ponovo procjenjivali inflacijske izglede zbog kretanja u sukobu na Bliskom istoku i povezanih fluktuacija cijena energije. Međutim, kratkoročne kamatne stope uglavnom su ostale nepromijenjene na kraju promatranog razdoblja: terminska krivulja €STR na dan 9. rujna 2026. upućivala je na kumulativno povećanje kamatnih stopa monetarne politike od oko 40 baznih bodova do kraja godine, što je slično razini koja je uzeta u obzir na početku promatranog razdoblja. Promatrano nakon 2026., terminske stope €STR porasle su u odnosu na razinu u lipnju.

Grafikon 14.

Terminske stope €STR

(postotci na godišnjoj razini)



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

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

Dugoročne nerizične kamatne stope u promatranom su razdoblju porasle na najviše razine u posljednjih nekoliko desetljeća, što je posljedica sinkroniziranog povećanja globalnih prinosa na obveznice (Grafikon 15.).

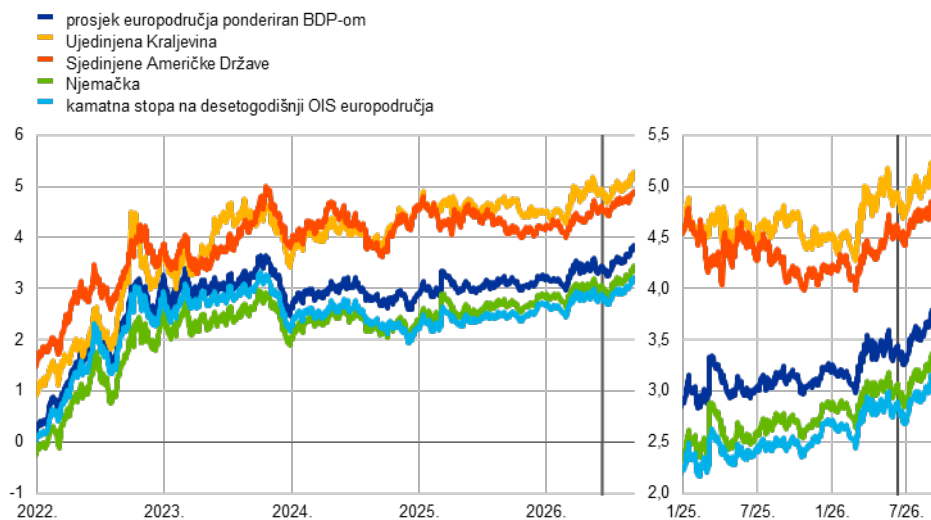
Kamatna stopa na desetogodišnji OIS europodručja povećala se za 37 baznih bodova i dosegla je razinu od 3,2 %. Prinos na desetogodišnje američke državne vrijednosne papire porastao je za oko 38 baznih bodova i dosegao 4,9 %, a desetogodišnji prinos na britanske državne obveznice povećao se za oko 37 baznih bodova i dosegao je razinu od 5,3 % uz znatne fluktuacije tijekom razdoblja. Prinosi kod dospjeća duljih od deset godina dosegli su najviše razine u posljednjih nekoliko desetljeća. Ovo globalno ponovno određivanje cijena odvijalo se u uvjetima snažnog izdavanja korporativnih dužničkih vrijednosnih papira radi financiranja ulaganja povezanih s umjetnom inteligencijom, posebice u Sjedinjenim Američkim Državama. Usto, znatno trenutačno i očekivano izdavanje državnih obveznica diljem svijeta stvara pritiske na rast prinosa. Povećanje dugoročnih prinosa tijekom promatranog razdoblja produjilo je uzlazni trend koji se od kraja 2024. uglavnom stabilizirao u svim jurisdikcijama, ponajviše pod utjecajem viših realnih terminskih premija.¹⁰

¹⁰ Dugoročni prinosi u europodručju pali su krajem 2024. na najnižu lokalnu razinu nakon ciklusa rasta u 2022. i 2023.

Grafikon 15.

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

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: LSEG i izračun ESB-a

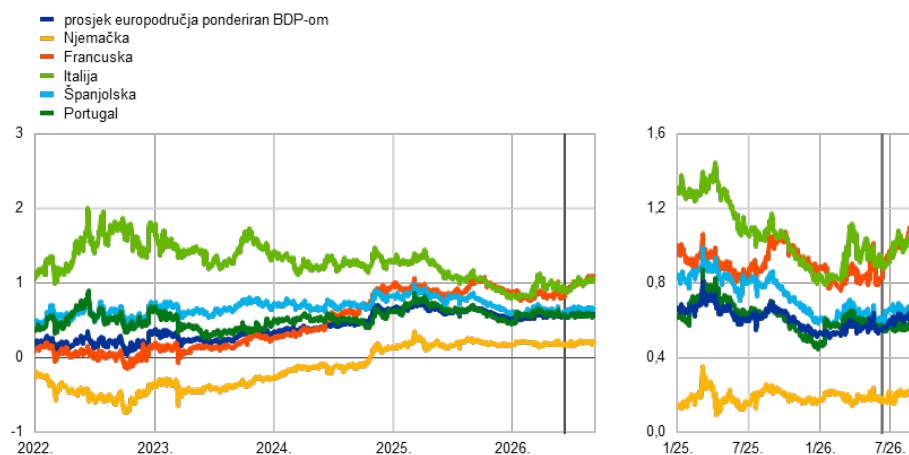
Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 11. lipnja 2026. Posljednji podatci odnose se na 9. rujna 2026.

Razlike prinosa na dugoročne državne obveznice europskog područja porasle su tijekom promatranog razdoblja, pri čemu su razlike u odnosu na nerizične kamatne stope ostale gotovo nepromijenjene unatoč određenim razlikama među državama (Grafikon 16.). Prinos na desetogodišnje državne obveznice europskog područja ponderiran BDP-om povećao se za 45 baznih bodova tijekom promatranog razdoblja i iznosio je 3,9 % na kraju tog razdoblja. Prinosi na desetogodišnje državne obveznice europskog područja uglavnom su pratili kretanja nerizičnih kamatnih stopa, iako su države s višim razinama duga zabilježile blago povećanje razlika prinosa.

Grafikon 16.

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

(postotni bodovi)



Izvori: LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 11. lipnja 2026. Posljednji podatci odnose se na 9. rujna 2026.

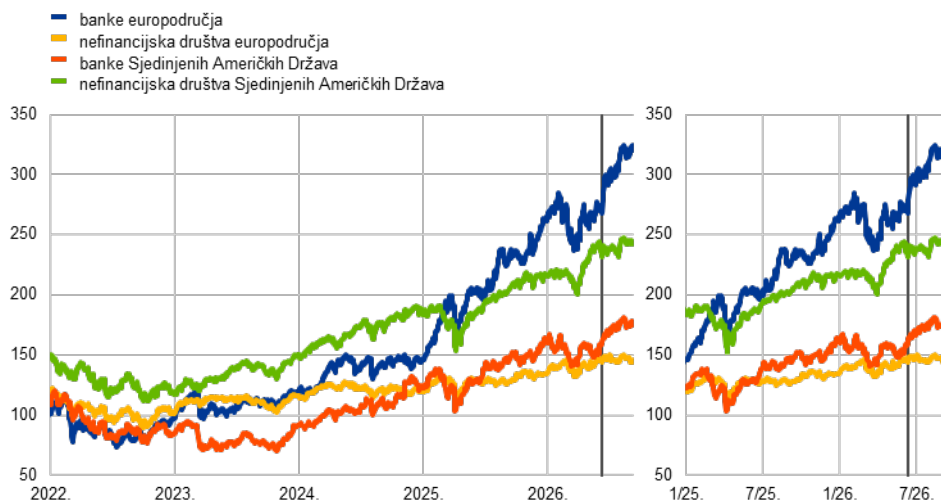
Dionice u europskom području ojačale su tijekom promatranog razdoblja zbog razdoblja dobrih zarada u uvjetima kolebljivosti tijekom razdoblja, koja je odražavala kretanja u sukobu na Bliskom istoku i zabrinutost glede izgradnje infrastrukture povezane s umjetnom inteligencijom (Grafikon 17.). Referentni indeks tržišta dionica u europskom području porastao je za 2,7 % u promatranom razdoblju,

ponajprije zahvaljujući višim vrednovanjima u financijskom sektoru. Podindeks za nefinancijska društva pao je za 1,9 %, a cijene dionica banaka porasle su za 19,2 %, poduprte većim nagibom krivulje prinosa i razdobljem snažnih zarada. Kretanja dionica u Sjedinjenim Američkim Državama bila su slična: širi indeks tržišta dionica povećao se za 2,8 %, pri čemu su nefinancijska društva zabilježila povećanje od 2,4 %, a kod dionica banaka došlo je do povećanja od 9,1 %. Unatoč snažnim zaradama, dionice tehnoloških poduzeća bile su osobito kolebljive i u europskom području i u SAD-u zbog svoje osjetljivosti na više dugoročne kamatne stope te opetovanih zabrinutosti glede povišenih vrednovanja. Kolebljivost je odražavala i neizvjesnost povezanu s pitanjem hoće li znatna ulaganja u umjetnu inteligenciju dovesti do dostatnog rasta zarada da se zadovolje visoka očekivanja ugrađena u postojeća vrednovanja.

Grafikon 17.

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 11. lipnja 2026. Posljednji podatci odnose se na 9. rujna 2026.

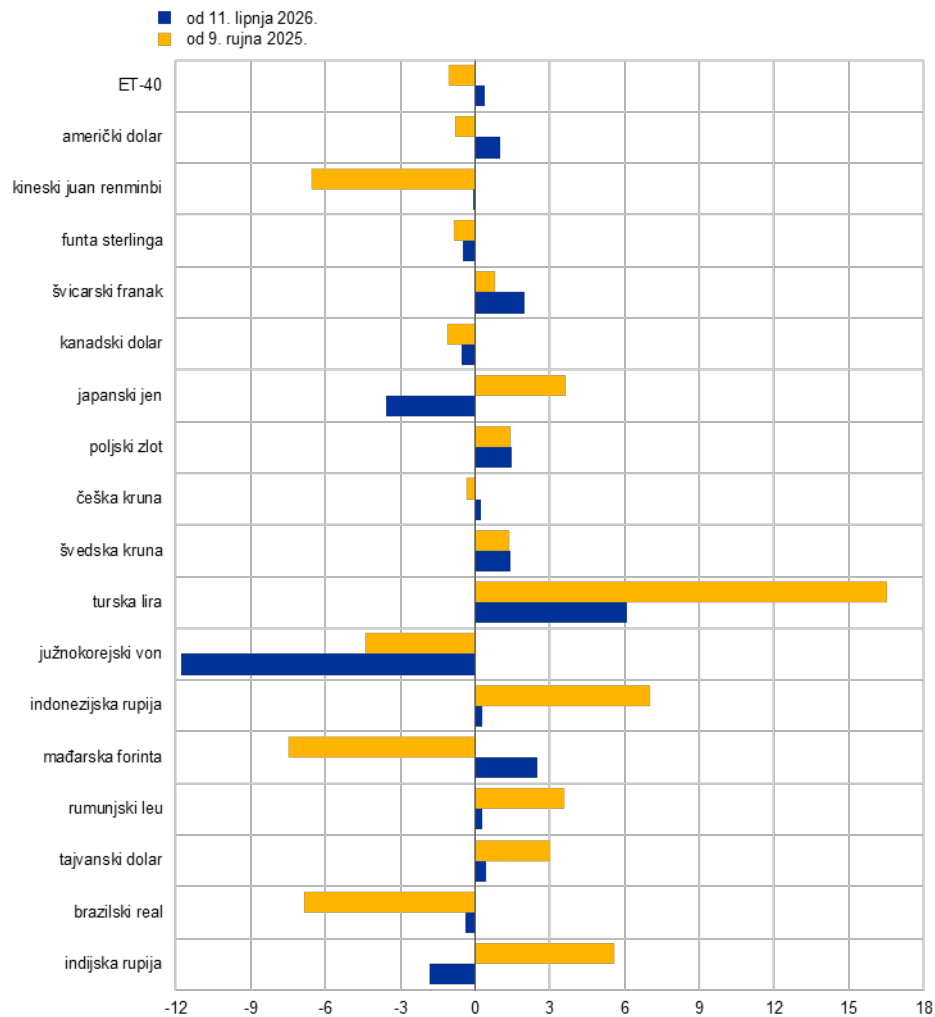
Razlike prinosa na korporativne obveznice europodručja smanjile su se i u segmentu investicijskog rejtinga i u segmentu visokog prinosa. To je smanjenje bilo najizraženije u segmentu visokog prinosa, u kojemu su se razlike prinosa smanjile za oko 9 baznih bodova. Razlike prinosa u segmentu investicijskog rejtinga smanjile su se za otprilike 3 bazna boda za nefinancijska i financijska društva.

Na deviznim tržištima tečaj eura ojačao je i u odnosu na američki dolar i ponderiran obujmom trgovine (Grafikon 18.). Jačanje u odnosu na američki dolar (+1,0 %) uglavnom je bilo potaknuto promjenama tržišnih očekivanja u vezi s monetarnom politikom Sustava federalnih rezerva. Istodobno je nominalni efektivni tečaj eura mjeren u odnosu na valute 40 najvažnijih trgovinskih partnera europodručja blago porastao, za 0,4 %, u uvjetima različitih kretanja bilateralnoga nominalnog tečaja. Euro je ojačao u odnosu na švicarski franak (+2,0 %), poljski zlot (+1,5 %) i mađarsku forintu (+2,5 %), a oslabio je u odnosu na funtu sterlinga (−0,5 %), južnokorejski von (−11,8 %) i japanski jen (−3,6 %). Tečaj japanskog jena i eura pokazivao je relativno visok stupanj kolebljivosti tijekom promatranog razdoblja. Krajem srpnja Sjedinjene Američke Države i Japan pokrenuli su koordiniranu intervenciju na deviznom tržištu, koja je u početku potaknula aprecijaciju jena. Međutim, većina tog povećanja poništena je do kraja kolovoza. Jen je od početka rujna naglo ojačao u odnosu na euro, uglavnom zbog promjena tržišnih očekivanja glede stajališta monetarne politike japanske središnje banke.

Grafikon 18.

Promjene tečaja eura u odnosu na odabrane valute

(promjene u postotcima)



Izvor: izračun ESB-a

Napomene: ET-40 odnosi se na 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 9. rujna 2026.

5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja

Uvjeti financiranja za poduzeća i kućanstva ostali su uglavnom stabilni nakon sastanka Upravnog vijeća 23. srpnja 2026. U srpnju su kamatne stope banaka na kredite poduzećima iznosile 3,8 %, neznatno više nego u svibnju, a kamatne stope na kredite kućanstvima ostale su na 3,5 %. Tijekom promatranog razdoblja od 11. lipnja do 9. rujna 2026. zabilježen je porast troška tržišnoga dužničkog financiranja za nefinancijska društva i troška izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira, što je odražavalo više dugoročnije nerizične kamatne stope i povećanu premiju za rizik vlasničkih vrijednosnih papira. Rast kredita poduzećima dodatno se povećao na 4,4 % u srpnju, a rast kredita kućanstvima bio je uglavnom nepromijenjen i iznosio je 3,1 %. Godišnja stopa rasta najširega monetarnog agregata (M3) povećala se na 3,4 %.

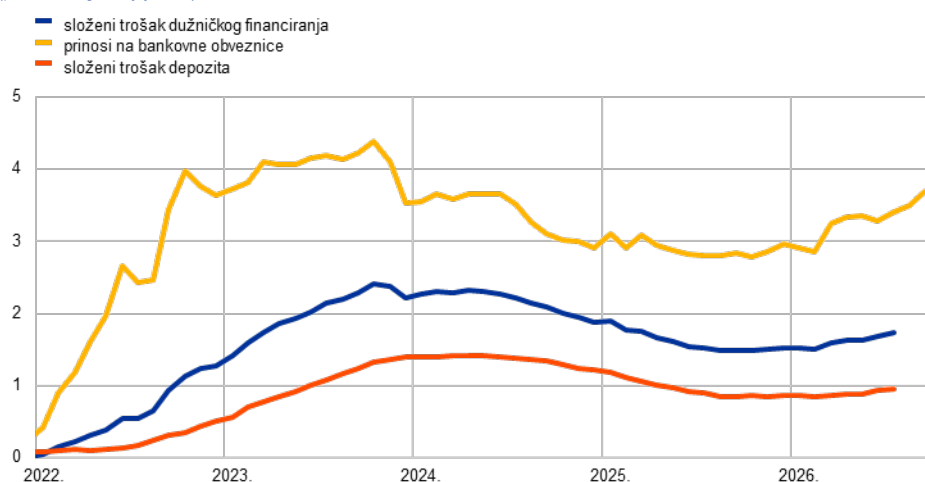
Troškovi financiranja banaka ostali su uglavnom nepromijenjeni u lipnju i srpnju, nakon što je od ožujka bio primjetljiv opći trend rasta (Grafikon 19.).

Složeni trošak dužničkog financiranja za banke europodručja iznosio je 1,7 % u srpnju. Prinosi na bankovne obveznice blago su se povećali u tom mjesecu zbog pritiska na rast na globalnim tržištima obveznica, ali su njihove razlike prinosa ostale niske. Međubankovne kamatne stope porasle su nakon što je u lipnju Upravno vijeće odlučilo povećati tri ključne kamatne stope ESB-a. Složena kamatna stopa na depozite, kojom se mjeri granični trošak financiranja depozita banaka, neznatno se povećala na 1,0 % u srpnju, što je bilo posljedica viših kamatnih stopa na oročene depozite zbog toga što su banke prenijele povećanje kamatnih stopa monetarne politike. Kamatne stope na prekonoćne depozite i štedne račune ostale su uglavnom nepromijenjene u istom razdoblju.

Grafikon 19.

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

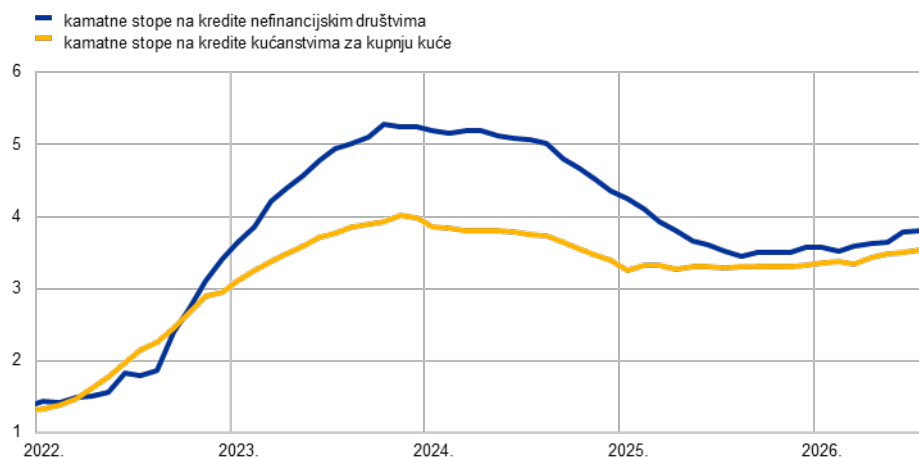
Napomene: Složeni trošak dužničkog financiranja prosjek je novih troškova banaka za prekonoćne depozite, depozita s otkaznim rokom, oročenih depozita, obveznica i međubankovnog zaduživanja, ponderiranih odgovarajućim nepodmirenim iznosima. Složeni trošak depozita izračunava se kao prosjek kamatnih stopa na nove prekonoćne depozite, depozite s ugovorenim rokom dospijeca i depozite s otkaznim rokom, ponderiranih odgovarajućim nepodmirenim iznosima. Posljednji podatci odnose se na srpanj 2026. za složeni trošak dužničkog financiranja banaka i složeni trošak depozita te na 9. rujna 2026. za prinose na bankovne obveznice.

Do kraja srpnja kamatne stope banaka na kredite za poduzeća povećale su se, a kamatne stope za kućanstva ostale su stabilne (Grafikon 20.). Trošak zaduživanja kod banaka za nefinancijska društva porastao je s 3,6 % u svibnju na 3,8 % u lipnju i srpnju. Porast kamatnih stopa bio je koncentriran u kreditima s duljim razdobljima fiksiranja kamatnih stopa (više od pet godina). Razlika između kamatnih stopa na male i velike kredite poduzećima blago se smanjila jer su kamatne stope na kredite porasle relativno manje za mala i srednja poduzeća nego za velika poduzeća. Trošak zaduživanja za kućanstva za kupnju kuće ostao je uglavnom nepromijenjen i iznosio je 3,5 % u lipnju i srpnju.

Grafikon 20.

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-mjesečnog pomičnog prosjeka iznosa novih poslova. Posljednji podatci odnose se na srpanj 2026.

Trošak tržišnoga dužničkog financiranja koji su izdala poduzeća i trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima povećali su se tijekom promatranog razdoblja od 11. lipnja do 9. rujna 2026. Ukupan trošak financiranja za nefinancijska društva, odnosno složeni trošak zaduživanja kod banaka, trošak tržišnoga duga i trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira porastao je drugi mjesec zaredom i dosegao 6,5 % u srpnju (Grafikon 21.).¹¹ Glavni pokretači tog rasta bili su trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira i trošak tržišnoga dužničkog financiranja, dok su troškovi zaduživanja kod banaka porasli samo neznatno. Dnevni podatci koji obuhvaćaju cijelo promatrano razdoblje pokazuju da je do povećanja troška tržišnoga dužničkog financiranja došlo zbog viših nerizičnih kamatnih stopa, koje su samo djelomično neutralizirane blagim smanjenjem razlika prinosa na korporativne obveznice, posebice u segmentu visokog prinosa (vidi odjeljak 4. „Kretanja na financijskim tržištima“.) Trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima također je porastao tijekom promatranog razdoblja, ponajprije

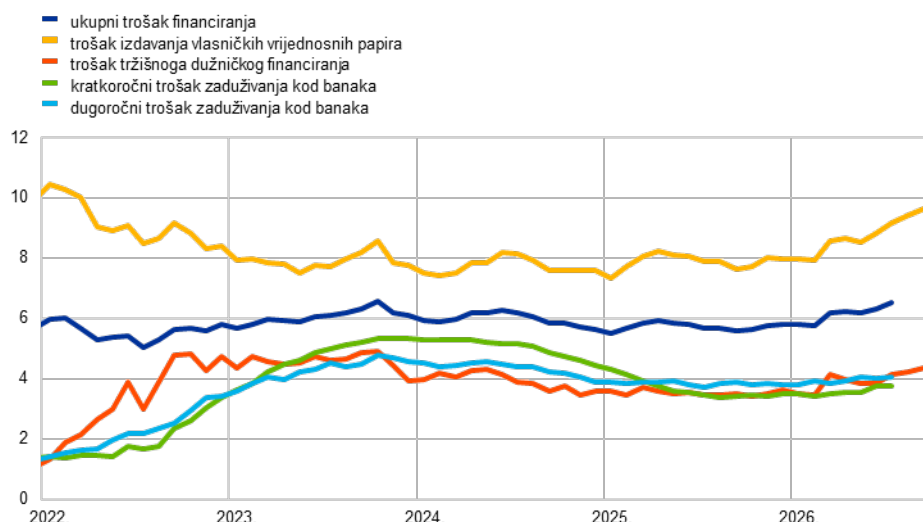
¹¹ S obzirom na dostupnost podataka o trošku zaduživanja kod banaka s odmakom, podatci o ukupnom trošku financiranja za nefinancijska društva dostupni su samo za razdoblje do srpnja 2026.

zbog veće premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira, dok je porast nerizičnih kamatnih stopa imao manju ulogu.

Grafikon 21.

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

(postotci na godišnjoj razini)



Izvori: ESB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg Finance L.P., LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Ukupni trošak financiranja za nefinancijska društva zasniva se na mjesečnim podacima i izračunava se kao prosjek kratkoročnih i dugoročnih 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 9. rujna 2026. za trošak tržišnog dužničkog financiranja i za trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (dnevni podatci) i srpanj 2026. za ukupni trošak financiranja i kratkoročni i dugoročni trošak zaduživanja kod banaka (mjesečni podatci).

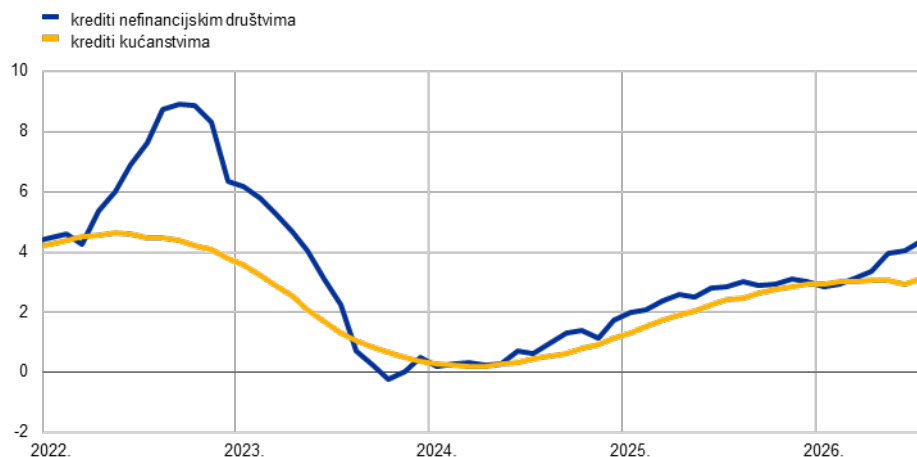
Rast kredita poduzećima dodatno se povećao u srpnju, a rast kredita kućanstvima ostao je uglavnom nepromijenjen u odnosu na prethodne mjesece (Grafikon 22.).

Godišnja stopa rasta bankovnih kredita nefinancijskim društvima, koja obično reagira na promjene u monetarnoj politici s većim vremenskim odmakom, dodatno se povećala, na 4,4 % u srpnju, s 4,0 % u svibnju i lipnju, pa je bila blizu povijesnog prosjeka od 4,3 % od početka 1999. Godišnja stopa rasta vanjskoga dužničkog financiranja poduzeća porasla je s 4,0 % u svibnju i lipnju na 4,4 % u srpnju zbog snažnijeg rasta zaduživanja poduzeća kod banaka, dok je neto izdavanje korporativnih obveznica i nadalje bilo skromno. Kratkoročni krediti općenito su snažno rasli u prvoj polovini godine i u srpnju, što je vjerojatno posljedica povećanih potreba za obrtnim kapitalom u uvjetima energetske šoka. Godišnja stopa rasta kredita kućanstvima ostala je uglavnom nepromijenjena i iznosila je 3,1 % u srpnju, što je ispod povijesnog prosjeka od 4,1 % od početka 1999. Porast potrošačkih i hipotekarnih kredita ostao je na razini od oko 5 % odnosno 3 %. Rast ostalih oblika kreditiranja kućanstava, uključujući kredite trgovcima pojedincima, i nadalje je bio slab u skladu s povijesnim obrascima. Prema posljednjoj ESB-ovoj [anketi o očekivanjima potrošača](#) za srpanj 2026. sukob na Bliskom istoku nastavio je nepovoljno utjecati na očekivanja kućanstava u vezi s dostupnosti kredita, iako su se te zabrinutosti donekle smanjile.

Grafikon 22.

Kreditni monetarnih financijskih institucija u europodručju

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: ESB i izračun ESB-a

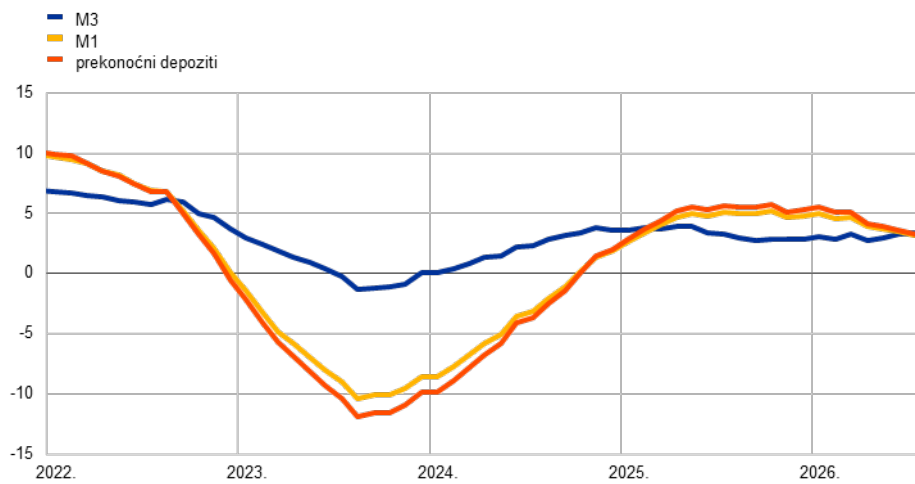
Napomene: Krediti monetarnih financijskih institucija prilagođeni su za prodaje kredita i sekuritizaciju, a u slučaju nefinancijskih društava krediti su prilagođeni i za obračunsko objedinjavanje sredstava. Posljednji podatci odnose se na srpanj 2026.

Godišnja stopa rasta najširega monetarnog agregata (M3) blago je porasla u lipnju i srpnju, ali općenito je ostala umjerena (Grafikon 23.). Godišnji rast M3 porastao je na 3,4 % u srpnju, nakon što se kretao oko 3 % od sredine 2025. Ostao je znatno ispod svojega povijesnog prosjeka od 5,2 % od početka 1999. Ipak, mjesečni tokovi bili su više kolebljivi u mjesecima prije srpnja pod utjecajem velikih oscilacija neto inozemnih tokova. Godišnja stopa rasta najužega monetarnog agregata (M1), koji uključuje gotovinu u optjecaju i prenoćne depozite, smanjena je s 3,7 % u svibnju i 3,5 % u lipnju na 3,1 % u srpnju. Smanjenje je posljedica velikih odljeva depozita od nebankarskih financijskih posrednika u srpnju, čime je neutraliziran dio priljeva iz prethodnih mjeseci. S gledišta protustavke, domaći krediti imaju veću ulogu u kreiranju novčane mase od početka sukoba na Bliskom istoku. Nasuprot tome, smanjenje bilance Eurosustava nastavilo je nepovoljno utjecati na rast M3.

Grafikon 23.

M3, M1 i prekonoćni depoziti

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



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na srpanj 2026.

6. Fiskalna kretanja

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje iz rujna 2026. očekuje se da će se karakter fiskalne politike europodručja ublažiti u 2026., prije ponovnog pooštavanja u 2027. i 2028.¹² Popuštanje u 2026. uglavnom je na strani rashoda, a pooštavanje koje će uslijediti posljedica je ukidanja privremenih mjera energetske potpore, isteka većine financiranja sredstvima iz programa Next Generation EU (NGEU) i nediskrecijskih činitelja. Predviđa se da će se proračunski manjak opće države, koji je u 2025. iznosio 3,0 % BDP-a, znatno povećati, na 3,6 % BDP-a u 2026., dosegnuti najvišu razinu od 3,7 % u 2027. i pasti na 3,6 % u 2028. Očekuje se da će omjer duga i BDP-a europodručja porasti i iznositi malo manje od 90 % BDP-a u 2028. jer će kontinuirani primarni manjkovi i usklađivanja manjka i duga nadmašiti povoljne učinke razlika između kamatnih stopa i stopa rasta.

Predviđa se da će se karakter fiskalne politike europodručja, koji je postao neutralan u 2025., ublažiti za 0,5 postotnih bodova BDP-a u 2026. te potom kumulativno podjednako pooštriti tijekom 2027. i 2028.¹³ Popuštanje u 2026. uglavnom je na strani rashoda. Povećanje državnih ulaganja odražava veću potrošnju za obranu i infrastrukturu, posebice u Njemačkoj, ali i u nekoliko drugih manjih država, te izdatke za financiranje u sklopu programa NGEU. Očekuje se također rast fiskalnih transfera, potaknut snažnim rastom rashoda za mirovine i drugih socijalnih plaćanja, kao i kapitalnim transferima poduzećima koji se financiraju iz instrumenta NGEU. Privremenim mjerama energetske potpore koje su vlade uvele nakon početka sukoba na Bliskom istoku osigurava se dodatni poticaj od oko 0,1 % BDP-a u 2026., uglavnom zbog nižih neizravnih poreza i većih subvencija. Predviđa se pooštavanje fiskalne politike u 2027. za oko 0,4 postotna boda BDP-a, djelomično zbog ukidanja tih mjera energetske potpore i isteka većine financiranja sredstvima iz programa NGEU. Njime su obuhvaćene sve države, ali u Njemačkoj je djelomično neutralizirano kontinuiranim fiskalnim poticajima. Ostatak pooštavanja u 2027. i 2028. može se objasniti nediskrecijskim činiteljima, posebno fiskalnim iscrpljivanjem i odvajanjem poreznih osnovica od BDP-a.¹⁴ U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2026. revidirani povijesni podatci za Njemačku i Francusku upućuju na malo blaži karakter fiskalne politike u 2025., dok su izgledi za sljedeće razdoblje uglavnom nepromijenjeni.

Očekuje se da će se saldo proračuna opće države u europodručju pogoršati te da će manjak porasti znatno iznad praga od 3 % u 2027. (Grafikon 24.). Kada je

¹² Vidi „[Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, rujna 2026.](#)“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 10. rujna 2026.

¹³ Djelovanje fiskalne politike odražava smjer i veličinu poticaja fiskalnih politika gospodarstvu koji premašuje automatsku reakciju javnih financija na poslovni ciklus. Mjeri se promjenom omjera ciklički prilagođenoga primarnog salda bez utjecaja državne pomoći financijskom sektoru. Budući da veći proračunski prihodi povezani s bespovratnim sredstvima u sklopu programa NGEU iz proračuna EU-a nemaju učinak na smanjenje potražnje, ciklički prilagođen primarni saldo u ovom je kontekstu prilagođen kako bi se isključili ti prihodi. Više informacija o fiskalnoj politici u europodručju vidi u članku pod naslovom „[The euro area fiscal stance](#)“, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2016.

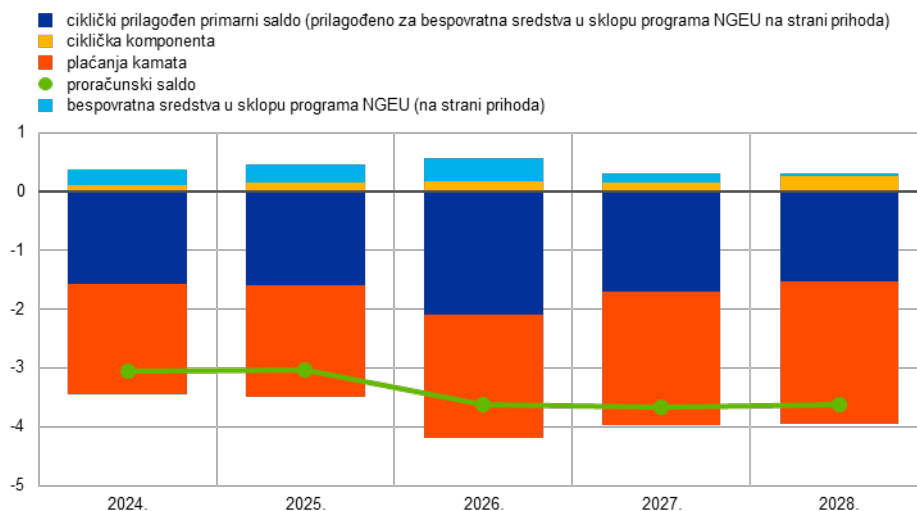
¹⁴ Fiskalno iscrpljivanje odnosi se na povećanje poreznih prihoda do kojeg dolazi kada raste nominalna porezna osnovica, ali parametri progresivnoga poreznog sustava nisu prilagođeni u skladu s tim.

riječ o proteklom razdoblju, proračunski manjak u europodručju neznatno se smanjio, s 3,1 % BDP-a u 2024. na 3,0 % u 2025. Podatak za 2025. revidiran je naviše za 0,1 postotni bod u odnosu na projekcije iz lipnja 2026., uglavnom zbog revidiranih podataka za Njemačku. U sljedećem razdoblju predviđa se znatno povećanje proračunskog manjka, na 3,6 % BDP-a u 2026., najviša razina od 3,7 % u 2027. i neznatno smanjenje na 3,6 % u 2028. Očekuje se da će se proračunski saldo uglavnom pogoršati u 2026. zbog popuštanja fiskalne politike. Osim toga, predviđa se da će se plaćanja kamata povećati za 0,2 postotna boda BDP-a u 2026. i za dodatna 0,3 postotna boda kumulativno u 2027. i 2028. Očekuje se da će povoljna ciklička komponenta i predviđeno fiskalno pooštavanje u istom razdoblju uglavnom neutralizirati nastavak rasta plaćanja kamata, što bi trebalo dovesti do blagog poboljšanja fiskalne pozicije u 2028. U odnosu na projekcije iz lipnja 2026. proračunski saldo ostaje uglavnom nepromijenjen tijekom projekcijskog razdoblja jer će bazni učinak većeg manjka u 2025. i blago popuštanje fiskalne politike u 2026. neutralizirati povoljnija ciklička kretanja.

Grafikon 24.

Proračunski saldo i njegove komponente

(postotci BDP-a)



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

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

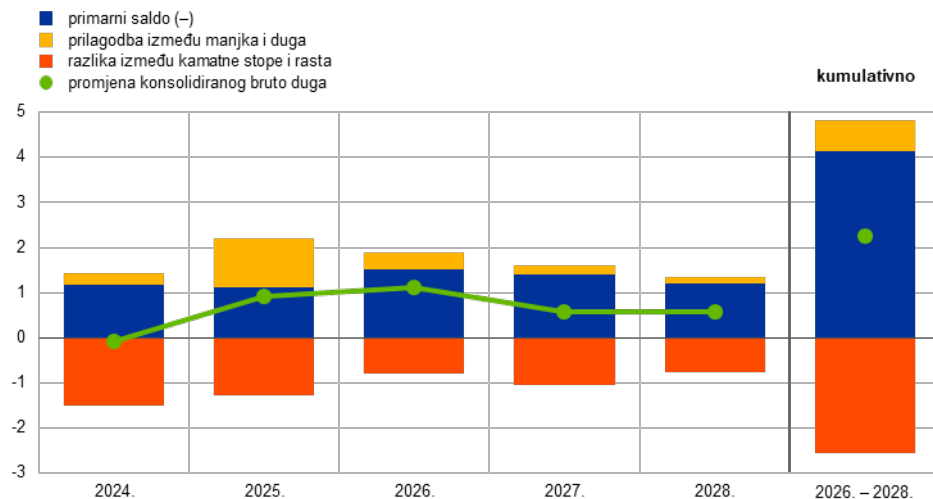
Očekuje se da će omjer duga i BDP-a europodručja pratiti uzlazni trend tijekom projekcijskog razdoblja i iznositi malo manje od 90 % BDP-a u 2028. To znači

da je došlo do preokreta u znatnom smanjenju zabilježenom u razdoblju od 2021. do 2024. Omjer duga i BDP-a trebao bi do kraja projekcijskog razdoblja porasti s 87,1 % u 2025. na 89,4 %. To povećanje odražava kontinuirane primarne manjkove i male, ali dosljedno pozitivne usklađenosti manjka i duga, koje samo djelomično neutraliziraju povoljne razlike između kamatnih stopa i stopa rasta (Grafikon 25.). U odnosu na projekcije iz lipnja 2026. omjer duga opće države i BDP-a u cijelom projekcijskom razdoblju revidiran je naniže. To se može pripisati manjem omjeru duga i BDP-a izračunatom za 2025. i povoljnijim razlikama između kamatnih stopa i stopa rasta zbog većeg rasta nominalnog BDP-a.

Grafikon 25.

Pokretači promjene omjera državnog duga i BDP-a u europodručju

(postotci BDP-a, ako nije navedeno drugačije)



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

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

Nedavna kretanja u području fiskalnog upravljanja bila su usmjerena na postupke u slučaju prekomjernog manjka i proširenje područja primjene nacionalne klauzule o odstupanju na rashode povezane s energijom. Vijeće Europske unije pokrenulo je 10. srpnja postupak u slučaju prekomjernog manjka za Bugarsku, dok su postupci u slučaju prekomjernog manjka za ostalih šest država europodručja stavljeni u mirovanje.¹⁵ Vijeće EU-a dosad je odobrilo aktivaciju nacionalne klauzule o odstupanju za rashode za obranu za 14 država europodručja.¹⁶ Europska komisija objavila je 18. kolovoza Obavijest s dodatnim pojedinostima o svojem prethodnom prijedlogu za proširenje područja primjene nacionalne klauzule o odstupanju na mjere povezane s energijom, najavljenom u sklopu proljetnog paketa europskog semestra 2026.¹⁷ U Obavijesti se objašnjava da prošireno područje primjene obuhvaća mjere kojima se jača strukturna sigurnost i otpornost europskoga energetskeg sustava te ubrzava napuštanje fosilnih goriva. Dosad su samo Grčka i Italija zatražile proširenje područja primjene nacionalne klauzule o odstupanju, premda je Komisija navela da će razmotriti i zahtjeve podnesene u kasnijoj fazi.

¹⁵ Države europodručja na koje se trenutačno primjenjuje postupak u slučaju prekomjernog manjka jesu Belgija, Bugarska, Francuska, Italija, Austrija, Slovačka i Finska.

¹⁶ Nacionalna klauzula o odstupanju aktivirana je za Belgiju, Bugarsku, Njemačku, Estoniju, Grčku, Španjolsku, Hrvatsku, Letoniju, Litvu, Austriju, Portugal, Sloveniju, Slovačku i Finsku. Italija je 11. rujna zatražila aktivaciju nacionalne klauzule o odstupanju za rashode za obranu te za mjere povezane s energijom. Dodatne informacije o [nacionalnoj klauzuli o odstupanju za rashode za obranu](#) dostupne su na mrežnim stranicama Vijeća EU-a.

¹⁷ Za više pojedinosti vidi Obavijest Komisije „Smjernice za države članice o proširenju područja primjene nacionalne klauzule o odstupanju za energetske sigurnost”.

Okviri

1. Koje su države najosjetljivije na industrijski rast Kine? Mapiranje neujednačene izloženosti Europe

Ginevra Aguiari, Francesco Chiacchio, Matteo Falagiarda, Vanessa Gunnella i Emiel Cornelius Marchand

Brza industrijska transformacija Kine dovodi do neujednačene distribucije izazova i mogućnosti za gospodarstva EU-a.

Takozvani kineski šok 2.0 kombinacija je niza kretanja u Kini, uključujući brzu ekspanziju visokotehnološke prerađivačke industrije, snažnije usmjeravanje politike na industrijsku samodostatnost i sveprisutno povećanje cjenovne konkurentnosti. Iako su ta kretanja pojačala konkurentne pritiske u nekim sektorima, europska gospodarstva mogla bi od njih imati i koristi zbog nižih troškova uvoza, investicijskih poveznica i tehnoloških prelijevanja.¹ Ravnoteža rizika i mogućnosti razlikuje se među državama EU-a, što odražava razlike u sektorskoj specijalizaciji, integraciji u lance vrijednosti prerađivačke industrije i izloženosti sektorima u kojima kineska poduzeća ostvaruju ubrzani razvoj. Razumijevanje te heterogenosti važno je iz šire perspektive EU-a jer asimetrična izloženost globalnim šokovima može imati implikacije za konkurentnost, ulaganja i rast kao i za makroekonomsku konvergenciju i funkcioniranje monetarne unije.

Sličnost između strukture robnog izvoza Kine i nekoliko država EU-a znatno se povećala posljednjih godina.

Indeks kojim se mjeri preklapanje sektorskog sastava kineskoga robnog izvoza sa sastavom svake države EU-a upućuje na sve veću sličnost izvoza u nizu država EU-a.² To povećanje najizrazitije je u državama s intenzivnom prerađivačkom industrijom, poput Njemačke, a ograničenije je u državama sa specijaliziranijom strukturom izvoza, uključujući neke manje države EU-a (Grafikon A, panel a)). Sektorski podatci pokazuju da je povećanje ponajprije bilo potaknuto strojevima i prijevoznim sredstvima (Grafikon A, panel b)), što je odraz brzog rasta kineske automobilske industrije i šireg pomaka naviše na lancu vrijednosti prema naprednijim i tehnološki intenzivnijim proizvodima. To upućuje na jačanje konkurencije u sektorima koji su bili ključni pokretači rasta u nekim europskim gospodarstvima tijekom proteklih desetljeća, uključujući automobilsku proizvodnju i industrijske strojeve.

¹ Vidi, na primjer, Amicucci *et al.* (2026.), Anaya Longaric *et al.* (2026.) i Lane (2026.).

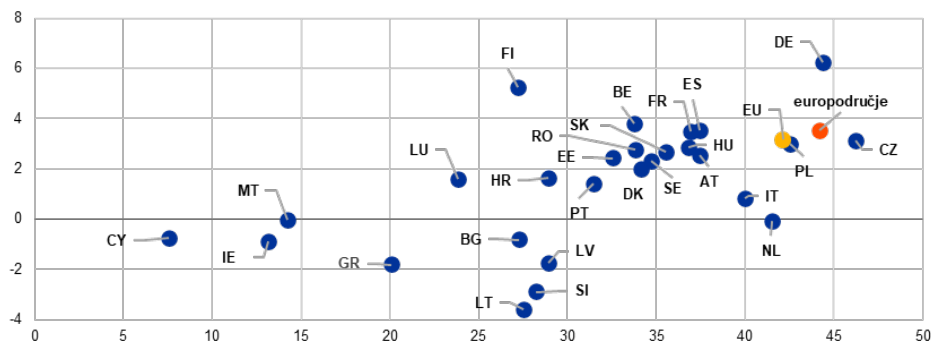
² Indeks sličnosti izvoza zasniva se na mjeri koju su predložili Finger i Kreinin (1979.). Njegovu nedavnu primjenu na trgovinske obrasce Kine vidi u Soyres *et al.* (2025.).

Grafikon A

Sličnost između robnog izvoza EU-a i Kine

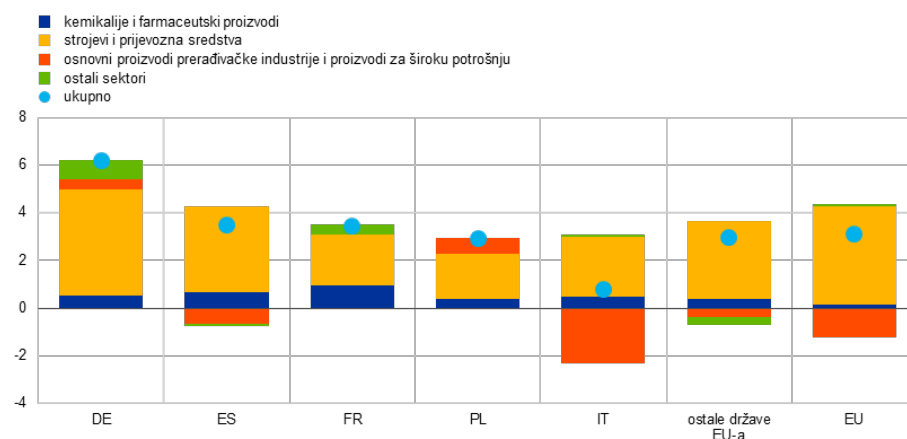
a) sličnost izvoza s Kinom u 2025. i promjena od 2019.

(os x: sličnost, postotci, os y: promjena, postotni bodovi)



b) sektorski doprinosi promjenama sličnosti izvoza s Kinom između 2019. i 2025.

(postotni bodovi i doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Trade Data Monitor i izračun ESB-a

Napomene: Indeksom sličnosti izvoza mjeri se preklapanje struktura robnog izvoza Kine i država EU-a po sektorima. Više vrijednosti upućuju na sličnije izvozne košarice. Agregati EU-a, europodručja i „ostalih država EU-a“ isključuju trgovinske tokove među državama unutar svakog agregata. Panel b): Pozitivni doprinosi upućuju na sektore u kojima su izvozne strukture postajale sličnije tijekom vremena, a negativni doprinosi upućuju na povećavanje razlike. Sektorske klasifikacije zasnivaju se na kategorijama Standardne međunarodne trgovinske klasifikacije (SITC), pri čemu su odabrane kategorije agregirane za potrebe prikaza.

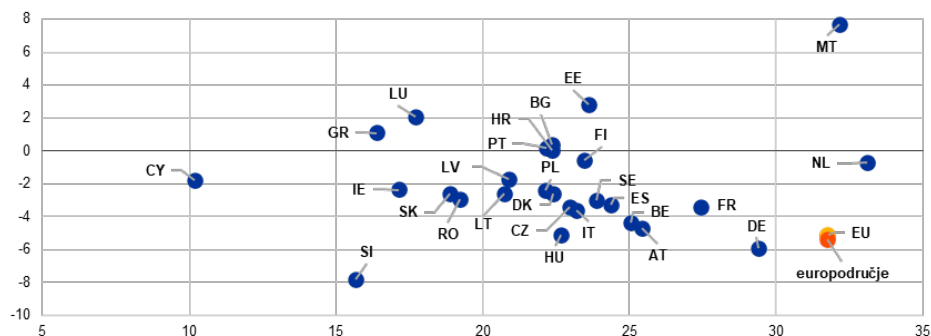
Uz sve veću izvoznu konkurenciju, čini se da je Kina postala manje ovisna o uvozu europskih industrijskih proizvoda. Sličnost između strukture robnog izvoza država EU-a i kineskoga robnog uvoza proizvoda smanjuje se u cijelom EU-u od 2019. (Grafikon B, panel a)). Taj pad najizrazitiji je u gospodarstvima koja su integrirana u europske lance vrijednosti prerađivačke i automobilske industrije, uključujući Njemačku i nekoliko gospodarstava Srednje Europe. To uglavnom odražava kretanja u sektorima strojeva i prijevoznih sredstava (Grafikon B, panel b)), za koje su ta gospodarstva visokospecijalizirana. To je u skladu s većom konkurencijom kineskih proizvođača, zamjenom drugim inozemnim dobavljačima, promjenama u sastavu kineske potražnje i slabom domaćom potražnjom u Kini u posljednje vrijeme. Ta su kretanja bila praćena znatnim smanjenjem izvoza EU-a u Kinu od 2019. (Grafikon C). Smanjenje je obuhvatilo sve države EU-a, a bilo je osobito izraženo u Njemačkoj, što je posljedica specijalizacije te države za prerađivačku industriju i kapitalna dobra.

Grafikon B

Sličnost između robnog izvoza EU-a i kineskoga robnog uvoza

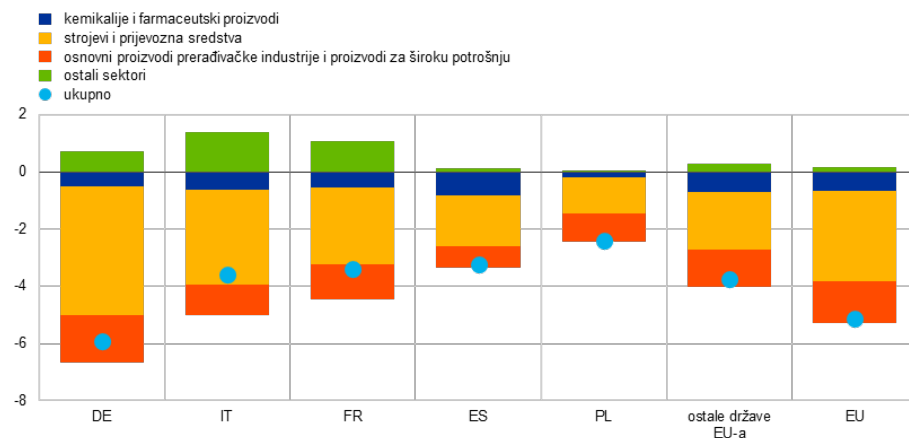
a) partnerska sličnost s Kinom u 2025. i promjena od 2019.

(os x: sličnost, postotci, os y: promjena, postotni bodovi)



b) sektorski doprinosi promjenama partnerske sličnosti s Kinom između 2019. i 2025.

(postotni bodovi i doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Trade Data Monitor i izračun ESB-a

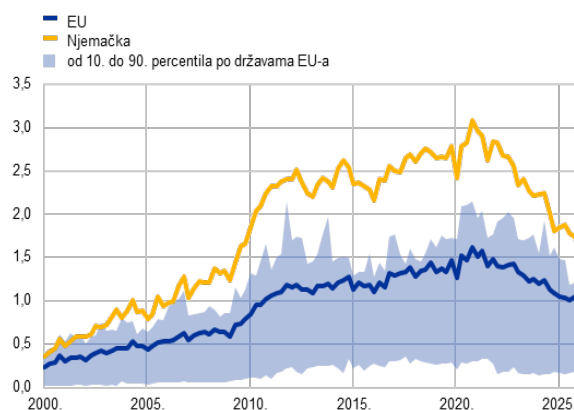
Napomene: Indeksom partnerske sličnosti (de Soyres *et al.*, 2025.) mjeri se preklapanje struktura robnog izvoza država EU-a i sektorskog sastava kineskoga robnog uvoza. Više vrijednosti upućuju na veću podudarnost između izvoza EU-a i kineskog uvoza. Agregati EU-a, europodručja i „ostalih država EU-a“ isključuju trgovinske tokove među državama unutar svakog agregata. Panel b): Pozitivni doprinosi upućuju na sektore u kojima su izvozne strukture EU-a tijekom vremena postajale sličnije sektorskom sastavu kineskog uvoza, a negativni doprinosi upućuju na povećavanje razlike. Sektorske klasifikacije zasnivaju se na kategorijama SITC-a, pri čemu su odabrane kategorije agregirane za potrebe prikaza.

Grafikon C

Robni izvoz EU-a u Kinu

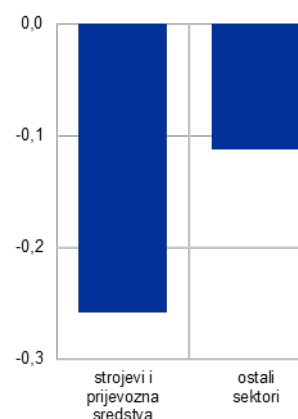
a) izvoz EU-a u Kinu

(postotci BDP-a)



b) promjena izvoza EU-a u Kinu između 2019. i 2025.

(postotni bodovi BDP-a)



Izvori: Trade Data Monitor i izračun ESB-a

Napomena: Grafikon prikazuje dvanaestomjesečni kumulativni izvoz u Kinu kao postotak nominalnog BDP-a.

Rastuća konkurencija iz Kine i smanjena ovisnost Kine o europskom uvozu nepovoljno utječu na europska izvozna ostvarenja.

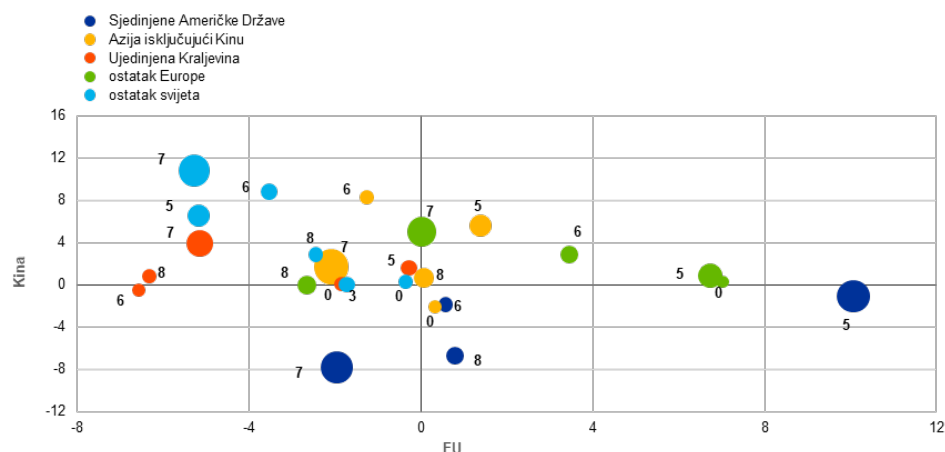
Iako globalna trgovina nastavlja rasti posljednjih godina, udio EU-a u globalnom robnom izvozu smanjuje se, posebice u sektorima i destinacijama u kojima je Kina ojačala svoju globalnu prisutnost, a to su strojevi i prijevozna sredstva (Grafikon D). Kada je riječ o Aziji, duboka integracija Kine u regionalne opskrbe lance i njezina rastuća snaga u područjima intermedijarnih proizvoda i kapitalnih dobara vjerojatno pojačavaju konkurentski pritisak. Na tržištima trećih zemalja koja su osjetljivija na cijene kineska poduzeća također možda ostvaruju korist od troškovne prednosti i šireg asortimana proizvoda.³ Nasuprot tome, države EU-a povećale su svoje udjele na izvoznom tržištu u Sjedinjenim Američkim Državama, a udio Kine smanjio se, što možda odražava zaokret trgovine povezan s nedavnim trgovinskim napetostima između SAD-a i Kine. Povećanje je koncentrirano u sektorima s višom dodanom vrijednošću, što ističe područja u kojima su europska poduzeća i nadalje međunarodno konkurentna.

³ Rastuća konkurencija kineskih izvoznika može utjecati na europska poduzeća zbog manjih udjela na izvoznom tržištu, ali i smanjene moći određivanja cijena i nižih profitnih marža u konkurentskim sektorima (Al-Haschimi *et al.*, 2024.).

Grafikon D

Promjene tržišnih udjela robnog izvoza iz EU-a i Kine za odabrane proizvode i destinacije između 2019. i 2025.

(promjene udjela na izvoznom tržištu, postotni bodovi)



Izvori: Trade Data Monitor i izračun ESB-a

Napomene: Baloni se odnose na sljedeće sektore SITC-a: 0 (Hrana); 3 (Energija); 5 (Kemikalije i farmaceutski proizvodi); 6 (Osnovni proizvodi prerađivačke industrije); 7 (Strojevi i prijevozna sredstva); 8 (Proizvodi za široku potrošnju). Boja upućuje na izvoznu destinaciju, a veličina balona upućuje na udio izvoza izvan EU-a u 2025. Prikazani su samo sektori na koje se odnosi više od 1 % izvoza izvan EU-a.

Globalna trgovina iznova se definira zbog industrijskog rasta Kine, što dovodi do neujednačene izloženosti europskih gospodarstava.

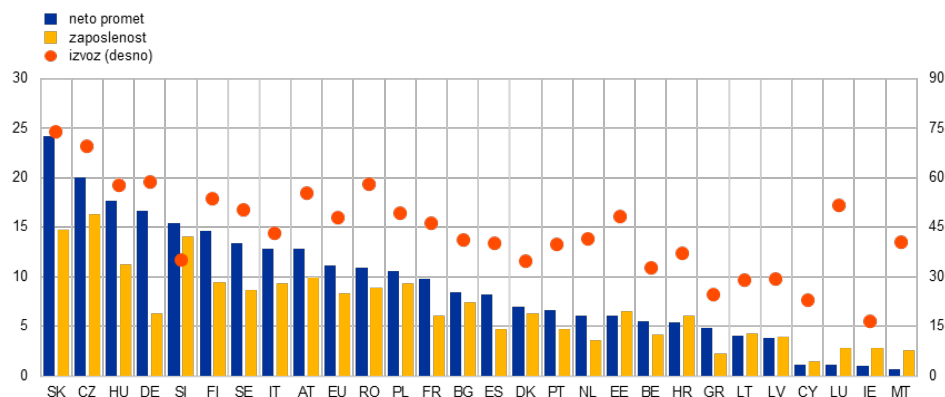
Iako ukupnu sliku uglavnom određuju gospodarstva s intenzivnom prerađivačkom industrijom, učinci se znatno razlikuju među državama i sektorima. Čini se da su gospodarstva specijalizirana za strojeve, prijevozna sredstva i ostala kapitalna dobra više izložena povećanoj konkurenciji kineskih poduzeća i smanjenoj kineskoj potražnji za uvoznim industrijskim proizvodima. Nasuprot tome, neki su se sektori dosad pokazali otpornijima, što ističe područja u kojima su europska poduzeća i nadalje međunarodno konkurentna.⁴ Usto, neka gospodarstva koja su najviše izložena rastućoj konkurenciji Kine također se uvelike oslanjaju na sektore koji ovise o kritičnim sirovinama (Grafikon E), što naglašava potencijalne ranjivosti u strateškim opskrbnim lancima kao i u odnosu na kineska izvozna ograničenja tih sirovina (Attinasi *et al.*, 2025.; Banin *et al.*, 2025.). Razumijevanje neujednačenog utjecaja kineskog rasta po državama i sektorima može pomoći u oblikovanju odgovora politike na razini EU-a i na nacionalnim razinama. Kada je riječ o najizloženijim gospodarstvima, diversifikacija opskrbnih lanaca, jačanje domaćih industrijskih kapaciteta i poticanje inovacija mogu biti važni za jačanje otpornosti i prilagodbu promjenjivom okružju globalne trgovine.

⁴ Analiza je usmjerena na robnu razmjenu i ne odražava prednosti u trgovini uslugama, u kojoj nekoliko europskih gospodarstava i nadalje zadržava snažne međunarodne pozicije. Analiza ne obuhvaća ni potencijalne koristi od dubljih gospodarskih poveznica s Kinom, uključujući tokove ulaganja i prijenos tehnologije.

Grafikon E

Ovisnost o kritičnim sirovinama po državama

(postotci)



Izvori: Eurostat, Trade Data Monitor i izračun ESB-a

Napomene: Plavi stupci prikazuju udio neto prometa poduzeća u sektorima koji su ovisni o kritičnim sirovinama (sektori djelatnosti prema klasifikaciji NACE od 24 do 30). Žuti stupci označuju odgovarajući udio zaposlenosti. Narančaste točke označuju odgovarajući udio ukupnoga robnog izvoza. Podatci o zaposlenosti i prometu odnose se na 2024., a podatci o izvozu odnose se na 2025.

Izvori

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

Amicucci, A., Gnocco, N., Gunnella, V., Lindemann, C., Merendino, A. i Montes-Galdón, C. (2026.), „[The impact of China's industrial rise on the euro area](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 3, ESB

Anaya Longaric, P., Esposito, C., Gunnella, V., Lecourt, N., Martínez Hernández, C. i Pongetti, G. (2026.), „[Zašto je inflacija cijena dobara i nadalje niska? Uloga izloženosti uvozu iz Kine](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB

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

Banin, M., D'Agostino, M., Gunnella, V. i Lebastard, L. (2025.), „[Koliko je europodručje osjetljivo na ograničenja na izvoz kineskih rijetkih zemalja?](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB

de Soyres, F., Fisgin, E., Gaillard, A., Santacreu, A. M. i Young, H. (2025.), „[The Sectoral Evolution of China's Trade](#)”, *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 28. veljače

Finger, J. M. i Kreinin, M. E. (1979.), „A Measure of 'Export Similarity' and Its Possible Uses”, *The Economic Journal*, sv. 89, br. 356, prosinac, str. 905. – 912.

Lane, P. R. (2026.), „[Europe and the world economy](#)”, središnji govor na forumu Asian Monetary Policy Forum, Singapur, 22. svibnja

2. Snalaženje u neizvjesnosti: kako sukob na Bliskom istoku oblikuje očekivanja i strategije poduzeća za suočavanje s izazovima

Katalin Bodnár, Davide Fantino, Sara Lamboglia i Laura Lebastard

Anketa o pristupu financiranju poduzeća u europodručju (SAFE) za drugo tromjesečje 2026. daje uvid u izloženost poduzeća sukobu na Bliskom istoku, njegov utjecaj na njihova očekivanja i njihove strategije za suočavanje s tim izazovima.¹ Nadovezujući se na prethodnu analizu zasnovanu na anketi provedenoj u prvom tromjesečju 2026., koja je pokazala da su se očekivanja ispitanih poduzeća znatno promijenila nakon izbijanja neprijateljstava na Bliskom istoku 28. veljače 2026., *ad hoc* pitanja uključena u anketu iz drugog tromjesečja pružaju dodatne podatke o tome kako sukob utječe na poduzeća u europodručju.² Na osnovi posljednjega kruga ankete moguće je procijeniti je li došlo do promjene distribucije odgovora poduzeća nakon najave memoranduma o razumijevanju između Irana i Sjedinjenih Američkih Država 14. lipnja, pri čemu je oko četvrtina ispitanika odgovorila na pitanja nakon najave.³ Pomorski napadi naknadno su se nastavili početkom srpnja, što naglašava kontinuiranu važnost analize učinka sukoba na razini poduzeća.

Poduzeća u sektoru trgovine, izvoznici te mala i srednja poduzeća iskazali su najveću izloženost sukobu na Bliskom istoku. U prosjeku su velika poduzeća navela da su manje izložena sukobu od malih i srednjih poduzeća, pri čemu ih je 28 % dalo ocjenu izloženosti veću od sedam na ljestvici od jedan do deset, u usporedbi s 35 % za mala i srednja poduzeća (Grafikon A). Izvozna poduzeća u prosjeku su navela viši stupanj izloženosti od neizvoznika. To vjerojatno odražava dva činitelja: (1) izvozna poduzeća mogu poslovati na geografski udaljenim tržištima koja su izravnije pogođena sukobom na Bliskom istoku nego europodručje i (2) vjerojatnije je da će izvoznici sudjelovati u uvoznim aktivnostima (Bernard *et al.*, 2012.), čime se povećava njihova osjetljivost na poremećaje u globalnim opskrbnim lancima. Iako su izvoznici uglavnom veća poduzeća, veća izloženost malih i srednjih poduzeća upućuje na to da veličina i internacionalizacija mogu utjecati na poduzeća preko različitih kanala: izvoznici su izloženiji zbog svoje snažnije integracije u globalne trgovinske mreže, a mala i srednja poduzeća mogu imati ograničenu sposobnost apsorpcije troškovnih šokova ili prilagodbe opskrbnih lanaca. Mala i srednja poduzeća također se više oslanjaju na potražnju potrošača i osjetljivija su na energetske šokove povezan sa sukobom.⁴ Promatrano po sektorima, najveći udio visokoizloženih poduzeća zabilježen je u sektoru trgovine (koji obuhvaća trgovinu na veliko i na malo), a najmanji u ostalim uslugama. Manja izloženost poduzeća u sektoru ostalih usluga vjerojatno odražava njihov manji udio u troškovima energije i

¹ Za više informacija vidi ESB-ovu anketu SAFE za drugo tromjesečje 2026.

² Za prethodnu analizu vidi Fantino *et al.* (2026.).

³ Prikupljanje podataka odvijalo se između 21. svibnja i 26. lipnja 2026.

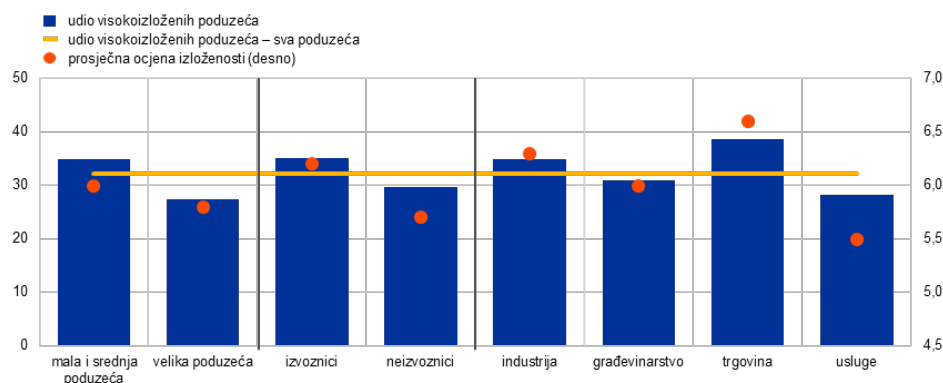
⁴ Vidi Dausà i Noguera *et al.* (2026.).

veću usmjerenost na domaće tržište. Te se heterogenosti potvrđuju pri razmatranju prosječnih ocjena izloženosti kao alternativnog mjerila izloženosti poduzeća sukobu.

Grafikon A

Udio poduzeća koja su visokoizložena sukobu na Bliskom istoku i prosječna ocjena izloženosti, po vrsti poduzeća

(postotci i ocjena od 1 do 10)



Izvori: SAFE i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Rezultati ponderirani anketom. „Visokoizložena poduzeća” odnose se na poduzeća koja su na pitanje „U kojoj je mjeri rat na Bliskom istoku (uključujući više cijene energije, poremećaje u opskrbi lancima i pomorskom prijevozu) utjecao na poslovanje vašeg poduzeća?” kao odgovor dala ocjenu višu od sedam na ljestvici od jedan do deset. „Trgovina” obuhvaća trgovinu na veliko i na malo. Sve razlike između prosječnih ocjena statistički su značajne. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2026.

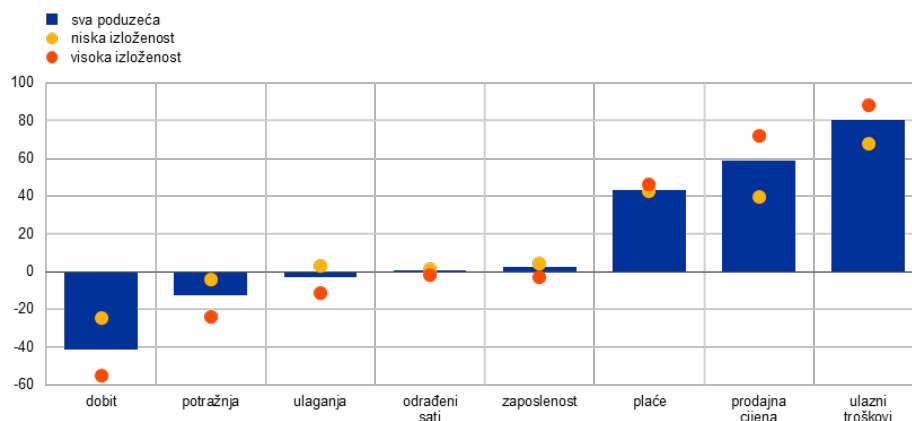
Sukob na Bliskom istoku ponajprije utječe na očekivanja poduzeća glede nominalnih varijabla i potražnje, dok se utjecaj na ostale realne varijable smatra prigušenim.

Poduzeća su navela da je sukob najviše utjecao na očekivanja u vezi s nominalnim varijablama, pri čemu je neto 79 % poduzeća očekivalo veće ulazne troškove, neto 58 % više prodajne cijene, a neto 43 % više plaće u sljedećih 12 mjeseci (Grafikon B). Iako su poduzeća s većom izloženosti navela veća očekivanja povezana s ulaznim troškovima i prodajnim cijenama od onih koja su manje izložena, učinak na očekivanja u vezi s plaćama uglavnom je bio jednak za sva poduzeća. To upućuje na to da poduzeća smatraju da su kretanja plaća ponajprije potaknuta sveobuhvatnim inflacijskim pritiscima, s obzirom na to da radnici mogu tražiti naknadu za očekivano povećanje troškova života, a ne stupnjem izloženosti njihova sektora ili poduzeća. Neto 40 % poduzeća navelo je da je sukob negativno utjecao na očekivanja glede dobiti. Ako se promatraju realne varijable, neto 14 % poduzeća iskazalo je manja očekivanja u odnosu na potražnju. Nasuprot tome, poduzeća nisu predviđala promjenu očekivanja glede zaposlenosti, prosječnog broja odrađenih sati i rasta ulaganja, pri čemu su neto postotci za te varijable blizu nule. Međutim, ako se promatraju samo visokoizložena poduzeća, njih neto 11 % izjavilo je da je sukob negativno utjecao na njihov očekivani rast ulaganja. Podjela uzorka na vrijeme prije i nakon datuma najave memoranduma o razumijevanju nije pokazala promjene u distribuciji odgovora. To upućuje na to da je objava imala ograničen učinak na procjenu poduzeća o gospodarskim implikacijama sukoba.

Grafikon B

Utjecaj sukoba na Bliskom istoku na očekivanja poduzeća

(neto postotci)



Izvori: SAFE i izračun stručnjaka ESB-a

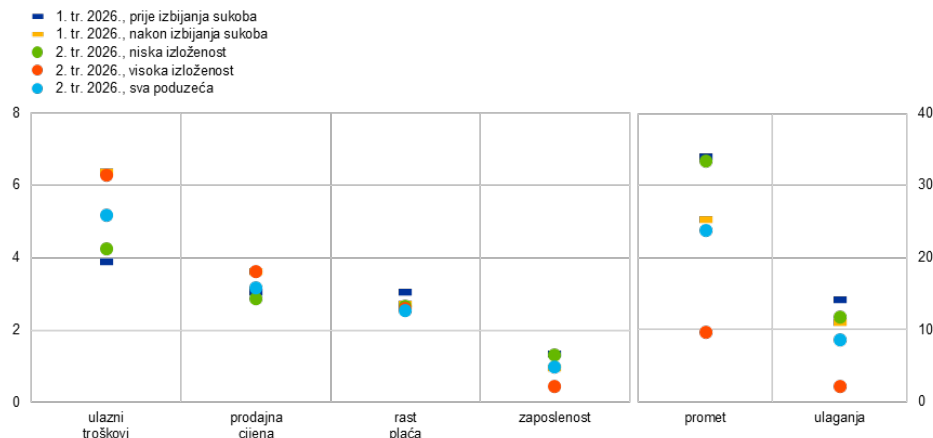
Napomene: Rezultati ponderirani anketom. Kao odgovor na pitanje „Kako rat na Bliskom istoku i povezane promjene cijena energije utječu na očekivanja vašeg poduzeća u sljedećih 12 mjeseci?“ poduzeća su mogla navesti jesu li njihova očekivanja porasla, jesu li se smanjila ili su ostala nepromijenjena. Neto postotci izračunati su kao udio poduzeća koja su odgovorila da su se njihova očekivanja povećala umanjena za udio poduzeća koja su odgovorila da su se njihova očekivanja smanjila. „Niska izloženost“ odnosi se na poduzeća koja su na pitanje na Grafikonu A dala ocjenu manju od pet na ljestvici od jedan do deset. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2026.

Kvantitativna očekivanja poduzeća povezana s promjenama ulaznih troškova i prodajnih cijena ostala su općenito povišena i iznad razina prije rata, ali su se očekivanja glede rasta plaća smanjila (Grafikon C). Poduzeća koja su bila snažno pogođena sukobom navela su veća očekivanja u vezi s rastom troškova i cijena, usporediva s onima iz odgovora prikupljenih neposredno nakon izbijanja sukoba 28. veljače, a očekivanja manje pogođenih poduzeća bila su sličnija anketnim odgovorima prije sukoba. S druge strane, očekivanja glede rasta plaća donekle su ublažena u usporedbi s prethodnim anketnim krugom, i za visokoizložena i za manje izložena poduzeća. Čini se da je ublažavanje očekivanja glede rasta plaća u drugom tromjesečju u odnosu na prvo tromjesečje u suprotnosti s neto 43 % poduzeća koja su navela veća očekivanja glede plaća nakon izbijanja sukoba. Međutim, to vjerojatno upućuje na činjenicu da bi se očekivanja u vezi s rastom plaća znatnije usporila da nije došlo do sukoba. Čini se da je to tumačenje također u skladu s kvalitativnim odgovorima iz ESB-ove telefonske ankete poduzeća o očekivanjima povezanim s prodajnim cijenama i plaćama (vidi Elding *et al.*, 2026.).

Grafikon C

Očekivanja poduzeća po izloženosti i datumu anketiranja

(lijevo: promjene u postotcima u sljedećih 12 mjeseci, desno: neto postotci očekivanih povećanja u sljedeća tri mjeseca)



Izvori: SAFE i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Prosječna očekivanja promjena ponderirana anketom. Redovita pitanja iz SAFE-a o očekivanjima. Očekivanja povezana s ulaznim troškovima, prodajnim cijenama, plaćama i zaposlenošću odnose se na sljedećih 12 mjeseci. Očekivanja glede prometa i ulaganja odnose se na tri mjeseca unaprijed. Neto postotci očekivanih povećanja izračunati su kao udio poduzeća koja su odgovorila da su se njihova očekivanja povećala umanjeno za udio poduzeća koja su odgovorila da su se njihova očekivanja smanjila. Skupine „visoke izloženosti“ i „niske izloženosti“ klasificirane su kao na Grafikonu B. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2026.

Kvalitativna očekivanja u vezi s rastom prometa i ulaganja u sljedeća

tri mjeseca i očekivani rast zaposlenosti u sljedećih 12 mjeseci oslabjeli su u drugom tromjesečju u odnosu na razine prije sukoba. Očekivano smanjenje bilo

je znatno izraženije za promet nego za ulaganja. Visokoizložena poduzeća smanjila su očekivanja, pa je samo neto 10 % poduzeća očekivalo da će se promet povećati, a neto 2 % poduzeća očekivalo je rast ulaganja, što je znatno manje od podataka zabilježenih u svim poduzećima prije izbijanja sukoba u prvom tromjesečju (neto 34 %, odnosno neto 14 %). Očekivani rast zaposlenosti u sljedećih 12 mjeseci iznosio je 1,4 % u prvom tromjesečju, odnosno prije izbijanja sukoba, a smanjio se na 1,0 % u drugom tromjesečju, kada su snažno pogođena poduzeća očekivala manji rast (0,5 %).

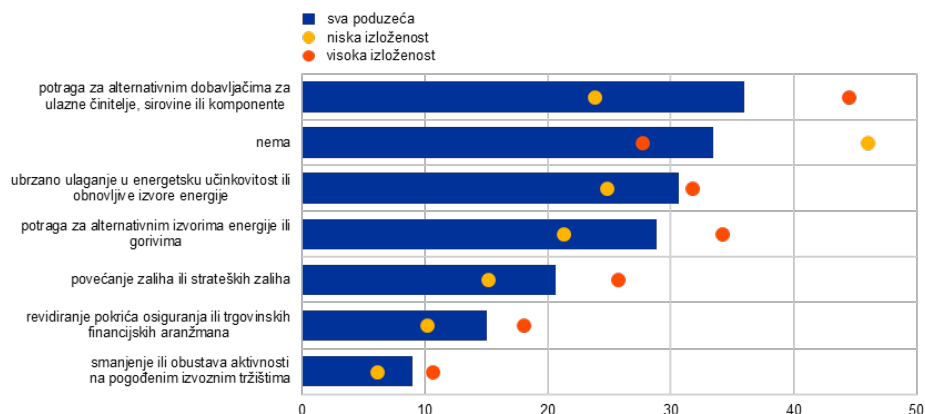
Oko dvije trećine ispitanika poduzima mjere kao odgovor na sukob tako što traže alternativne dobavljače i ubrzavaju ulaganja u energetske učinkovitost (Grafikon D).

Najčešće strategije koje su poduzeća navela kao odgovor na sukob bile su: potraga za alternativnim dobavljačima za ulazne činitelje, sirovine ili komponente (36 %), ubrzavanje ulaganja u energetske učinkovitost ili obnovljive izvore energije (31 %) i potraga za alternativnim dobavljačima energije ili gorivima (29 %). Gotovo polovina poduzeća s niskom izloženosti navela je da nije poduzela nikakve mjere, u usporedbi sa samo 28 % visokoizloženih poduzeća. Za drugu skupinu najčešća strategija bila je potraga za alternativnim dobavljačima za ulazne činitelje (44 %). Vrlo mali broj poduzeća izjavio je da su smanjila ili da planiraju smanjiti svoju aktivnost na pogođenim izvoznim tržištima. Istodobno, znatan udio poduzeća koja su navela nizak stupanj izloženosti također poduzima mjere za zaštitu od budućih šokova koji proizlaze iz geopolitičkih napetosti.

Grafikon D

Strategije poduzeća kao odgovor na sukob na Bliskom istoku

(postotci ispitanika)



Izvori: SAFE i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Anketom ponderirani postotci onih poduzeća koja su odgovorila na pitanje „Koje je od sljedećih mjera vaše poduzeće već poduzelo odnosno koje je planove donijelo za sljedećih 12 mjeseci kao odgovor na geopolitičke napetosti na Bliskom istoku?“ Poduzeća su mogla odabrati više mogućih odgovora. Skupine „visoke izloženosti“ i „niske izloženosti“ klasificirane su kao na Grafikonu B. Posljednji podatci odnose se na drugo tromjesečje 2026.

Izvori

Bernard, A., Jensen, B., Redding, S. i Schott, P. (2012.), „The Empirics of Firm Heterogeneity and International Trade“, *Annual Review of Economics*

Dausà i Noguera, N., Dimou, M. i Kouvavas, O. (2026.), „[Tracing the ripple effects of the Middle East war on euro area consumption](#)“, *Ekonomski bilten*, broj 5, ESB

Europska središnja banka (ESB) (2026.), „[Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – Second quarter of 2026](#)“, srpanj

Elding, C., Morris, R., Riedel, Z. i Roma, M. (2026.), „[Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#)“, *Ekonomski bilten*, broj 5, ESB

Fantino, D., Ferrando, A., Groß, J., Lamboglia, S., Lebastard, L., Rariga, J. i Schmidt, M. (2026.), „[How the war in the Middle East is reshaping euro area firms' expectations](#)“, *ESB-ov blog*, ESB, 26. svibnja

3. Glavni rezultati najnovijih demografskih projekcija za europodručje

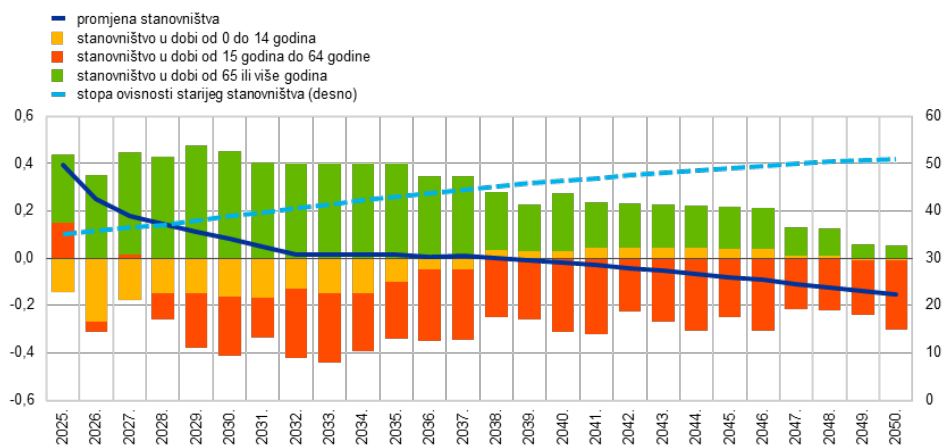
Stephan Haroutunian, Leo Orlygsson i Joachim Schroth

Najnovija demografska kretanja upućuju na zaključak da će se broj stanovnika u europodručju privremeno povećati, a zatim se smanjiti na 358 milijuna u 2050., isto kao u 2025., iako uz različitu dobnu strukturu (Grafikon A). Prema projekcijama EUROPOP 2025 objavljenima 16. travnja 2026. očekuje se da će se broj stanovnika u europodručju blago povećati i u 2037. dosegnuti najvišu razinu od 361,4 milijuna, a potom se smanjiti.¹ Struktura stanovništva znatno će se promijeniti: broj stanovnika u dobi od 65 ili više godina povećat će se, a broj djece (u dobi od 0 do 14 godina) i osoba radno sposobne dobi (od 15 godina do 64 godine) smanjit će se.² Snažan porast starijeg stanovništva do sredine sljedećeg desetljeća odražava činjenicu da će veliki dio *baby boom* generacije navršiti dob za umirovljenje. Dobna skupina od 15 godina do 64 godine smanjit će se jer će osobe koje su rođene tijekom nedavnog razdoblja niskih stopa nataliteta tada navršiti radno sposobnu dob.

Grafikon A

Projekcije rasta ukupnog stanovništva, doprinosi po dobnim skupinama i stopa ovisnosti starijeg stanovništva

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



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Puna plava linija prikazuje projekciju godišnje promjene u postotcima za ukupno stanovništvo u projekcijama EUROPOP 2025, a stupci prikazuju doprinose različitih dobnih skupina u postotcima. Isprekidana plava linija prikazuje stopu ovisnosti starijeg stanovništva, koja je definirana kao udio osoba u dobi od 65 ili više godina u odnosu na radno sposobno stanovništvo.

Nakon 2050. predviđa se da će se smanjivanje broja stanovnika nastaviti po istoj stopi i uz istu strukturu stanovništva kao što se predviđa za 2050. To smanjivanje, po prosječnoj stopi rasta od oko –0,2 % godišnje, uglavnom je rezultat smanjivanja broja radno sposobnog stanovništva. Rezultat toga jest povećavanje

¹ Vidi objavu Europske komisije (2026.).

² Radno sposobna dob znači dob od 15 godina do 74 godine. Međutim, dobna skupina od 15 godina do 64 godine više je indikativna za ekonomsku i fiskalnu analizu demografskih promjena.

stope ovisnosti starijeg stanovništva, a procjenjuje se da će se ta stopa povećati s 35 % u 2025. na 51 % u 2050. i 62 % u 2100.³ Drugim riječima, trenutačno na svaku osobu starije životne dobi postoji nešto manje od tri osobe radno sposobne dobi. Taj će se broj u 2050. smanjiti na oko dvije osobe radno sposobne dobi na svaku osobu starije životne dobi, a potom se dodatno smanjiti na znatno nižu razinu u 2100.

Projekcije broja stanovnika u sljedeća dva desetljeća revidirane su naviše zbog većih migracijskih priljeva (Grafikon B). Neto imigracijski priljevi u europodručje u razdoblju od 2022. do 2024. bili su znatno veći od priljeva predviđenih u prethodnim projekcijama EUROPOP objavljenima u 2023. To je rezultat snažnijih gospodarskih imigracija i činjenice da rat koji Rusija vodi u Ukrajini traje dulje nego što se očekivalo. U razdoblju od 2022. do 2050. prosječna neto imigracija revidirana je naviše s 1,2 milijuna stanovnika godišnje na oko 1,4 milijuna stanovnika godišnje. Više od polovine te revidirane vrijednosti čini Španjolska, na koju se odnosi jedna trećina predviđenog neto useljavanja u europodručje. U skladu s prethodnim kretanjima predviđa se da je 77 % migranata radno sposobne dobi, a 20 % njih osobe su mlađe od 15 godina, pa je vjerojatno da će u budućnosti činiti radnu snagu, što će potaknuti gospodarski rast.⁴ Međutim, ta su migracijska predviđanja znatno nesigurna i upućuju na omjer neto migracije i stanovništva koji je znatno veći od dugoročnoga povijesnog prosjeka. Nadalje, predviđeno useljavanje koncentrirano je u državama poput Španjolske u kojima migracijski tokovi znatno fluktuiraju tijekom poslovnog ciklusa i brzo se mogu preokrenuti.

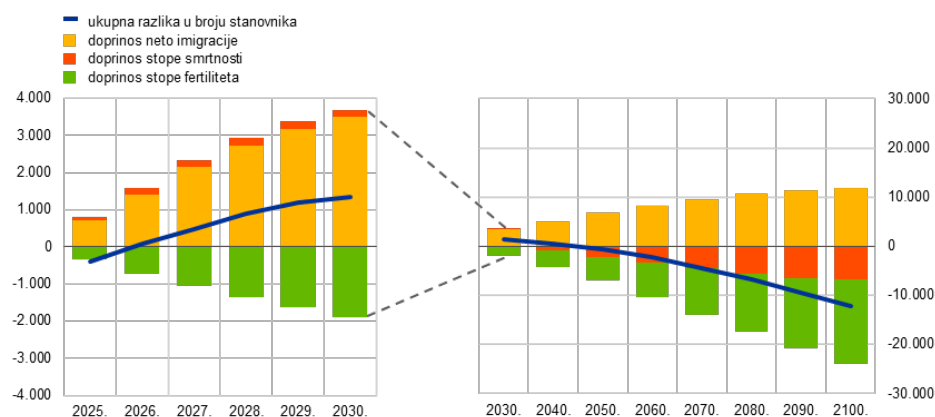
³ Predviđeno smanjenje ukupnog stanovništva prikriva veliku heterogenost među državama. Predviđa se da će se u razdoblju od 2025. do 2100. broj stanovnika povećati u sedam država europodručja, a osobito u Luksemburgu (+36,4 %) i na Malti (+26,0 %). Među 14 država u kojima se predviđa smanjivanje broja stanovnika u tom razdoblju najizraženiji pad zabilježen je u Latviji (–34 %), Litvi (–33,4 %) i Grčkoj (–30,1 %).

⁴ U radu Arce *et al.* (2026.) navodi se da je posljednjih nekoliko godina migracija općenito pridonijela povećanju radne snage europodručja i potaknula gospodarski rast. Vidi i Consolo *et al.* (2026.).

Grafikon B

Revizije izgleda za stanovništvo europodručja u odnosu na projekcije EUROPOP 2023

(apsolutna razlika u tisućama osoba)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Revizije su izračunate kao razlika između demografskih projekcija EUROPOP 2025 i EUROPOP 2023 za promjenu broja stanovnika u odnosu na 1. siječnja 2025. Na lijevom panelu prikazana je godišnja razlika između dviju projekcija do 2030., a na desnom panelu prikazane su razlike po desetljećima. Plava linija prikazuje revizije ukupnog stanovništva na dan 1. siječnja, uključujući pogrešku iz prošlih projekcija od oko -400.000 za 1. siječnja 2025., a složeni stupci prikazuju kumulativne revizije promjena stanovništva do određene godine, uključujući i tu godinu.

Broj stanovnika europodručja dugoročno je revidiran naniže u odnosu na prethodne projekcije EUROPOP zbog znatno nižih stopa fertiliteta. U

projekcijama EUROPOP 2023 procijenjeno je da se ukupna stopa fertiliteta privremeno smanjila zbog pandemije, iako najnoviji podatci upućuju na zaključak da je to smanjivanje trajnije. Ukupna stopa fertiliteta u europodručju u 2024. iznosila je 1,33 djeteta po ženi, a predviđa se da će se ta stopa dodatno smanjivati do 2026. Kao i u prethodnim projekcijama, u projekcijama EUROPOP 2025 predviđa se da će se stopa fertiliteta povećati tijekom projekcijskog razdoblja, iako na nižu razinu. Ta revizija naniže zasniva se na određenim pretpostavkama konvergencije među državama.⁵ Ta se revizija također može objasniti s pomoću nekoliko socioekonomskih činitelja koji utječu na fertilitet diljem svijeta, pri čemu se neki od njih možda neće preokrenuti u bližoj budućnosti. Oni uključuju veće razine obrazovanja i ekonomske neovisnosti žena (Kim, 2026.), manjak stambenih prostora (Li, 2024.) i razilaženja u političkim mišljenjima između mladih muškaraca i mladih žena (Milosav *et al.*, 2026.), što može otežati pronalaženje kompatibilnog partnera ili partnerice.

Najnovija revizija stope fertiliteta najveća je od prve projekcije EUROPOP u 2008. (Grafikon C).

Europska komisija uzastopno revidira stope fertiliteta naniže od objave do objave projekcija EUROPOP. Međutim, revizija stope fertiliteta u odnosu na projekciju EUROPOP 2023 velika je kao sve prethodne revizije ukupno od 2008. kada su projekcije stanovništva prvi put objavljene u sadašnjem formatu. U odnosu na projekcije EUROPOP 2008, rođeno je 13 milijuna manje djece ili se predviđa da će ih toliko manje biti rođeno u razdoblju od 2020. do 2050. Revizija naniže u odnosu na projekciju EUROPOP 2023 također je bila znatna i iznosila je -5,7 milijuna. Zajedno s umjerenom revizijom stopa smrtnosti naviše, koje se

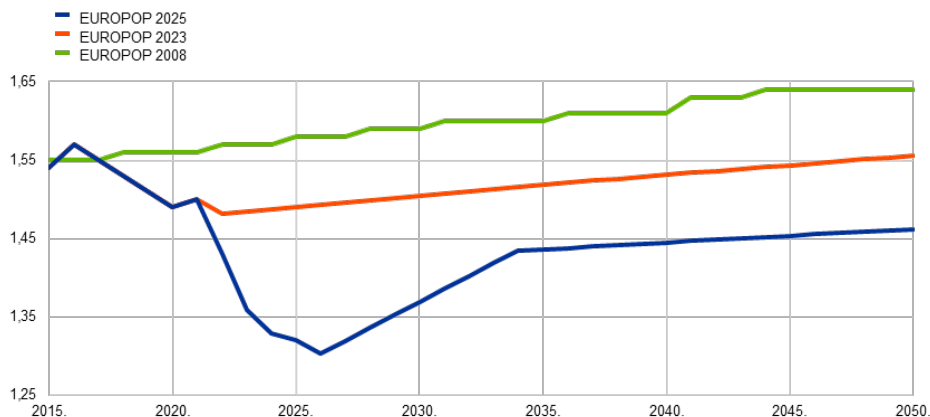
⁵ Pad stope fertiliteta u 2025. i 2026. zasniva se na broju živorođene djece u prvoj polovini 2025.

do 2024. nisu u potpunosti vratile na pretpandemijske razine, time je u potpunosti neutralizirano snažnije neto useljavanje do 2050. U drugoj polovini stoljeća, unatoč pretpostavljenom daljnjem povećavanju stope fertiliteta s 1,46 u 2050. na 1,53 djeteta po ženi do 2100., smanjenje broja stanovnika izraženije je nego u projekcijama EUROPOP 2023, pri čemu je broj stanovnika u 2100. manji za 12 milijuna. Države koje najviše pridonose tom smanjenju jesu Njemačka (–9,4 milijuna) i Italija (–5,4 milijuna). To samo djelomično nadomješta Španjolska (+4,6 milijuna), pri čemu se predviđa da će u 2100. broj stanovnika Španjolske biti veći od broja stanovnika Italije. Iako su najveće revizije naniže zabilježene u dobnoj skupini od 0 do 14 godina, predviđa se da će u 2100. broj radno sposobnih stanovnika također biti za 7 milijuna manji od predviđanja iz projekcija EUROPOP 2023. Taj će broj iznositi 175 milijuna, što je znatno manje od sadašnje razine od 228 milijuna. Međutim, ako buduće mirovinske reforme budu dovele do povećanja participacije radne snage, to smanjenje možda neće imati tako velik negativan učinak na komponentu potencijalnog rasta.

Grafikon C

Projekcije stope fertiliteta u europskom području u različitim projekcijama EUROPOP

(broj živorođene djece po ženi)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Stopa fertiliteta definirana je kao prosječan broj djece koju žena rodi tijekom života.

Najnoviji demografski izgledi vjerojatno će u početku dovesti do ublažavanja pritiska troškova starenja na javne financije, a potom će se ti pritisci povećati.

U Komisijinu Izvješću o starenju iz 2024. predviđa se da će se rashodi povezani s dobi u europskom području (odnosno javna potrošnja na mirovine, zdravstvenu zaštitu, dugoročnu skrb i obrazovanje) povećati za 1,3 postotna boda u osnovnom scenariju i iznositi 26,4 % BDP-a u 2050. To je povećanje uglavnom posljedica povećanja troškova mirovine i dugoročne skrbi i, u manjoj mjeri, troškova zdravstvene zaštite. Predviđa se da će se troškovi obrazovanja smanjiti zbog niskog fertiliteta. Prema projekcijama EUROPOP 2025 predviđa se da će povoljniji demografski izgledi do oko 2050. godine, potaknuti snažnijom neto imigracijom, dovesti do manje stope ovisnosti starijeg stanovništva u odnosu na projekcije EUROPOP 2023. Time će se malo ublažiti pritisak financiranja na rashode povezane s dobi sve dok ti migranti ne otiđu u mirovinu. Međutim, trajanje neto imigracije vrlo je nesigurno jer završetak sukoba, primjerice, može dovesti do preokreta nekih od tih tokova. Istodobno se broj stanovnika smanjuje zbog nižih stopa fertiliteta, dimenzije koja je više strukturna po

prirodi od kretanja neto imigracije. Taj drugi navedeni činitelj dovodi do smanjivanja skupina osoba koje ulaze na tržište rada, čime se pak povećavaju stopa ovisnosti starijeg stanovništva i povezani pritisci financiranja na mirovinske sustave. Stoga su reforme mirovinskog sustava i nadalje nužne, bez obzira na pozitivnija kretanja broja stanovnika u odnosu na projekcije EUROPOP 2023 za razdoblje do 2050.

Općenito, smanjivanje broja stanovnika i starenje stanovništva i nadalje su znatan izazov za gospodarstvo europodručja. Tržište rada i mirovinske reforme trebali bi biti usmjereni na povećavanje participacije radne snage. Veći rashodi povezani s dobi i manja porezna osnovica koja se primjenjuje na radno sposobno stanovništvo vjerojatno će dovesti do snažnijeg pritiska na javne financije.⁶ Države koje se već suočavaju s ranjivim javnim financijama osobito ne bi trebale ukidati prošle mirovinske reforme koje su pomogle u poboljšanju održivosti njihovih mirovinskih sustava. Ponovno povećavanje fiskalnih zaštitnih slojeva koji su potrošeni tijekom pandemije i energetske krize te poboljšavanje usmjerenosti na rast javnih financija olakšali bi upravljanje sve većim troškovima povezanim s dobi.

Izvori

Arce, O., Consolo, A., Dias da Silva, A. i Weissler, M. (2025.), „[Foreign workers: a lever for economic growth](#)”, *ESB-ov blog*, ESB, 8. svibnja

Bodnár, K. i Nerlich, C. (2022.), „[The macroeconomic and fiscal impact of population ageing](#)”, *Occasional Paper Series*, br. 296, ESB, lipanj

Consolo, A., Dias da Silva, A., Furbach, N. i Gomez-Salvador, R. (2026.), „[Drivers of the labour force in the euro area](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 3, ESB

Europska komisija (2024.), „[2024 Ageing Report – Economic & Budgetary Projections for the EU Member States \(2022-2070\)](#)”, *Institutional Paper*, br. 279, travanj

Europska komisija (2026.), „[Population projections in the EU](#)”

Kim, J. (2023.), „[Female education and its impact on fertility](#)”, IZA World of Labor

Li, W. (2024.), „Do surging house prices discourage fertility? Global evidence, 1870-2012”, *Labour Economics*, sv. 90, listopad

Milosav, Đ., Dickson, Z., Hobolt, S. B., Klüver, H., Kuhn, T. i Rodon, T. (2026.), „[The youth gender gap in support for the far right](#)”, *Journal of European Public Policy*, sv. 33, broj 2, str. 444. – 468.

⁶ Vidi i Bodnár i Nerlich (2022.).

4. Neujednačeno prelijevanje veleprodajnih cijena plina i električne energije na račune potrošača

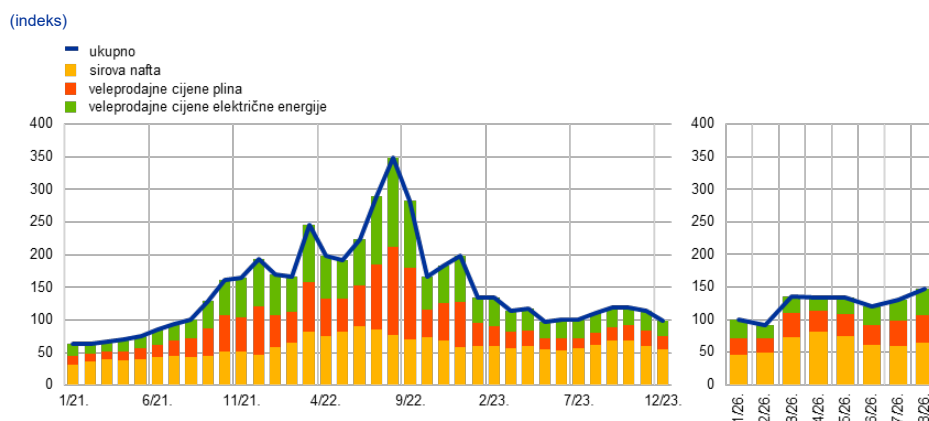
Friderike Kuik, Eliza Lis i Johannes Schäfer

Nagli porast cijena energije u prvoj polovini 2026. podsjeća na šok cijena energije 2021. i 2022., ali se priroda šoka u 2026. razlikuje na nekoliko načina.

Dosad je šok cijena energije u 2026. bio manjeg intenziteta, a veleprodajne cijene plina i električne energije slabije su rasle nego tijekom prošle energetske krize (Grafikon A).¹ Utjecaj veleprodajnih cijena plina na veleprodajne cijene električne energije (koji je obično snažan, pri čemu cijene plina određuju granične cijene električne energije) ublažen je zbog prelaska na električnu energiju iz obnovljivih izvora energije. Osim toga, promijenio se način na koji se veleprodajne cijene plina i električne energije prenose na maloprodajne cijene. U ovom okviru analizira se način na koji se promjene veleprodajnih cijena plina prenose na potrošače, s naglaskom na njihov utjecaj na veleprodajne cijene električne energije i određivanje maloprodajnih cijena plina i električne energije.²

Grafikon A

Indeks ukupnog troška energije za europodručje



Izvori: LSEG, Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Veleprodajne cijene plina odnose se na cijene plina na nizozemskoj platformi za trgovinu plinom Title Transfer Facility (TTF). Cijene sirove nafte (u EUR po barelu), veleprodajne cijene plina (u EUR po megavatsatu) i veleprodajne cijene električne energije (u EUR po megavatsatu) indeksirane su na kolovoz 2021. = 100 i siječanj 2026. = 100, a potom su agregirane. Ponderirane agregacije za indeks ukupnog troška energije zasnivaju se na doprinosima nafte, plina i električne energije konačnoj potrošnji energije u EU-u, na temelju podataka do 2024. (uključujući tu godinu), a nakon toga fiksno. Posljednji podatci odnose se na kolovoz 2026.

Pritisci na cijene električne energije slabijeg su intenziteta u 2026. u odnosu na 2021. i 2022., djelomično zbog većeg udjela električne energije iz obnovljivih izvora energije.

Suše u 2021. i 2022. smanjile su proizvodnju hidroenergije, a velik broj francuskih nuklearnih elektrana bio je u postupku remonta. Posljedica toga bila je intenzivna upotreba plina za proizvodnju električne energije u Europi u vrijeme kada je ponuda plina bila znatno smanjena nakon izbijanja rata u

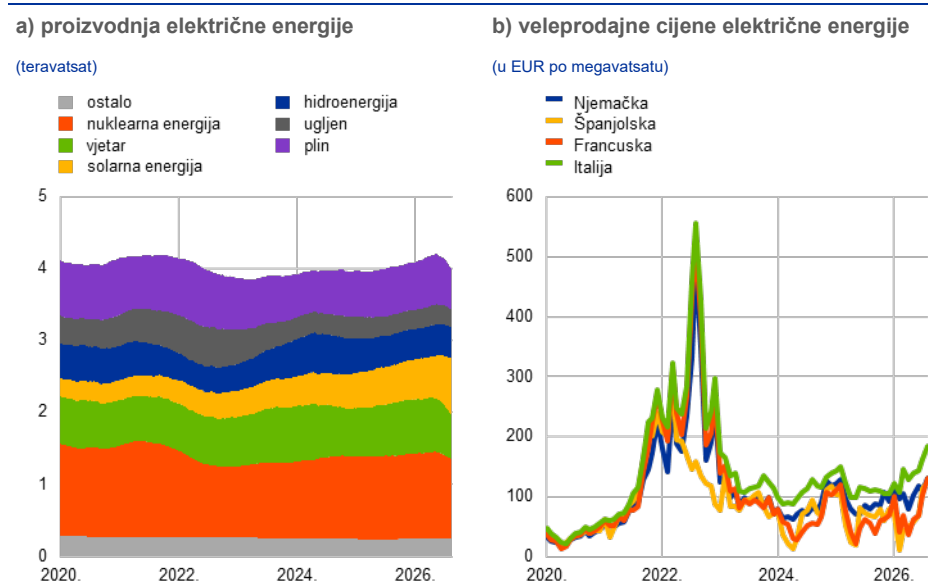
¹ Vidi također Europska središnja banka (2026.) i Demuth *et al.* (2026.).

² Analizu prijenosa cijena sirove nafte na potrošačke cijene goriva vidi u Kuik *et al.* (2026.).

Ukrajini (Grafikon B, panel a)).³ Dosad su u 2026. pritisci na tržište plina bili relativno slabiji.⁴ Osim toga, mnoge su države povećale niskougljičnu proizvodnju električne energije, osobito iz obnovljivih izvora energije (Grafikon B, panel a)). Stoga su veleprodajne cijene električne energije slabije rasle u 2026. u odnosu na 2021. i 2022. Te se cijene nakon šoka cijena energije u 2021. i 2022. različito kreću na različitim europskim tržištima (Grafikon B, panel b)).

Grafikon B

Agregirana proizvodnja električne energije i veleprodajne cijene električne energije u državama europskog područja



Izvori: Europska mreža operatora prijenosnog sustava za električnu energiju, LSEG i izračun ESB-a
Napomene: Podatci na panelu a) zasnivaju se na 365-dnevnom pomičnom prosjeku zbroja dnevne proizvodnje električne energije u Njemačkoj, Španjolskoj, Francuskoj i Italiji. „Ostalo“ obuhvaća električnu energiju proizvedenu iz raznih manjih izvora, uključujući biomasu, geotermalnu energiju, ostale obnovljive izvore energije, naftu, naftni škriljavec, treset i otpad. Podatci na panelu b) zasnivaju se na mjesečnim prosjecima. Posljednji su podatci za 20. kolovoza 2026. za panel a) i kolovoz 2026. za panel b).

Učinak sve većeg udjela električne energije proizvedene iz obnovljivih izvora energije na veleprodajne cijene električne energije negativan je, nelinearan i neujednačen među državama (Grafikon C). Istodobno postoje znatne razlike

među državama u kapacitetu i proizvodnji električne energije iz obnovljivih izvora.⁵ Kombinacija tih činitelja može dovesti do neujednačenih cjenovnih kretanja. U Španjolskoj, koja ima najveći udio električne energije proizvedene iz obnovljivih izvora energije, broj sati tijekom kojih se cijene električne energije utvrđuju na osnovi cijena plina kontinuirano je niži i znatno se smanjio tijekom godina (Grafikon D). Slična kretanja zabilježena su u Francuskoj, gdje je nuklearna energija često najzastupljenija u kombinaciji izvora za proizvodnju električne energije i često najviše utječe na određivanje cijena. Nasuprot tome, u Italiji se cijene električne energije i nadalje često određuju na temelju cijena plina.

³ Kuik *et al.* (2022.)

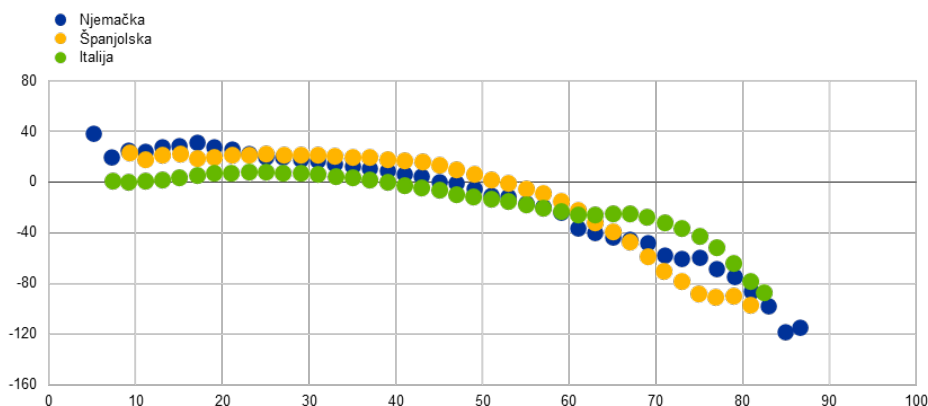
⁴ Demuth *et al.* (2026.)

⁵ Vidi objavu Europske komisije (2026.). Za objašnjenje širih pitanja politike za postizanje ciljeva EU-a u području energetske sigurnosti i klimatske neutralnosti vidi Grynberg *et al.* (2026.).

Grafikon C

Veleprodajne cijene električne energije i proizvodnja električne energije iz obnovljivih izvora

(os x: postotni udio proizvodnje električne energije iz obnovljivih izvora, os y: postotno odstupanje od očekivane cijene)



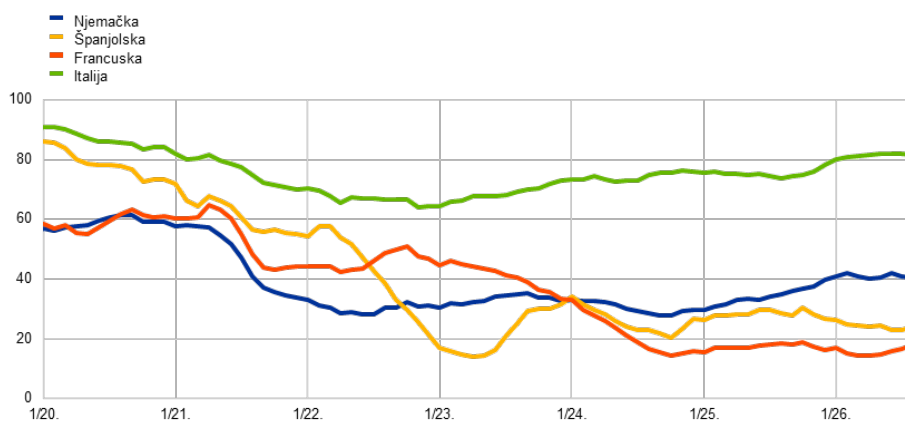
Izvori: Europska mreža operatora prijenosnog sustava za električnu energiju, LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Prema Quintana (2024.) veleprodajne cijene električne energije za dan unaprijed regresirane su na cijene prirodnog plina i cijene emisijskih jedinica u sustavu EU-a za trgovanje emisijama (ETS). Regresijski reziduali prikazuju odstupanje od očekivane cijene s cijenom plina kao izvorom koji određuje graničnu cijenu, što ponajprije odražava ulogu drugih tehnologija, a ne plina, kao izvora koji određuju graničnu cijenu. Reziduali su agregirani u skupovima po 2 postotna boda odgovarajućeg udjela energije iz obnovljivih izvora. Francuska je isključena zbog velike uloge nuklearne energije kada je riječ o udjelu proizvodnje električne energije i određivanju njezinih cijena. Podatci se odnose na razdoblje od 2015. nadalje. Posljednji podatci odnose se na srpanj 2026. Za Španjolsku su isključeni podatci za razdoblje od lipnja 2022. do veljače 2023. jer je na snazi bila „iberijska iznimka“, odnosno mjera politike kojom su veleprodajne cijene električne energije razdvojene od cijena plina.

Grafikon D

Sati tijekom kojih plin određuje cijenu električne energije

(prosječni postotni udio sati u mjesecu, pomični prosjek od 12 mjeseci)



Izvori: Europska mreža operatora prijenosnog sustava za električnu energiju, LSEG i izračun ESB-a

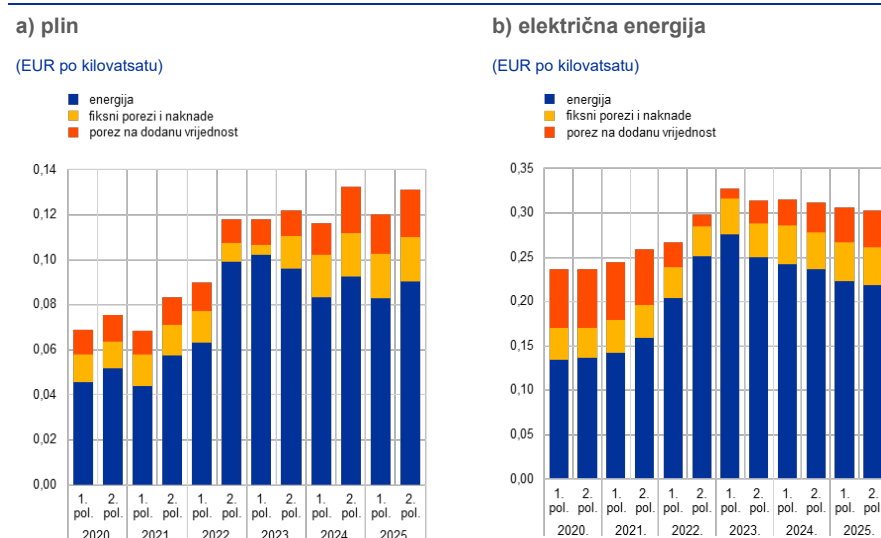
Napomene: Cijena električne energije u određenom satu smatra se cijenom koja je određena cijenom plina ako je veleprodajna cijena električne energije po satu jednaka kratkoročnom graničnom trošku električne energije proizvedene u elektranama na plin ili veća od toga graničnog troška. Trošak električne energije proizvedene u elektranama na plin izračunava se na temelju dnevne veleprodajne cijene plina i dnevne cijene iz sustava EU-a za trgovanje emisijama (ETS), uz pretpostavku 2 megavatsata ulaznog plina na 1 megavatsat proizvedene električne energije i emisijski faktor od 0,4 tone CO₂ po megavatsatu električne energije proizvedene upotrebom plina. Posljednji podatci odnose se na kolovoz 2026.

Preljevanje veleprodajnih cijena plina i električne energije na inflaciju cijena plina i električne energije mjerenu harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) ovisi o mehanizmima određivanja maloprodajne cijene i sastavu cijene. Maloprodajne cijene mogu biti regulirane ili tržišne te se mogu prilagoditi fleksibilno ili u fiksnim intervalima u oba sektora. Stopa preljevanja najbrža je kada je riječ o tržišnim cijenama koje su fleksibilno određene. Relativno spori porezi i

naknade usporavaju prijenos promjena veleprodajnih cijena energije na inflaciju cijena plina i električne energije mjerenu HIPC-om. U 2025. porezi i naknade činili su prosječno 31 % cijena plina i 27 % cijena električne energije u europodručju (Grafikon E).⁶ Intenzitet prelijevanja može ovisiti i o trajanju naglog rasta cijena energije. Na primjer, u državama u kojima pružatelji energetske usluga godinama unaprijed kupuju električnu energiju i plin na tržištu ročnica i nude dugoročne ugovore svojim potrošačima, kratkoročni nagli porast veleprodajnih cijena može imati samo ograničeni utjecaj na potrošače.

Grafikon E

Sastav maloprodajnih cijena u europodručju



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Prikazane maloprodajne cijene primjenjuju se na potrošače koji spadaju u medijan potrošnje od 20 – 199 GJ za plin i 2000 – 4999 kilovatsati za električnu energiju. Agregirani podatci za države europodručja zasnivaju se na ponderima HIPC-a, uz primjenu doprinosa svake države plinu i električnoj energiji u europodručju.

Preljevanje veleprodajnih cijena na maloprodajne cijene ubrzalo se kada je riječ općenito o cijenama plina, ali i nadalje postoji zakašnjeli i neujednačeni prijenos kada je riječ o cijenama plina i cijenama električne energije (Grafikon F).

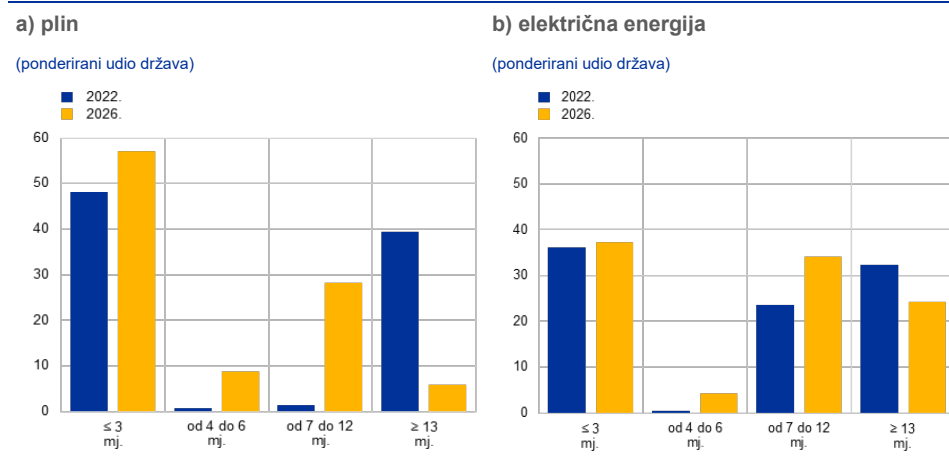
Maloprodajna tržišta električne energije i plina sve su više liberalizirana u nekoliko država europodručja. Kod novih vrsta ugovora često je skraćeno trajanje ugovora potpisanih na određeno vrijeme ili su uvedene fleksibilnije tarife. Te su tarife često više vezane uz veleprodajne cijene, čime se povećava učestalost promjena maloprodajnih cijena. U anketi nacionalnih središnjih banaka Eurosustava iz 2026. utvrđeno je da se očekuje da će se promjene veleprodajnih cijena plina prelići na inflaciju cijena plina mjerenu HIPC-om u roku od jednog do tri mjeseca u više od polovine europodručja, u roku od četiri mjeseca do šest mjeseci u otprilike jednoj desetini europodručja i u roku od sedam do 12 mjeseci u otprilike jednoj trećini europodručja, što su sve vrijednosti koje prelaze razine iz 2022.

⁶ Kompilacija indeksa cijena plina i električne energije mjerenih HIPC-om također utječe na to kako se brzo i intenzivno promjene maloprodajnih cijena odražavaju na HIPC. Do 2023. neke države evidentirale su samo dio svojih postojećih ugovora u HIPC-u (na primjer samo nove ugovore), što je dovelo do toga da HIPC nije u potpunosti odražavao stvarne troškove kućanstava u razdobljima intenzivne kolebljivosti veleprodajnih cijena. Ta je metodologija sada prilagođena kako bi obuhvatila različite vrste ugovora.

Osobito se udio država koje su prijavile sporo prelijevanje u roku od 13 mjeseci do 24 mjeseca smanjio od 2022. s oko 40 % na oko 5 %. Stopa prelijevanja kada je riječ o cijenama električne energije šire je distribuirana (između manje od mjesec dana i do dvije godine) te se i nadalje procjenjuje da je otprilike ista kao u 2022.

Grafikon F

Preljevanje promjena veleprodajnih cijena na inflaciju cijena plina i električne energije mjerenu HIPC-om u državama europodručja



Izvor: ESB

Napomene: Zasnovano na anketi nacionalnih središnjih banaka Eurosustava. Odgovori su ponderirani doprinosom svake države inflaciji cijena plina i električne energije mjerenoj HIPC-om u europodručju.

Nekoliko strukturnih obilježja promijenilo se nakon šoka cijena energije 2021. i 2022., što je dovelo do promjene prijenosa veleprodajnih cijena plina na račune potrošača.

Sve veći udio električne energije proizvedene iz obnovljivih izvora energije oslabio je mehaničku poveznicu između veleprodajnih cijena plina i električne energije. Preljevanje promjena veleprodajnih cijena na inflaciju cijena plina mjerenu HIPC-om ubrzalo se. Uz poboljšanja indeksa cijena plina i električne energije mjenjenih HIPC-om koji bolje odražavaju troškove potrošača, ta kretanja upućuju na zaključak da bi promjene veleprodajnih cijena plina mogle utjecati na inflaciju cijena plina mjerenu HIPC-om malo brže nego u prošlosti, ali manje intenzivno kada je riječ o inflaciji cijena električne energije mjerenoj HIPC-om, pri čemu su u oba slučaja prisutne razlike među državama. Na ponudu i potražnju energije i nadalje negativno utječe sukob na Bliskom istoku, ali i ekstremni vremenski događaji tijekom ljeta. To znači da je potrebno pomno pratiti dinamiku veleprodajnih cijena energije jer je njihovo prelijevanje na potrošačke cijene i nadalje važan izvor kratkoročne kolebljivosti inflacije mjerene HIPC-om.

Izvori

Demuth, L., Manu, A. i Stalla-Bourdillon, A. (2026.), „[Energy shock: why oil and gas prices have risen less than expected](#)”, *ESB-ov blog*, ESB, 27. srpnja

Europska središnja banka (2026.), [Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2026.](#)

Europska komisija (2026.), „[EU energy markets: evolving gas-electricity price linkages in a more volatile system](#)”, *proljetna gospodarska prognoza iz 2026.*, 26. svibnja

Grynberg, C., Vinci, F. i De Sanctis, A. (2026.), „[Energy security and industrial competitiveness: the case for a European Energy Union](#)”, *Occasional Papers Series*, br. 388, ESB

Kuik, F., Adolfsen, J. F., Lis, E. M. i Meyler, A. (2022.), „[Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB

Kuik, F., Lis, E., Nickel, C. i Porqueddu, M. (2026.), „[From well to pump: how fuel prices are formed](#)”, *ESB-ov blog*, ESB, 31. srpnja

Quintana, J. (2024.), „[The impact of renewable energies on wholesale electricity prices](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 2024./3. tromjesečje, središnja banka Banco de España, 4. rujna

5. Razvoj financijskih uvjeta u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama: analiza indeksa Macro-Finance FCI (MF-FCI)

Tilman Bletzinger, Giulia Martorana i Jakub Mistak

Promjene tržišnih očekivanja glede stajališta monetarne politike SAD-a mogu utjecati na globalne uvjete financiranja, među ostalim putem prelijevanja u europodručje. Tržišna očekivanja glede kamatnih stopa monetarne politike SAD-a tijekom ljeta znatno su revidirana u oba smjera, u uvjetima povećanih geopolitičkih rizika i neizvjesnih gospodarskih izgleda. Budući da su rizici i neizvjesnost i nadalje prisutni, dinamika promjene stopa monetarne politike Sjedinjenih Američkih Država i ostalih razvijenih zemalja i nadalje podliježe daljnjim novim procjenama. Kada je riječ o Sjedinjenim Američkim Državama, utjecaj takvih novih procjena monetarne politike vjerojatno neće ostati ograničen samo na domaće gospodarstvo: u empirijskoj literaturi sve više prevladava mišljenje da se šokovi monetarne politike SAD-a snažno prenose na financijske uvjete u europodručju.¹

S ciljem analize tih prelijevanja u ovom se okviru indeks Macro-Finance Financial Conditions Index (MF-FCI), koji je izvorno razvijen za europodručje, proširuje kako bi se njime obuhvatile Sjedinjene Američke Države. Taj okvir ima nekoliko obilježja koja se mogu primijeniti na slučaj SAD-a.² Indeks FCI procjenjuje se primjenom vektorskoga autoregresivnog (VAR) modela u svrhu objedinjavanja informacija sadržanih u nizu financijskih cijena u jedan indeks koji je relevantan za makroekonomsku dinamiku.³ Indeks uključuje financijske varijable uz minimalnu transformaciju i izražen je u jedinicama i u skali koji se mogu usporediti s onima za kamatne stope monetarne politike. U specifikaciji za SAD kombiniraju se efektivna međubankovna stopa, prinos na desetogodišnje državne vrijednosne papire, realna dvogodišnja terminska stopa na državne vrijednosne papire godinu dana unaprijed i realna petogodišnja promptna stopa na državne vrijednosne papire, razlika prinosa između kamatnih stopa za hipotekarne kredite i razlika prinosa na korporativne obveznice u odnosu na državne vrijednosne papire, ciklički prilagođen omjer cijene dionica i dobiti (CAPE) i nominalni efektivni tečaj američkog dolara.

Procijenjeni koeficijenti upućuju na prevladavajuću ulogu kamatnih stopa i manje doprinose kreditnih raspona i vrednovanja vlasničkih vrijednosnih papira (Grafikon A, panel a)). Efektivna međubankovna stopa ima najveći koeficijent (0,63), a zatim slijede dvije realne stope (oko 0,45 svaka) i prinos na desetogodišnje državne vrijednosne papire (oko 0,40). Razlika prinosa između kamatnih stopa za hipotekarne kredite i razlika prinosa na korporativne obveznice imaju manje koeficijente (oko 0,11 svaka), a njima su obuhvaćeni premija za rizik i

¹ Vidi, na primjer, Ca' Zorzi *et al.* (2023.).

² Pojednosti o metodologiji i specifikaciju za europodručje vidi u Bletzinger *et al.* (2026.).

³ FCI se procjenjuje zajedno s VAR-om analizom mjesečnih podataka od siječnja 1999. do prosinca 2025. Inflacija ulazi kao jaz između godišnje PCE (engl. *personal consumption expenditures*) inflacije i inflacijskog cilja Odbora federalnih rezervi od 2 %, a gospodarska proizvodnja kao njezino odstupanje od potencijalne proizvodnje.

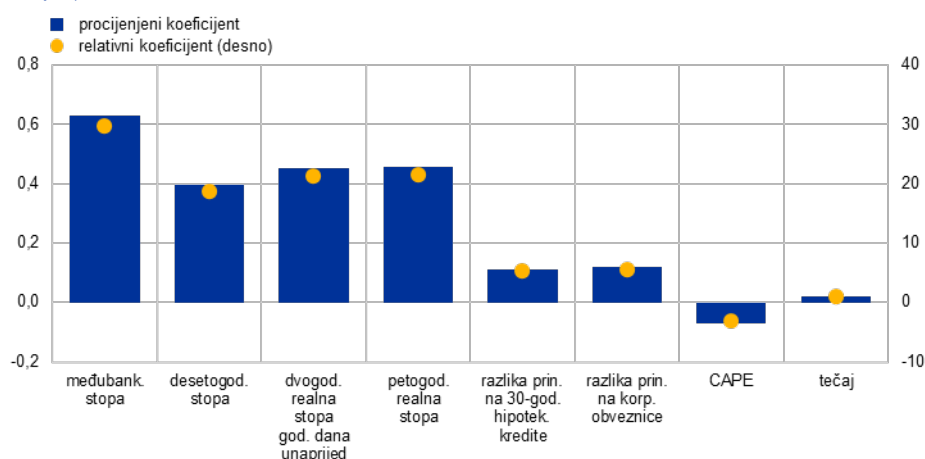
troškovi zaduživanja kućanstava i poduzeća. Omjer CAPE ima negativni koeficijent, u skladu s većim vrednovanjima vlasničkih vrijednosnih papira, koja upućuju na blaže financijske uvjete. Tečaj dolara ima najmanji pozitivan ponder, što odražava relativno malu trgovinsku otvorenost američkoga gospodarstva i ulogu američkog dolara kao globalne valute.⁴

Grafikon A

Indeks MF-FCI za SAD

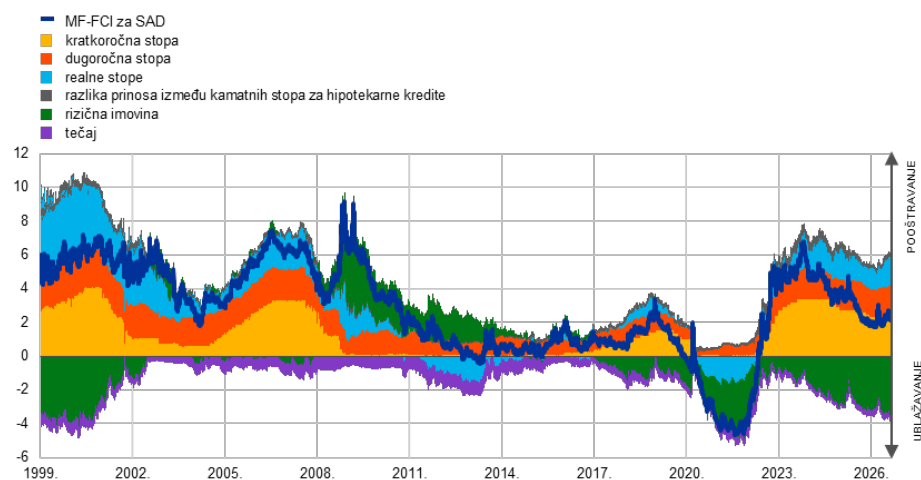
a) koeficijenti indeksa FCI

(koeficijenti)



b) indeks MF-FCI za SAD i njegova raščlamba

(indeks)



Izvori: LSEG, Haver Analytics i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Na panelu a) plavi stupci označuju procijenjene koeficijente varijabla koje ulaze u indeks MF-FCI za SAD, a žute oznake prikazuju iste koeficijente koji su normalizirani na zbroj do 100. Na panelu b) indeks je raščlanjen na „kratkoročnu stopu” (efektivna međubankovna stopa), „dugoročnu stopu” (prinos na desetogodišnje državne vrijednosne papire), „realne stope” (realna dvogodišnja terminka stopa na državne vrijednosne papire godinu dana unaprijed i realna petogodišnja promptna stopa na državne vrijednosne papire), „razliku prinosa između kamatnih stopa za hipotekarne kredite” (kamatna stopa na hipotekarne kredite na 30 godina umanjena za prinos na tridesetogodišnje državne vrijednosne papire), „rizičnu imovinu” (razlika prinosa na korporativne obveznice s rejtingom A u odnosu na prinos na desetogodišnje državne vrijednosne papire i omjer CAPE) i „tečaj” (nominalni efektivni tečaj američkog dolara). Posljednji podatci odnose se na 28. kolovoza 2026.

⁴ Kao i u inačici indeksa MF-FCI za europodručje, koeficijenti su normalizirani na način da je zbroj njihovih kvadratnih vrijednosti jednak vrijednosti 1.

Indeks MF-FCI za SAD prati ključne gospodarske i financijske epizode u Sjedinjenim Američkim Državama od 1999. (Grafikon A, panel b)).

Indeks se stalno pooštavao tijekom ciklusa povećavanja kamatnih stopa Sustava federalnih rezerva u razdoblju od 1999. do 2001., a rekordnu razinu dosegno je tijekom globalne financijske krize, pri čemu je pooštavanje proizlazilo iz rizične imovine. Indeks je bio stabilan u razdoblju od 2010. do 2014., kada se međubankovna stopa približila efektivnoj donjoj granici, a na najnižu se razinu smanjio u kolovozu 2021. nakon ublažavanja monetarne politike povezanoga s pandemijom bolesti COVID-19. Do najizraženijeg pooštavanja u uzorku došlo je tijekom ciklusa povećavanja kamatnih stopa u razdoblju od 2022. do 2024. Financijski uvjeti zatim su se ublažavali tijekom cijele 2025. nakon što je Odbor federalnih rezerva počeo smanjivati kamatne stope, ali su ponovno pooštreni nakon izbijanja rata na Bliskom istoku. Indeks uglavnom slijedi utvrđene američke referentne kamatne stope, osobito tijekom epizoda stresa na financijskim tržištima, uz povremena odstupanja zbog veće ovisnosti referentnih kamatnih stopa o cijenama vlasničkih vrijednosnih papira (Grafikon B).⁵

Grafikon B

Indeks MF-FCI za SAD i drugi indeksi FCI za SAD

(indeksi)



Izvori: LSEG, Haver Analytics i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: „GS FCI” znači indeks FCI društva Goldman Sachs, „PP FCI” znači ponderirani prosječni FCI, a „FCI-G” znači indeks Financial Conditions Impulse on Growth. Svim FCI-jevima dodijeljena je z-ocjena. Posljednji podatci za FCI-G odnose se na srpanj 2026. Za sve ostale FCI-jeve posljednji podatci odnose se na 28. kolovoza 2026.

Indeksi MF-FCI za SAD i europodručje uglavnom se sinkronizirano kreću, pri čemu se korelacija između financijskih uvjeta u SAD-u i onih u europodručju ponajprije objašnjava rizičnom imovinom.

Grafikon C prikazuje ta dva indeksa u smislu jaza u odnosu na njihove neuvjetovane srednje vrijednosti zasnovane na modelu, na način da vrijednost nula odgovara financijskim uvjetima u kojima je inflacija na ciljnoj razini, a proizvodnja ispunjava svoj potencijal u odgovarajućim VAR modelima, zbog čega su indeksi uglavnom usporedivi.⁶ Grafikon D prikazuje to paralelno kretanje kroz pomičnu korelaciju između ta dva indeksa, uz raščlambu na dodatne doprinose glavnih kanala. Korelacija ostaje pozitivna u cijelom uzorku i

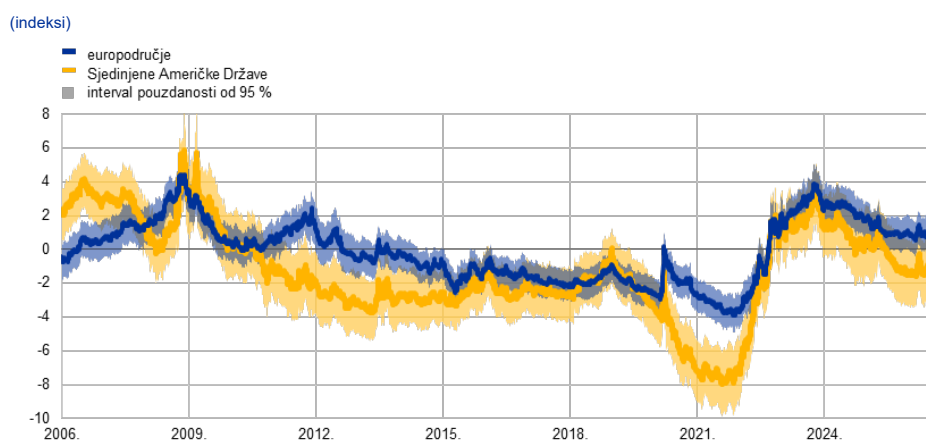
⁵ Vidi Hatzius *et al.* (2017.), Arrigoni *et al.* (2022.) i Ajello *et al.* (2023.).

⁶ Neuvjetovana srednja vrijednost zasnovana na VAR modelu jest referentna vrijednost za financijske uvjete, što odgovara konceptu FCI-ja* u Caballero *et al.* (2025.), ali uz ograničenje da je referentna vrijednost konstantna tijekom vremena.

povećava se za vrijeme epizoda globalnog stresa, kao što su razdoblje poslije globalne financijske krize i pandemija. Rizična imovina dominantan je kanal koji povezuje ta dva indeksa, a realne i dugoročne stope daju manji, ali trajno pozitivan doprinos, osobito u razdoblju od 2022. do 2025., kada je odgovor Odbora federalnih rezerva i ESB-a na zajednički inflacijski šok bio relativno sličan. Nasuprot tome, kanal tečaja smanjuje korelaciju između indeksa FCI za SAD i onoga za europodručje u razdobljima u kojima monetarna politika ESB-a odstupa od monetarne politike Odbora federalnih rezerva.

Grafikon C

Jazovi indeksa MF-FCI za Sjedinjene Američke Države i europodručje

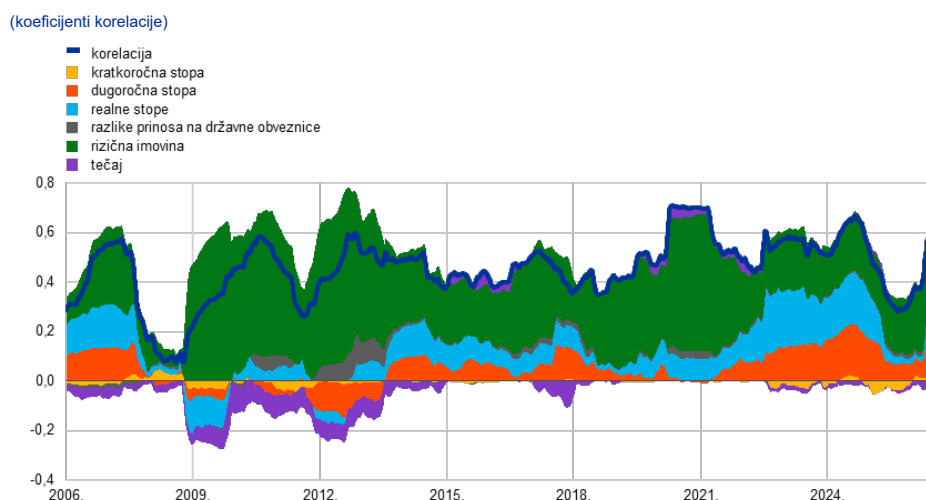


Izvori: LSEG, Haver Analytics i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Svaki MF-FCI prikazan je u smislu jaza u odnosu na njegovu neuvjetovanu srednju vrijednost, a to je vrijednost koja je u skladu s uvjetima u kojima je inflacija na ciljnoj razini uz zatvoreni jaz proizvodnje. Zasjenjeni rasponi odražavaju neizvjesnost procjene parametara. Posljednji podatci odnose se na 28. kolovoza 2026.

Grafikon D

Vremenski promjenjiva korelacija između financijskih uvjeta u SAD-u i europodručju, raščlanjena po kanalima



Izvori: LSEG, Haver Analytics i izračun stručnjaka ESB-a

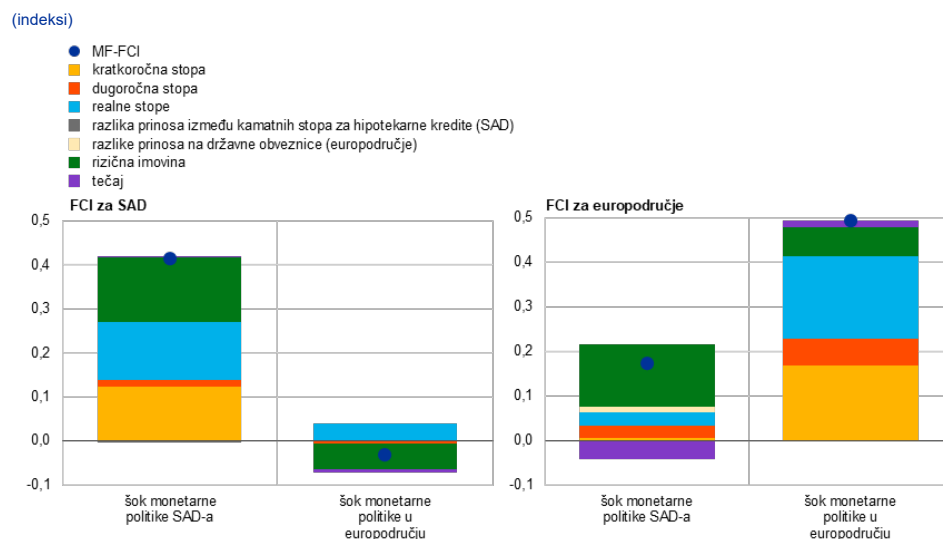
Napomene: Grafikon prikazuje pomičnu korelaciju između promjena indeksa MF-FCI za SAD i onog za europodručje u petodnevnom razdoblju trgovanja, izračunatu za pomični prozor od 252 dana trgovanja i raščlanjenu na doprinose kanala europodručja, koji su prikazani kao obojeni rasponi. Uzorak započinje 5. siječnja 2006. Posljednji podatci odnose se na 28. kolovoza 2026.

Neočekivane promjene kamatnih stopa monetarne politike SAD-a znatno utječu na financijske uvjete u europodručju, a prelijevanje se prenosi uglavnom putem rizične imovine.

Grafikon E prikazuje procijenjene jednodnevne odgovore indeksa FCI za SAD i onog za europodručje na neočekivani šok pooštavanja od 25 baznih bodova u bilo kojoj od tih jurisdikcija.⁷ Šok pooštavanja od strane Odbora federalnih rezerva dovodi do povećavanja indeksa FCI za SAD i, u manjoj mjeri, indeksa FCI za europodručje, pri čemu do prelijevanja dolazi ponajprije zbog ponovnog određivanja cijena rizične imovine, a to je djelomično neutralizirano kanalom tečaja.⁸ Šok pooštavanja od strane ESB-a istog intenziteta povećava indeks FCI za europodručje u komponentama dugoročnih stopa, realnih stopa i rizične imovine, uz malen utjecaj na indeks FCI za SAD.

Grafikon E

Raščlamba odgovora indeksa MF-FCI na šokove monetarne politike SAD-a i u europodručju



Izvori: LSEG, Haver Analytics, Jarociński i Karadi (2020.) i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Odgovori indeksa MF-FCI za SAD (lijevi panel) i europodručje (desni panel) na šokove monetarne politike Odbora federalnih rezerva i ESB-a od 25 baznih bodova utvrđene na temelju visokofrekventnih iznenađenja oko najava politike. Tamnoplave oznake prikazuju odgovor glavnog indeksa, a obojeni stupci prikazuju dodatne doprinose pojedinačnih kanala.

Što se tiče nadolazećeg razdoblja, promjene u očekivanoj dinamici promjene kamatnih stopa monetarne politike SAD-a mogle bi utjecati na financijske uvjete u europodručju, pri čemu će rizična imovina vjerojatno i nadalje biti ključni kanal širenja. Procjene predstavljene u ovom okviru upućuju na zaključak da rizična imovina čini najveći udio u odgovoru financijskih uvjeta u europodručju na šokove monetarne politike SAD-a i da je riječ o najvećem i statistički najrobustnijem kanalu koji se razmatrao. To upućuje na visok stupanj integracije globalnih dioničkih tržišta i tržišta korporativnih obveznica te znači da se promjene u kompenzaciji koja je potrebna za držanje američke rizične imovine prelijevaju na rizičnu imovinu u europodručju, čime se monetarna politika SAD-a prenosi na financijske uvjete u

⁷ Dnevne promjene u tim dvama indeksima MF-FCI i njihovim komponentama regresirane su na šokove monetarne politike SAD-a i od strane ESB-a koji se određuju na osnovi visokofrekventnih iznenađenja oko najava politike, prema Jarociński i Karadi (2020.).

⁸ Prelijevanje šokova monetarne politike SAD-a na dionice u europodručju u skladu je s prethodnim dokazima iz Grothe *et al.* (2021.).

europodručju. Stoga bi svaka nova procjena tržišnih očekivanja glede dinamike promjene kamatnih stopa monetarne politike SAD-a mogla biti popraćena sveobuhvatnim ponovnim određivanjem cijena rizične imovine i prelijevanjem na financijske uvjete u europodručju, neovisno o stajalištu politike ESB-a.

Izvori

- Ajello, A., Cavallo, M., Favara, G., Peterman, W. B., Schindler, J. i Sinha, N. R. (2023.), „[A New Index to Measure U.S. Financial Conditions](#)”, *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 30. lipnja
- Arrigoni, S., Bobasu, A. i Venditti, F. (2022.), „[Measuring Financial Conditions using Equal Weights Combination](#)”, *IMF Economic Review*, sv. 70, str. 668. – 697.
- Bernanke, B. S. i Kuttner, K. N. (2005.), „[What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?](#)”, *The Journal of Finance*, sv. 60, br. 3, str. 1221. – 1257.
- 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
- Caballero, R. J., Caravello, T. E. i Simsek, A. (2026.), „[FCI-star](#)”, *NBER Working Papers*, br. 33952, National Bureau of Economic Research, revidirano
- Ca' Zorzi, M., Dedola, L., Georgiadis, G., Jarociński, M., Stracca, L. i Strasser, G. (2023.), „[Making Waves: Monetary Policy and Its Asymmetric Transmission in a Globalized World](#)”, *International Journal of Central Banking*, sv. 19, broj 2, lipanj, str. 95. – 144.
- Grothe, M., Helmersson, T., Quint, D. i Vassallo, D. (2021.), „[Risk of spillovers from US equity market corrections to euro area markets and financial conditions](#)”, *Financial Stability Review*, ESB, svibanj
- Hatzius, J., Stehn, S. J., Fawcett, N., Fishman, K. R. (2017.), „[Our New G10 Financial Conditions Indices](#)”, *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs, 20. travnja
- Jarociński, M. i Karadi, P. (2020.), „[Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks](#)”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, sv. 12, br. 2, travanj, str. 1. – 43.

6. Kretanja na američkom tržištu dionica tijekom uzleta umjetne inteligencije

Magdalena Grothe, Bruno Lopes Mendes, Ana-Simona Manu i Luca Tondo

Posljednjih godina vrednovanje dionica u SAD-u bilo je potpomognuto snažnim ostvarenim i očekivanim zaradama povezanim s uzletom umjetne inteligencije. „Uzlet umjetne inteligencije” odnosi se na brz tempo inovacija i sve veću upotrebu tehnologija umjetne inteligencije nakon službenog predstavljanja ChatGPT-ja javnosti u studenome 2022., što je dovelo do mogućnosti ulaganja u mnoge sektore u cijelom gospodarstvu i brzog rasta vrednovanja dionica. U skladu s modelom diskontiranja dividenda, povećanje vrednovanja dionica može biti potpomognuto trima glavnim činiteljima: većim očekivanjima glede zarada, nižim diskontnim stopama i nižim premijama za rizik.¹ U vrijeme objave financijskih izvješća početkom ove godine mnoga poduzeća u SAD-u izvijestila su o dobrim rezultatima, a ukupni rast zarade poduzeća u indeksu S&P 500 ponovno je nadmašio prijašnja očekivanja.² Snažne zarade učvrstile su očekivanja o daljnjem rastu dobiti, poduprta kontinuiranim rastom ulaganja povezanih s umjetnom inteligencijom i očekivanjima u vezi s posljedičnim povećanjem produktivnosti. Jedan od načina za mjerenje uloge zarade, kamatnih stopa i premija za rizik u prinosu na vlasnička ulaganja jest primjena modela diskontiranja dividenda, koji dijeli prinose na te ključne komponente. Raščlamba modela pokazuje da su očekivanja glede daljnjeg rasta profitabilnosti poduzeća glavni činitelj koji potiče rast cijena rizične imovine u Sjedinjenim Američkim Državama (Grafikon A, panel a)). Osim što su opravdavala vrednovanja, očekivanja glede visokih zarada također su ublažila rizik vlasničkih vrijednosnih papira, što je vidljivo iz dekompozicije tržišnih procjena izvanrednih rizika za cijene vlasničkih vrijednosnih papira uporabom kvantilnih regresija (Grafikon A, panel b)).

¹ Za detaljniju povijesnu raspravu o ciklusima rasta i pada koji se temelje na tehnologiji na tržištima dionica vidi Andersson *et al.* (2026.).

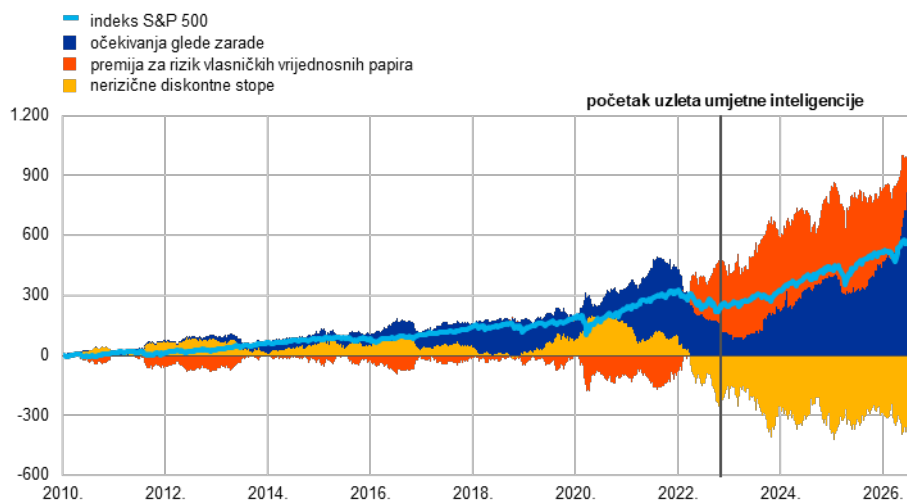
² Za srodne analize kretanja na američkom tržištu dionica, snažnih ostvarenih zarada, rastuće tržišne koncentracije i s njima povezanih rizika vidi Grothe *et al.* (2024.) i ESB-ov *Pregled financijske stabilnosti* (2026.).

Grafikon A

Pokretači cijene vlasničkih vrijednosnih papira u SAD-u

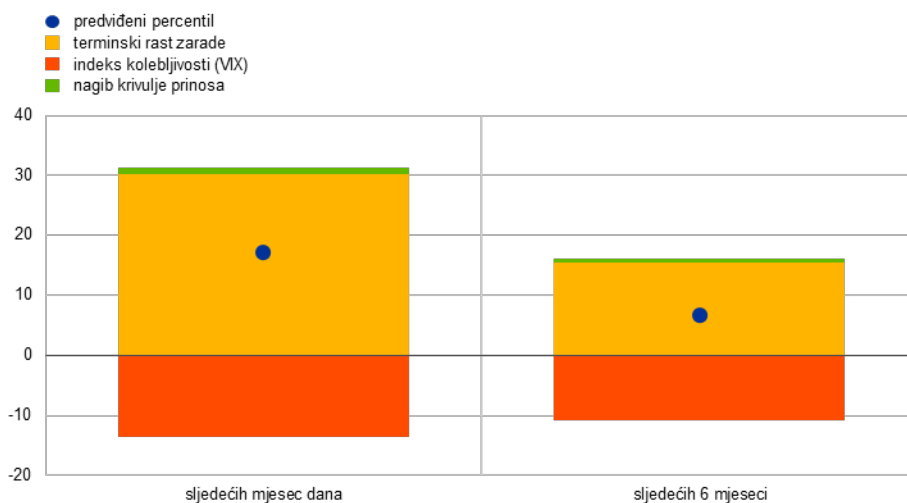
a) dekompozicija prinosa indeksa S&P 500

(kumulativne promjene i doprinosi od siječnja 2010. u postotnim bodovima)



b) dekompozicija predviđenoga 10. percentila prinosa indeksa S&P 500

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Bloomberg, Cboe Global Markets, LSEG, Haver Analytics i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Panel a): Dekompozicija se temelji na modelu diskontiranja dividenda. Model obuhvaća otkupe dionica, diskontirane buduće novčane tokove s kamatnim stopama odgovarajuće ročnosti i tri razdoblja očekivanog rasta dividenda. Rezidual dekompozicije prinosa na očekivanja glede zarade i diskontne faktore, prikazan crvenom bojom, može se tumačiti kao doprinos premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira. Veći doprinos znači nižu premiju za rizik vlasničkih vrijednosnih papira. Pozitivni doprinosi mogu se tumačiti kao raspoloženje prema riziku kojim se podupiru cijene vlasničkih vrijednosnih papira koje nadilaze doprinose očekivanja glede zarada i diskontne stope. „Početak uzleta umjetne inteligencije” odnosi se na kraj listopada 2022. Panel b): Točke označuju očekivani 10. percentil godišnjeg prinosa indeksa S&P 500 za jednomjesečno i šestomjesečno razdoblje procijenjenih kvantilnim regresijama. Variable u modelu jesu ročni raspon ($10y - 2y$), implicitirana kolebljivost vlasničkih vrijednosnih papira (indeks kolebljivosti Cboe (VIX)) i 12-mjesečni terminski rast zarada po dionici. Posljednji podatci odnose se na 21. kolovoza 2026. (panel a), tjedni podatci) te na 31. kolovoza 2026. (panel b)).

Tijekom uzleta umjetne inteligencije sklonost preuzimanju rizika na američkim tržištima dionica bila je snažna, a naknada koju ulagači očekuju da će primiti za rizik vlasničkih vrijednosnih papira pala je na niske razine. Premija za rizik vlasničkih vrijednosnih papira uobičajena je mjera naknade koju ulagači zahtijevaju za preuzimanje rizika vlasničkih vrijednosnih papira, što se može tumačiti kao višak prinosa od vlasničkih vrijednosnih papira u odnosu na nerizičnu imovinu. Ona se

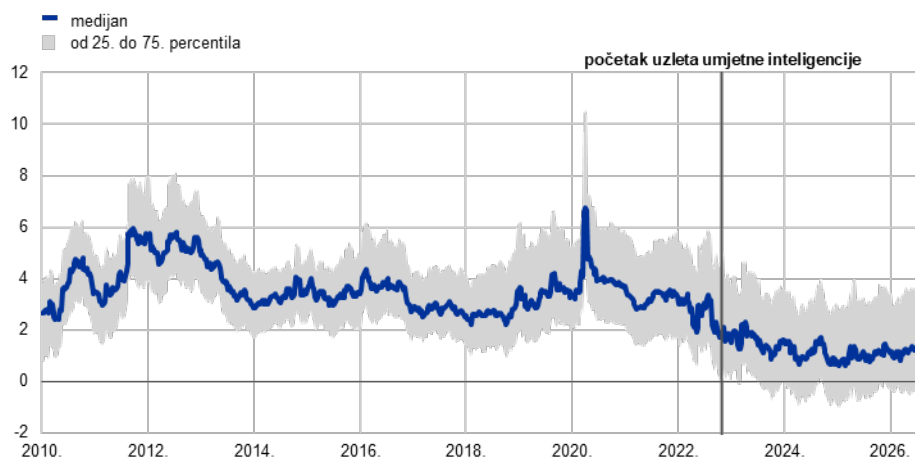
može aproksimirati kao razlika između prinosa zarade poduzeća, što je mjera zarade koju se očekuje da će poduzeće ostvariti u sljedećih 12 mjeseci u odnosu na njegovu cijenu dionica, i prinosa na desetogodišnje američke državne obveznice. S povijesnog stajališta, distribucija premija za rizik vlasničkih vrijednosnih papira po pojedinim dionicama u indeksu S&P 500 postala je uža te je za 25. percentil pala blizu nule (Grafikon B, panel a)). Ako se pobliže promotre distribucije unutar sektora na razini poduzeća, vidljivo je da je određivanje cijene rizika na tržištu dionica postalo prigušeno u nekoliko sektora u SAD-u. Taj je trend posebno izražen u tehnološkom sektoru, u koji su svrstana mnoga poduzeća povezana s umjetnom inteligencijom, ali može se primijetiti i u drugim sektorima, kao što je sektor industrijskih dionica (Grafikon B, panel b)). To vjerojatno odražava povećanu sklonost ulagača izloženosti povezanoj s umjetnom inteligencijom, kao i veći optimizam glede mogućih koristi od uvođenja umjetne inteligencije. Osim toga, na visokorizične dionice unutar sektora pozitivno je utjecalo povoljnije određivanje cijene rizika, što je vidljivo iz užega gornjeg kraja distribucije sektorskih rizika, te upućuje na veću sklonost ulagača preuzimanju rizika u svim sektorima.

Grafikon B

Određivanje cijene rizika vlasničkih vrijednosnih papira poduzeća uvrštenih u indeks S&P 500

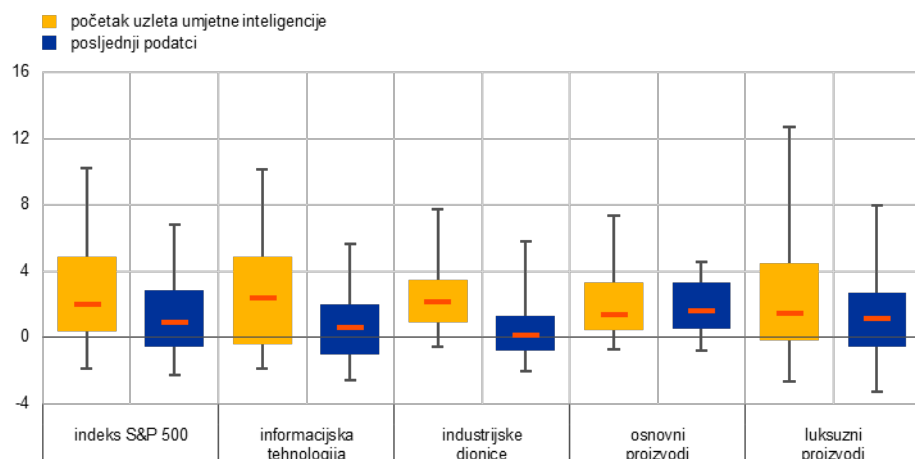
a) distribucija premija za rizik vlasničkih vrijednosnih papira u indeksu S&P 500

(postotni bodovi)



b) distribucija premija za rizik vlasničkih vrijednosnih papira za sektore indeksa S&P 500

(postotni bodovi)



Izvori: LSEG i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Premija za rizik vlasničkih vrijednosnih papira aproksimira se za svako poduzeće u indeksu S&P 500 kao razlika između prinosa zarade poduzeća i prinosa na desetogodišnje američke državne obveznice. Na panelu a) „početak uzleta umjetne inteligencije” odnosi se na kraj listopada 2022. Na panelu b) crvene vodoravne linije označuju medijan, linije iznad i ispod prikazuju 5. i 95. percentil, a žuti i plavi stupci pokrivaju raspon od 25. do 75. percentila. Posljednji podatci odnose se na 28. kolovoza 2026. (tjedni podatci).

Snažna zarada i velika sklonost ulagača riziku pomogle su da američka tržišta dionica ostanu otporna na pritiske povezane s višim dugoročnijim kamatnim stopama u SAD-u i nepovoljnim geopolitičkim utjecajima. Zbog uzleta umjetne inteligencije tržišta dionica u SAD-u ostala su neuobičajeno zaštićena od velikih nepovoljnih šokova. To se može pokazati usporedbom reakcije premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira u SAD-u na šokove prije i nakon početka uzleta umjetne inteligencije, uz primjenu lokalnih projekcija i strukturnih šokova dobivenih iz modela. Od početka uzleta umjetne inteligencije u jesen 2022. premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira u SAD-u pokazivale su manje i neznatne reakcije na nepovoljne makroekonomske šokove u SAD-u i globalne šokove smanjenja sklonosti

riziku, što je u velikoj suprotnosti s prethodno zabilježenim obrascima ponovnog određivanja cijena (Grafikon C, panel a)). Visoka otpornost američkoga tržišta dionica na nepovoljne geopolitičke šokove bila je posebno vidljiva tijekom početnih tjedana sukoba na Bliskom istoku. Analiza studije događaja pomaže u sažimanju reakcija prinosa na vlasnička ulaganja na naglo povećanje geopolitičkog rizika tijekom prva tri mjeseca sukoba. Rezultati pokazuju da su tijekom početne faze sukoba u ožujku 2026. segment američkog tržišta povezan s umjetnom inteligencijom (ovdje aproksimiran skupinom „sedam veličanstvenih poduzeća”) i sektor informacijske tehnologije u širem smislu ostali uglavnom isključeni iz šoka, dok je u drugim sektorima, poput onih koji se bave proizvodnjom osnovnih proizvoda, zabilježen pad prinosa na vlasnička ulaganja (Grafikon C, panel b)).³ U travnju i svibnju šire američko tržište dionica ostalo je otporno na nepovoljne geopolitičke utjecaje, u čemu su prednjačili segmenti povezani s umjetnom inteligencijom.

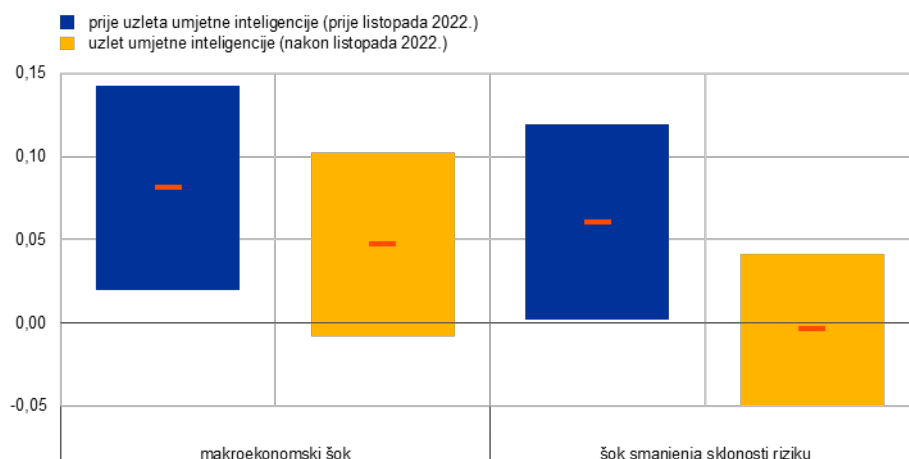
³ Vidi i analizu nedavnih reakcija tržišta na geopolitičke šokove u Ferrari Minesso *et al.* (2026.).

Grafikon C

Osjetljivost određivanja cijene vlasničkih vrijednosnih papira u SAD-u na negativne šokove

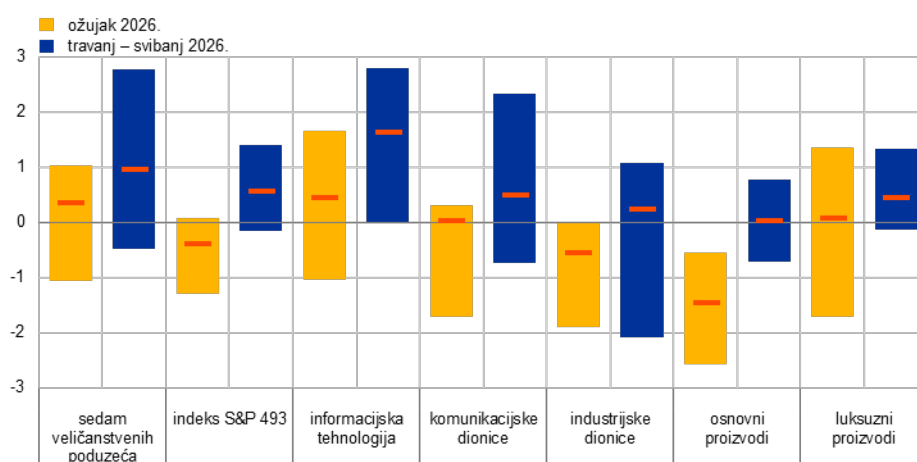
a) odgovor premija za rizik vlasničkih vrijednosnih papira u SAD-u na nepovoljne strukturne šokove prije i nakon početka uzleta umjetne inteligencije

(postotni bodovi)



b) prinos na vlasnička ulaganja u SAD-u tijekom najviših razina geopolitičkog rizika – od ožujka do svibnja 2026.

(postotni bodovi)



Izvori: Bloomberg, LSEG, Haver Analytics i izračun stručnjaka ESB-a

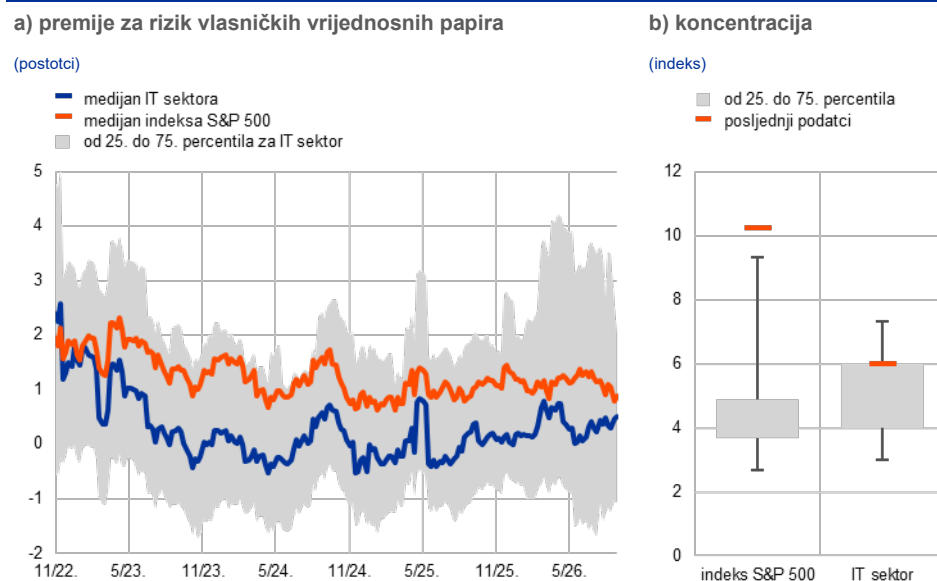
Napomene: Panel a) prikazuje osjetljivost medijana premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira poduzeća u indeksu S&P 500 na negativne makroekonomske šokove u SAD-u i nepovoljne globalne šokove smanjenja sklonosti riziku, procijenjenu na temelju lokalnih projekcija. Šokovi su utvrđeni u modelu BVAR za dvije države kao u Brandt *et al.* (2026.) i kalibrirani su na jednodnevno smanjenje cijene vlasničkih vrijednosnih papira od 3 % za nepovoljni makroekonomski šok i 2 % za šok smanjenja sklonosti riziku. Plavi i žuti stupci prikazuju 95 %-tni interval pouzdanosti, dok crvena linija označuje srednju vrijednost odgovora. Panel b) prikazuje raspon prinosa na vlasnička ulaganja po odabranim događajima koji uzrokuju visoke razine geopolitičkog rizika. Prinosi na vlasnička ulaganja izračunavaju se za odabrane sektore dva dana oko događaja. Dani događaja odabiru se na temelju deset najviših razina indeksa geopolitičkog rizika tijekom početne faze sukoba na Bliskom istoku u ožujku 2026. i tijekom novijeg razdoblja od početne najave prekida vatre. Crvene horizontalne linije označuju medijan. Posljednji podatci odnose se na 31. kolovoza 2026. (panel a), tjedni podatci) te na 29. svibnja 2026. (panel b)).

Unatoč povoljnom određivanju cijene rizika slabljenje raspoloženja prema dionicama čiji je rast bio potaknut uzletom umjetne inteligencije i sve veća diferencijacija cijena među tehnološkim poduzećima stvaraju rizike veće prilagodbe na sve koncentriranijem tržištu. Ako se pobliže promotri distribucija premija za rizik vlasničkih vrijednosnih papira po pojedinačnim dionicama tehnoloških poduzeća, vidljivo je da su se, iako je medijan cijene rizika posljednjih

mjeseci ostao znatno uži, povećali krajevi distribucije (Grafikon D, panel a)). To upućuje na to da su neki dijelovi tržišta, posebno visokorizične dionice unutar gornjega kraja distribucije premija za rizik, osjetljivi na slabljenje sklonosti ulagača preuzimanju rizika, pri čemu ulagači počinju zahtijevati veću naknadu za rizik za svoja ulaganja. Nadalje, rasprodaja u malom broju takvih poduzeća mogla bi dovesti do osjetnijeg pada na tržištu s obzirom na vrlo koncentriranu prirodu tržišta dionica. Herfindahl-Hirschmanov indeks, mjera tržišne koncentracije, nalazi se iznad povijesnog 95. percentila za širi indeks S&P 500 i iznad 75. percentila za IT sektor (Grafikon D, panel b)). Tom se koncentracijom povećava rizik da bi se znatno slabiji rezultati dionica nekoliko poduzeća s vrlo velikom tržišnom kapitalizacijom, posebno onih u vezi sa znatnim ulaganjima povezanim s umjetnom inteligencijom, mogli prelići na šire tržište. To bi moglo izazvati i širu zabrinutost glede toga mogu li se optimistična očekivanja o dobiti istodobno ostvariti za poduzeća i hoće li velika ulaganja financirana zaduživanjem ostati održiva u uvjetima brzog razvoja tehnologije.

Grafikon D

Određivanje cijene rizika vlasničkih vrijednosnih papira i koncentracija u tehnološkom sektoru u SAD-a i indeks S&P 500



Izvori: Bloomberg, LSEG i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Panel a): Premija za rizik vlasničkih vrijednosnih papira izračunava se za svako poduzeće u tehnološkom sektoru indeksa S&P 500 kao razlika između prinosa zarade poduzeća i prinosa na desetogodišnje američke državne obveznice.

Panel b): Koncentracija se mjeri prilagođenim Herfindahl-Hirschmanovim indeksom u rasponu od 1 do broja razmatranih poduzeća.

Linije iznad i ispod prikazuju 5. i 95. percentil distribucije indeksa izračunatog od 1990. godine. Posljednji podatci odnose se na 28. kolovoza 2026. (panel a), tjedni podatci) te na 29. kolovoza 2026. (panel b), tjedni podatci).

Izvori

Grothe, M., Manu, A. i Tomov, T. (2024.), „Što je uzrok otpornosti cijena američkih vlasničkih vrijednosnih papira – tržišna struktura, očekivanja glede zarada ili premije za rizik vlasničkih vrijednosnih papira”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB

Ferrari Minesso, M., Mendes, B., Stalla-Bourdillon, A. i Vidaházy, V. (2026.), „[Kako američka financijska tržišta reagiraju na geopolitičke šokove koji utječu na ponudu nafte](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB

ESB (2026.), [Financial Stability Review](#)

Andersson, M., Breckenfelder, J., Corradin, S., Nikolov, K. i Viola, M. (2026.), „[The AI boom: rational enthusiasm or the next dot-com bubble?](#)”, *ESB-ov blog*, ESB, 17. kolovoza

7. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 6. svibnja do 28. srpnja 2026.

Samuel Bieber i Christian Lizarazo

U ovom se okviru razmatraju likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike Eurosustava u trećem i četvrtom razdoblju održavanja pričuva u 2026. Ta su dva razdoblja zajedno trajala od 6. svibnja do 28. srpnja 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. Povećanje neto autonomnih činitelja također je pridonijelo ukupnom smanjenju viška likvidnosti.

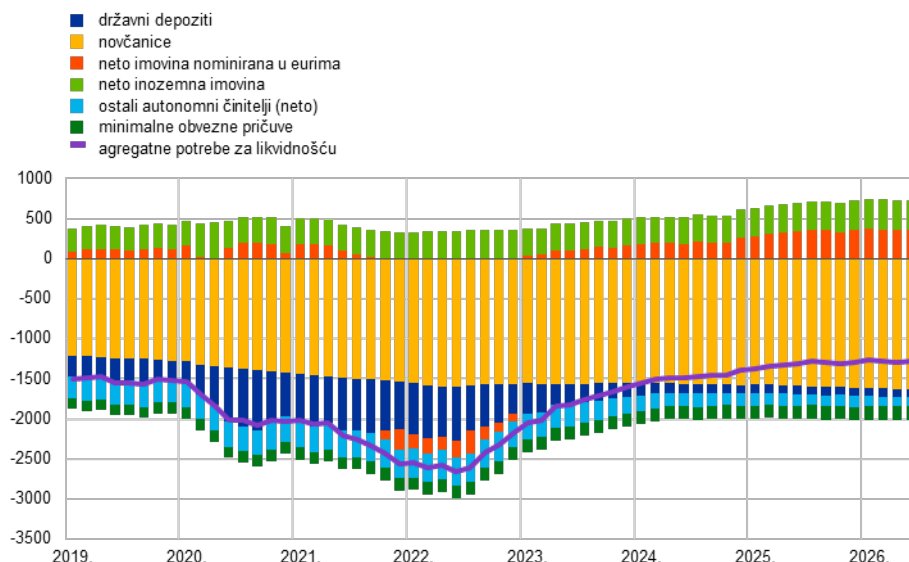
Potrebe za likvidnošću

Prosječne dnevne potrebe za likvidnošću bankovnog sustava europodručja, definirane kao zbroj neto autonomnih činitelja i obveznih pričuva, povećale su se za 11 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na 1.284 mlrd. EUR (Tablica A). Viša razina potreba za likvidnošću bila je potaknuta povećanjem neto autonomnih činitelja, što je uglavnom odražavalo smanjenje autonomnih činitelja puštanja likvidnosti (Tablica A). Minimalne obvezne pričuve porasle su za 2 mlrd. EUR i iznosile 174 mlrd. EUR, što je također 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 četvrto razdoblje održavanja u 2026.

Autonomni činitelji puštanja likvidnosti smanjili su se za 11 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, uglavnom zbog smanjenja neto imovine nominirane u eurima za 15 mlrd. EUR. To se smanjenje može pripisati povećanju depozita nominiranih u eurima koji se ne odnose na operacije monetarne politike i služe za povlačenje likvidnosti. Istodobno se neto inozemna imovina povećala za 4 mlrd. EUR pa je djelomično neutralizirano smanjenje autonomnih činitelja puštanja likvidnosti.

Autonomni činitelji povlačenja likvidnosti ostvarili su umjerenije smanjenje, od 2 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja. Posljedica je to povećanja prosječne vrijednosti novčanica u optjecaju za 16 mlrd. EUR, koje je bilo i više nego neutralizirano smanjenjem neto ostalih autonomnih činitelja za 10 mlrd. EUR i državnih depozita koji se drže u Eurosustavu za 8 mlrd. EUR.

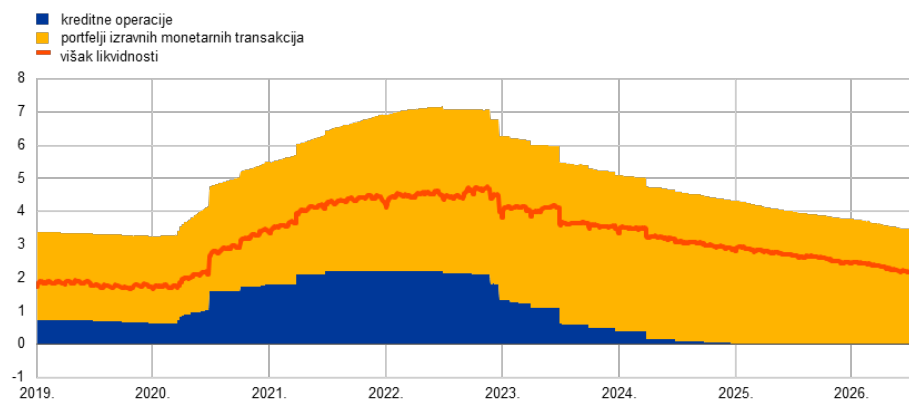
Likvidnost osigurana instrumentima monetarne politike

Prosječan iznos likvidnosti osigurane instrumentima monetarne politike smanjio se za 147 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 3.485 mlrd. EUR (Grafikon B). Do smanjenja puštanja likvidnosti došlo je uglavnom zbog smanjenja portfelja izravnih monetarnih transakcija Eurosustava u iznosu od 150 mlrd. EUR, koje je, budući da nije bilo reinvestiranja, uslijedilo nakon kontinuiranog otkupa vrijednosnih papira u sklopu APP-a i u sklopu PEPP-a. Stoga se iznos likvidnosti osigurane tim portfeljima smanjio na 3.458 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja.

Grafikon B

Likvidnost osigurana operacijama na otvorenom tržištu i višak likvidnosti

(bil. EUR)



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na četvrto razdoblje održavanja u 2026.

Prosječan iznos likvidnosti osigurane kreditnim operacijama povećao se za 3 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 27 mlrd. EUR.

Prosječni nepodmireni iznosi u sklopu glavnih operacija refinanciranja (MRO) i tromjesečnih operacija dugoročnijeg refinanciranja (LTRO) povećali su se za 1 mlrd. EUR i 2 mlrd. EUR. Sudjelovanje u tim redovitim operacijama i nadalje je ograničeno te upućuje na izdašne likvidnosne pozicije banaka i sigurnu dostupnost alternativnih tržišnih izvora financiranja. Međutim, broj banaka koje testiraju održivost sudjelovanja nastavio je rasti u 2026., što upućuje na to da jačaju operativnu spremnost za pristup tim operacijama.

Višak likvidnosti

Višak likvidnosti bio je niži za 157 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja i iznosio je 2.201 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 pokrića minimalnih pričuva. Nakon što je dosegnuo najvišu razinu od 4.748 mlrd. EUR u studenome 2022., višak likvidnosti postojano se smanjuje.

Kretanja kamatnih stopa

Upravno vijeće povećalo je tri ključne kamatne stope ESB-a za 25 baznih bodova tijekom promatranog razdoblja, uključujući stopu na novčani depozit kojom usmjerava stajalište monetarne politike. Nakon tog povećanja kamatne stope za novčani depozit, glavne operacije refinanciranja i mogućnost posudbe na kraju dana iznosile su 2,25 %, 2,40 % i 2,65 % (Tablica B).

Prosječna eurska kratkoročna kamatna stopa (€STR) porasla je za 25 baznih bodova u promatranom razdoblju, u skladu s povećanjem kamatne stope na novčani depozit. €STR je ostao prosječno za 6,8 baznih bodova niži od kamatne stope na novčani depozit tijekom promatranog razdoblja te je bio nepromijenjen u odnosu na prvo i drugo razdoblje održavanja u 2026.

U istom je razdoblju prosječna repo stopa europodručja, mjerena indeksom RepoFunds Rate Euro, ostala bliže kamatnoj stopi na novčani depozit nego €STR-u. Repo stopa bila je prosječno za 1,6 baznih bodova viša od kamatne stope na novčani depozit, što je povećanje u odnosu na 0,7 baznih bodova u prethodnom promatranom razdoblju.

Tablica A

Likvidnosni uvjeti u Eurosustavu

(prosjeći, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 6. svibnja – 28. srpnja 2026.						prethodno promatrano razdoblje: 11. veljače – 5. svibnja 2026.	
	treće i četvrto razdoblje održavanja		treće razdoblje održavanja: 6. svibnja – 16. lipnja 2026.		četvrto razdoblje održavanja: 17. lipnja – 28. srpnja 2026.		prvo i drugo razdoblje održavanja	
činitelji puštanja likvidnosti								
autonomni činitelji	730	(–11)	728	(–6)	731	(+2)	740	(+35)
– neto inozemna imovina	376	(+4)	377	(+3)	375	(–2)	371	(+8)
– neto imovina nominirana u eurima	354	(–15)	352	(–9)	356	(+4)	369	(+28)
operacije monetarne politike	3.485	(–147)	3.514	(–78)	3.456	(–59)	3.632	(–145)
– MRO	14	(+1)	13	(–1)	15	(+1)	13	(–0)
– LTRO	13	(+2)	13	(+1)	14	(+1)	11	(+0)
– portfelji izravnih monetarnih transakcija	3.458	(–150)	3.488	(–78)	3.427	(–61)	3.608	(–144)
– ostalo puštanje likvidnosti	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	0
činitelji povlačenja likvidnosti								
autonomni činitelji	1.840	(–2)	1.844	(+4)	1.836	(–8)	1.842	(–0)
– novčanice u optjecaju	1.628	(+16)	1.623	(+7)	1.632	(+9)	1.612	(+5)
– državni depoziti	96	(–8)	97	(–5)	94	(–3)	104	(+2)
– ostali autonomni činitelji (neto)	116	(–10)	123	(+2)	110	(–13)	126	(–8)
operacije monetarne politike								
– ostalo povlačenje likvidnosti	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
likvidnost i stalno raspoložive mogućnosti								
– tekući računi kreditnih institucija	253	(+76)	179	(+0)	328	(+150)	177	(+3)
– minimalne obvezne pričuve ¹⁾	174	(+2)	174	(+2)	174	(+0)	172	(+3)
– mogućnost posudbe na kraju dana	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(–0)
– novčani depozit	2.121	(–231)	2.221	(–88)	2.022	(–198)	2.353	(–112)
– višak likvidnosti ²⁾	2.201	(–157)	2.225	(–90)	2.177	(–49)	2.358	(–112)
ostale informacije zasnovane na likvidnosti								
– agregatne potrebe za likvidnošću ³⁾	1.284	(+11)	1.289	(+12)	1.279	(–10)	1.273	(–33)
– neto autonomni činitelji ⁴⁾	1.110	(+9)	1.115	(+10)	1.105	(–10)	1.102	(–35)

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“ 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: 6. svibnja – 28. srpnja 2026.				prethodno promatrano razdoblje: 11. veljače – 5. svibnja 2026.			
	treće razdoblje održavanja: 6. svibnja – 16. lipnja 2026.		četvrto razdoblje održavanja: 17. lipnja – 28. srpnja 2026.		prvo razdoblje održavanja: 11. veljače – 24. ožujka 2026.		drugo razdoblje održavanja: 25. ožujka – 5. svibnja 2026.	
MRO	2,15	(+0,00)	2,40	(+0,25)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
moгуćnost posudbe na kraju dana	2,40	(+0,00)	2,65	(+0,25)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
novčani depozit	2,00	(+0,00)	2,25	(+0,25)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
€STR	1,93	(–0,00)	2,18	(+0,25)	1,93	(–0,00)	1,93	(+0,00)
RepoFunds Rate Euro	2,01	(+0,00)	2,27	(+0,26)	2,01	(–0,00)	2,01	(+0,01)

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“ 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.

Za izradu ovog Biltena odgovoran je Izvršni odbor ESB-a. Prijevođe pripremaju i objavljuju nacionalne središnje banke.

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 9. rujna 2026.

PDF

ISSN 2363-3603, QB-01-26-065-HR-N