



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

Ekonomski bilten

Broj 4/2026.



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	30
5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja	35
6. Fiskalna kretanja	40
Okviri	44
1. Umjetna inteligencija i američko tržište rada: učinci na rast zaposlenosti	44
2. Kako američka financijska tržišta reagiraju na geopolitičke šokove koji utječu na ponudu nafte	49
3. Državne potpore u EU-u: promjenjivo okružje	55
4. Više cijene nafte zbog rata na Bliskom istoku: procjena nepovoljnih utjecaja na rast u europodručju	61
5. Praćenje kretanja na tržištu rada u europodručju promatranjem najava restrukturiranja	67
6. Zašto je inflacija cijena dobara i nadalje niska? Uloga izloženosti uvozu iz Kine	73
7. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 11. veljače do 5. svibnja 2026.	80
8. Smanjenje salda tekućeg računa europodručja u 2025.	86

Gospodarska, financijska i monetarna kretanja

Sažetak

Upravno vijeće obvezalo se utvrditi monetarnu politiku kojom će se postići stabilizacija inflacije na ciljnoj razini od 2 % u srednjoročnom razdoblju. U skladu s tim odlučilo je na sastanku održanom 11. lipnja 2026. povećati tri ključne kamatne stope ESB-a za 25 baznih bodova. Rat na Bliskom istoku stvara pritiske na inflaciju, a odluka o povećanju kamatnih stopa primjerena je cijelom rasponu scenarija koji pokazuju kako bi se šok mogao razvijati i utjecati na srednjoročne izgleda za europodručje.

Prema osnovnom scenariju makroekonomskih projekcija stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2026. očekuje se da će prosječna stopa ukupne inflacije iznositi 3,0 % u 2026., 2,3 % u 2027. i 2,0 % u 2028. U vezi s inflacijom bez energije i hrane u osnovnim projekcijama predviđa se prosječna stopa od 2,5 % u 2026. i 2027. te 2,2 % u 2028. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2026. stručnjaci su revidirali naviše osnovnu projekciju inflacije u 2026. i 2027. zbog više putanje cijena energije, za koje se očekuje da će u određenoj mjeri utjecati na inflaciju hrane, robe i usluga. U osnovnim projekcijama predviđa se prosječna stopa gospodarskog rasta od 0,8 % u 2026., 1,2 % u 2027. i 1,5 % u 2028. Riječ je o reviziji naniže za 2026. i 2027. zbog izraženijeg utjecaja rata na tržišta sirovina, realne dohotke i povjerenje.

Izgledi su i nadalje neizvjesni uz pozitivne rizike za inflaciju i negativne rizike za gospodarski rast. Cjelokupne posljedice rata za srednjoročnu inflaciju i rast ovisit će o jačini i trajanju šoka cijena energije te opsegu neizravnih učinaka i drugoga kruga učinaka. Iz te neizvjesnosti proizlazi širok raspon mogućih ostvarenja inflacije i rasta u posuvremenjenim ilustrativnim scenarijima koje su izradili stručnjaci Eurosustava i koji su objavljeni na mrežnim stranicama ESB-a u sklopu [projekcija iz lipnja 2026.](#)

Odluka donesena 11. lipnja omogućuje Upravnom vijeću da ostane u dobrom položaju i prebrodi neizvjesnost izazvanu ratom. Pomno će pratiti situaciju i 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

Za gospodarstvo u europodručju zabilježen je rast u prvom tromjesečju 2026., prilagođeno za privremeni činitelj u Irskoj, kojem su pridonijeli domaća potražnja i izvoz. No rat na Bliskom istoku nepovoljno utječe na aktivnost i rezultati ankete upućuju na usporavanje, posebno u uslužnom sektoru. Sektor prerađivačke industrije zasad je otporan, djelomično zato što su poduzeća stvarala zalihe kako bi se mogla nositi s pritiscima u opskrbnim lancima, ali i zbog veće potrošnje na obranu.

Tržište rada i nadalje je otporno. Nezaposlenost, koja je u travnju iznosila 6,3 %, ostala je blizu najnižih razina dosad. U prvom su se tromjesečju otvarala nova radna mjesta, premda sporije nego u posljednjem tromjesečju 2025. Nastavilo se hlađenje potražnje za radnom snagom te poduzeća i kućanstva očekuju slabljenje tržišta rada.

Stručnjaci očekuju da će u sljedećem razdoblju domaća potražnja biti slabija nego što su predvidjeli u ožujku 2026. zbog nepovoljnog utjecaja rata na povjerenje i većih troškova energije na realne dohotke. Istodobno su bilance kućanstava općenito dobre i potrošnja bi trebala ostati glavni pokretač rasta. Veći troškovi energije i manje povjerenje nepovoljno će utjecati na privatno ulaganje u kratkoročnom razdoblju, ali trebalo bi ga podupirati ulaganje poduzeća u nove digitalne tehnologije. Veća državna potrošnja na obranu i infrastrukturu trebala bi i nadalje pridonositi javnom ulaganju. Očekuje se da će ti činitelji u određenoj mjeri ublažiti negativne posljedice rata.

Upravno je vijeće istaknulo potrebu za žurnim jačanjem gospodarstva europodručja uz istodobno održavanje snažnih javnih financija. Fiskalna održivost ključno je uporište šire gospodarske stabilnosti. Fiskalni odgovori na šok cijena energije trebali bi biti privremeni, ciljani i prilagođeni, kao što je Europska komisija naglasila u proljetnom paketu europskog semestra 2026. Provedba reforma s ciljem povećanja potencijala za rast u europodručju i ubrzanja energetske tranzicije radi smanjenja ovisnosti o fosilnim gorivima nikad nije bila važnija. Dovršetak unije za štednju i ulaganja ključan je za financiranje inovacija, potporu zelenoj i digitalnoj tranziciji te povećanje produktivnosti. Digitalni euro i tokenizirani centralnobankarski novac za velika plaćanja pridonijet će strateškoj autonomiji, konkurentnosti i financijskoj integraciji Europe te potaknuti inovacije u plaćanjima. Stoga je bitno brzo donijeti Uredbu o uvođenju digitalnog eura. Pojednostavnjenje i usklađivanje propisa na jedinstvenom tržištu EU-a pridonijet će bržem rastu europskih poduzeća.

Inflacija

Inflacija je porasla s 3,0 % u travnju na 3,2 % u svibnju 2026. Inflacija cijena energije blago je porasla s 10,8 % u travnju na 10,9 %, a inflacija cijena hrane pala je s 2,4 % na 2,0 %. Inflacija bez energije i hrane porasla je s 2,2 % u travnju na 2,5 %, dok je inflacija cijena robe blago porasla, na 0,9 %, a inflacija cijena usluga povećala se s 3,0 % na 3,5 %.

Domaći troškovni pritisci oslabjeli su u prvom tromjesečju 2026., čemu je pridonio slabiji rast plaća i dobiti. ESB-ov alat za praćenje plaća i rezultati ankete o očekivanjima u vezi s plaćama i nadalje upućuju na slabljenje rasta plaća tijekom godine. Međutim, zbog sve većih troškova nabave drugih inputa poduzeća očekuju da će povećati prodajne cijene. Nadalje, neki pokazatelji temeljne inflacije već su porasli zbog šoka cijena energije. Kratkoročnija inflacijska očekivanja i nadalje su na razinama koje su znatno više od onih zabilježenih prije izbijanja rata na Bliskom istoku. Istodobno je većina mjera dugoročnih inflacijskih očekivanja na razinama od oko 2 %, što podupire stabilizaciju inflacije na razinama oko našeg cilja u srednjoročnom razdoblju.

Zbog povećanja cijena energije inflacija će tijekom ljeta dodatno porasti i ostati na razinama koje su znatno iznad ciljne i u prvoj polovini 2027. Povećanje cijena energije utjecat će i na inflaciju cijena hrane, robe i usluga. Inflacija bi se potom u drugoj polovini 2027. trebala vratiti na ciljnu razinu pod utjecajem pada cijena energije i sporijeg rasta drugih cijena. Međutim, rat na Bliskom istoku i nadalje je važan izvor neizvjesnosti. Što cijene energije dulje ostanu visoke, veća je vjerojatnost da će potaknuti rast šire inflacije preko neizravnih učinaka i drugoga kruga učinaka. Upravno vijeće pomno će motriti veličinu i trajanje porasta cijena energije te kako on utječe na određivanje cijena i plaća, inflacijska očekivanja i općenito gospodarsku dinamiku.

Procjena rizika

Rizici za izgleda za rast negativni su, u prvom redu zbog rata na Bliskom istoku, koji pogoršava okružje već kolebljivih globalnih politika. Dugotrajan poremećaj opskrbe energentima mogao bi prouzročiti dodatno i dulje povećanje cijena energije u odnosu na sadašnja očekivanja. Ti bi činitelji dodatno pridonijeli smanjenju realnih dohodaka te smanjenju sklonosti poduzeća i kućanstava ulaganju i potrošnji. Nepovoljan utjecaj na rast pojačao bi se u slučaju da zatvaranje glavnih pomorskih ruta izazove akutne manjkove ključnih inputa koji bi prisilili poduzeća u europodručju da smanje proizvodnju. Nepovoljan utjecaj na potražnju mogli bi imati pogoršanje raspoloženja na globalnim financijskim tržištima ili pooštrenje ponude kredita. Dodatne napetosti u međunarodnoj trgovini mogle bi dodatno poremetiti opskrbe lance, smanjiti izvoz te oslabiti potrošnju i ulaganje. Druge geopolitičke napetosti, posebno neopravdani rat koji Rusija vodi protiv Ukrajine, i nadalje su važan izvor neizvjesnosti. Nasuprot tomu, rast bi mogao biti veći ako se gospodarstvo i tržišta energentima prilagode poremećaju koji je izazvao rat na Bliskom istoku brže nego što se sada očekuje ili ako se rat vrlo brzo i održivo završi. Nadalje, rast bi mogao biti veći od očekivanoga zbog planirane potrošnje na obranu i infrastrukturu te reforma kojima se potiče produktivnost i uvođenja novih tehnologija u poduzećima europodručja. Rast bi mogao nadmašiti sadašnja očekivanja i zahvaljujući dubljoj integraciji jedinstvenog tržišta.

Rizici za inflacijske izgleda pozitivni su. Bude li porast cijena energije veći i dulji u odnosu na sadašnja očekivanja, inflacija u europodručju još će porasti. Taj bi utjecaj mogao biti jači i dulje potrajati ako se više cijene energije preliju na druge cijene i

plaće u većoj mjeri nego što se očekuje, ako se zato povećaju dugoročnija inflacijska očekivanja ili ako dođe do šireg poremećaja globalnih opskrbnih lanaca. Kontinuirane trgovinske napetosti mogle bi prouzročiti i veću fragmentaciju globalnih opskrbnih lanaca, smanjenje opskrbe kritičnim sirovinama i povećanje ograničenja kapaciteta u gospodarstvu europodručja. Cijene hrane mogle bi biti više od očekivanih zbog ekstremnih vremenskih uvjeta i općenito zbog razvoja kriza povezanih s klimatskim promjenama i prirodom. Nasuprot tomu, inflacija bi mogla biti malo niža ako gospodarske posljedice rata na Bliskom istoku potraju kraće u odnosu na sadašnja očekivanja ili ako neizravni učinci ili drugi krug učinaka budu manje izraženi nego što se predviđa. Veća kolebljivost i nesklonost riziku na financijskim tržištima mogli bi nepovoljno utjecati na potražnju te bi tako također pridonijeli smanjenju inflacije.

Financijski i monetarni uvjeti

Uvjeti financiranja uglavnom se nisu promijenili od prethodnog sastanka Upravnog vijeća održanog 30. travnja 2026., ali i nadalje su stroži od predratnih. Trošak tržišnoga dužničkog financiranja porastao je s 3,9 % u ožujku na 4,0 % u travnju. U travnju su kamatne stope banaka na kredite poduzećima ostale nepromijenjene i iznosile su 3,6 %. Ostale su nepromijenjene i kamatne stope na hipotekarne kredite, koje su iznosile 3,4 %.

Godišnja stopa rasta bankovnih kredita poduzećima povećala se s 3,2 % u ožujku na 3,4 % u travnju, a stopa rasta izdavanja korporativnih obveznica povećala se na 4,6 %. Stopa rasta hipotekarnih kredita u travnju je ponovno iznosila 3,0 %.

U skladu sa svojom strategijom monetarne politike Upravno vijeće temeljito je procijenilo povezanost monetarne politike i financijske stabilnosti. Banke u europodručju otporne su zahvaljujući solidnim stopama kapitala i koeficijentima likvidnosti, kvaliteti imovine i profitabilnosti. Međutim, iz naglog, velikog pada cijena financijske imovine, kojem bi mogli pridonijeti nebankarski financijski sektor i sve lošija kvaliteta imovine, posebno u energetski i trgovinski osjetljivim sektorima, proizišli bi rizici za financijsku stabilnost. Što dulje potraju geopolitički sukobi koji su u tijeku, to su ti rizici veći. Makrobonitetna politika i nadalje je prva linija obrane od rasta financijskih ranjivosti jer pridonosi otpornosti i očuvanju prostora makrobonitetnog djelovanja.

Odluke o monetarnoj politici

Na sastanku održanom 11. lipnja 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 2,25 %, kamatna stopa za glavne operacije refinanciranja 2,40 %, a kamatna stopa za mogućnost posudbe na kraju dana 2,65 %. Povećanje je stupilo na snagu 17. lipnja 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 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

Globalna gospodarska aktivnost ostala je otporna na početku 2026., no dugotrajni rat na Bliskom istoku smanjuje izgleda za rast zbog viših cijena energije, strožih uvjeta financiranja i povećane neizvjesnosti. Početkom godine globalnu su gospodarsku aktivnost i trgovinu podržali snažna proizvodnja u prerađivačkoj industriji i ulaganja povezana s umjetnom inteligencijom. Usto, aktivnost je poduprlo i preventivno stvaranje zaliha robe osjetljive na cijene energije, što je posebice bilo vidljivo u Sjedinjenim Američkim Državama, Kini i ostalim azijskim državama s tržištima u nastajanju. Izravno prelijevanje utjecaja rata na Bliskom istoku na trgovinu bez energije i pomorski prijevoz dosad je bilo ograničeno, ali pritisci na strani ponude intenzivirali su se za naftu, rafinirana goriva i ostalu robu osjetljivu na cijene energije. Istodobno je globalna inflacija porasla, a povećani troškovi energije počeli su se prenositi na šire cjenovne pritiske. Stoga makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2026. upućuju na slabiji globalni rast u 2026. u odnosu na prethodnu projekciju, kao i na višu globalnu inflaciju u 2026. i 2027.

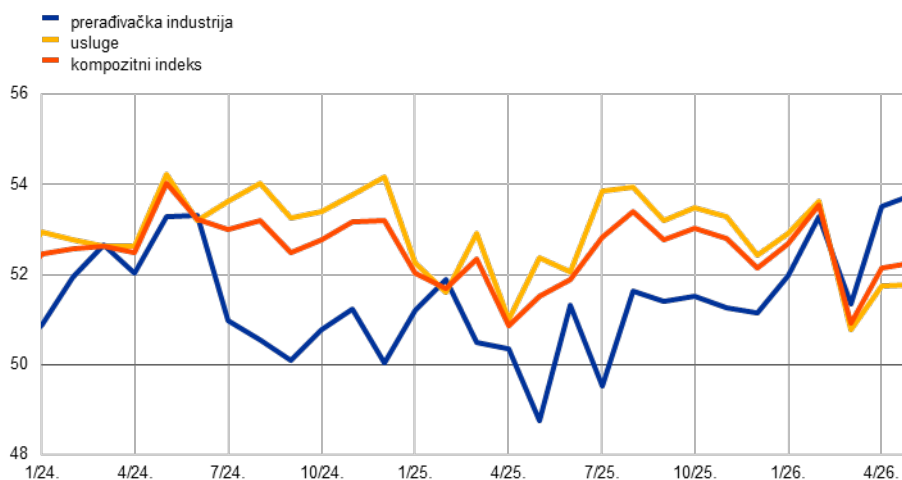
Globalna gospodarska aktivnost ostala je otporna na početku 2026., potaknuta proizvodnjom u prerađivačkoj industriji i preventivnim stvaranjem zaliha robe osjetljive na cijene energije. Novi podatci iz nacionalnih računa upućuju na to da se globalna gospodarska proizvodnja povećala za 0,7 % na tromjesečnoj razini u prvom tromjesečju 2026., u usporedbi s 0,8 % u četvrtom tromjesečju 2025. Prema anketnim pokazateljima otpornost se nastavila na početku drugog tromjesečja 2026., pri čemu se globalni kompozitni indeks PMI za proizvodnju oporavio u travnju i svibnju 2026. nakon snažnog pada u ožujku (Grafikon 1., panel a)). Ubrzanje je uglavnom potaknuo prerađivački sektor, a oporavak u uslužnom sektoru bio je prigušeniji. Upućivanja na „predopskrbu”, „sigurnosne zalihe” i povezane pojmove u pozivima o zaradi u energetske i energetske intenzivnom sektoru znatno su se povećala, što upućuje na zaključak da poduzeća stvaraju zaštitne slojeve zbog povećane nesigurnosti povezane s ratom na Bliskom istoku i mogućim poremećajima u opskrbi (Grafikon 1., panel b)). Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2026. snažan rast u prvom tromjesečju 2026. i privremeni činitelji koji podupiru globalnu gospodarsku aktivnost djelomično ublažavaju nepovoljne učinke rata na Bliskom istoku u kratkoročnom razdoblju, ali ne očekuje se da će spriječiti sveobuhvatno usporavanje aktivnosti u 2026.

Grafikon 1.

Globalna proizvodnja mjerena indeksom PMI (bez europa područja) i globalna upućivanja u pozivima o zaradi poduzeća

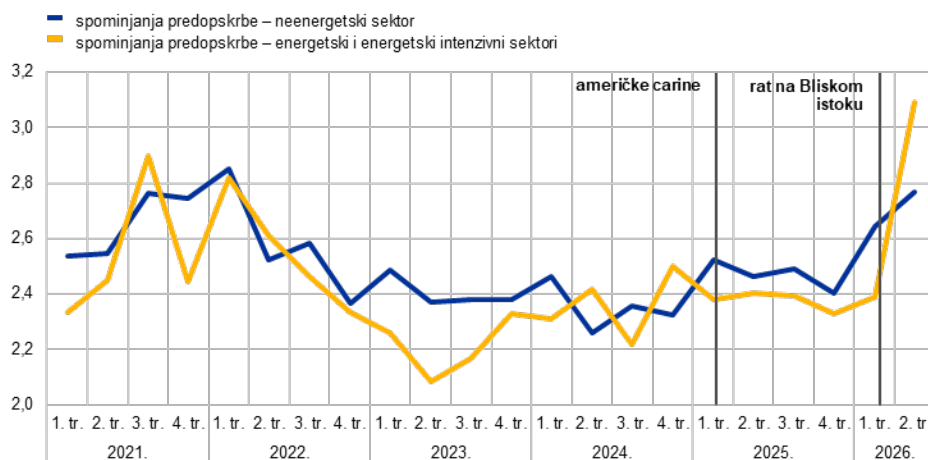
a) indeksi PMI

(indeksi rasprostranjenosti)



b) pozivi o zaradi poduzeća

(broj rečenica po pozivu o zaradi)



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

Napomene: U panelu a) vodoravna linija kod vrijednosti 50 označuje neutralnu osnovnu vrijednost koja razdvaja ekspanziju i kontrakciju. U panelu b) pozivi o zaradi odnose se na prosječan broj spominjanja „predopkrbe” i sličnih pojmova tijekom poziva o zaradi poduzeća diljem svijeta. Energetski i energetska intenzivna sektora obuhvaćaju fosilna goriva, energiju iz obnovljivih izvora, uran, kemikalije, prijevoz i maloprodaju hrane i lijekova te primijenjene resurse. Američke carine odnose se na prvu provedbu carinskih mjera koje su uvedene tijekom drugog mandata predsjednika Trumpa. Rat na Bliskom istoku odnosi se na početak sukoba. Posljednji su podatci za svibanj 2026. za panel a) i 15. svibnja 2026. za panel b).

Izgledi za globalni gospodarski rast oslabjeli su zbog povećane nesigurnosti uzrokovane nepovoljnim utjecajem sukoba na Bliskom istoku na cijene energije i financijske uvjete.

Poremećaji povezani s Hormuškim tjesnacem i nepostojanje konačnog mirovnog sporazuma nastavili su utjecati na rast cijena energije, posebice cijena nafte. Iako snažna ulaganja povezana s umjetnom inteligencijom, otporni trgovinski tokovi i poticajne mjere politike donekle ublažavaju taj utjecaj, očekuje se da će povećane cijene energije i stroži uvjeti financiranja sve više usporavati rast osobne potražnje. Predviđa se da će se globalni rast realnog

BDP-a usporiti s 3,6 % u 2025. na 3,0 % u 2026. te se potom neznatno oporaviti na 3,2 % u 2027. i 3,3 % u 2028.¹

Cijene sirovina i nadalje su vrlo kolebljive, pri čemu su tržišta energenata i nadalje pod utjecajem blokade Hormuškog tjesnaca i promjena očekivanja povezanih s potencijalnim konačnim mirovnim sporazumom. Cijene nafte pale su za 15 %, na 94 USD po barelu tijekom promatranog razdoblja (od 19. ožujka do 10. lipnja 2026.), ali su i nadalje za 32 % više u odnosu na razine zabilježene prije rata. Početni pad uslijedio je nakon objave primirja između Sjedinjenih Američkih Država i Irana u travnju, a daljnje je smanjenje cijena nafte odražavalo ponovna očekivanja da će dugotrajnije primirje stvoriti preduvjete za širi mirovni sporazum između dviju država. Unatoč tome, cijene nafte ostale su vrlo kolebljive tijekom promatranog razdoblja, a izvoz energenata kroz Hormuški tjesnac nastavio je trpjeti ozbiljne poremećaje. Dugotrajna ograničenja prijevoza kroz Hormuški tjesnac mehanički su pooštrila uvjete u kojima se odvija globalna opskrba energijom, što je rezultiralo kontinuiranim pritiscima na rast cijena energije. Europske cijene plina također su osjetno pale i smanjile se za 21 %. Kao što je bilo i s tržištima nafte, glavni pokretač smanjenja cijena plina u promatranom razdoblju bila su očekivanja dugotrajnijeg primirja. Osim toga, pritisci na rast cijena plina ublaženi su i smanjenim uvozom ukapljenoga prirodnog plina (UPP) u Aziju u ožujku i travnju 2026. zbog blažih vremenskih uvjeta i sve češće zamjene plina ugljenom u Kini. Međutim, situacija je i nadalje iznimno kolebljiva i nesigurna jer još uvijek dolazi do poremećaja u tokovima opskrbe UPP-om.² Cijene hrane uglavnom su ostale stabilne, pri čemu su niže cijene kave, potaknute snažnom proizvodnjom u Brazilu, uglavnom neutralizirale više cijene kakaa u kontekstu problema povezanih sa sezonom potencijalno snažnog *el niña* koji se očekuje u nastavku godine. Cijene metala povećale su se za 13 % zbog poremećaja u opskrbi aluminijem na području Bliskog istoka i očekivanja povezanih sa smanjenjem proizvodnje bakra u Čileu.

Pritisci na strani ponude povećali su se, no trenutačni dokazi upućuju na koncentrirane nestašice određenih inputa, a ne na sveobuhvatne poremećaje u globalnoj logistici. Vremena dostave dobavljača mjerena indeksom PMI produljila su se u travnju, posebice u europodručju i Ujedinjenoj Kraljevini, pri čemu poduzeća navode da je došlo do pogoršanja u nestašici nafte, polimera i kemikalija. Iako se nestašice nalaze iznad uobičajenih razina, dokazi još uvijek ne upućuju na široko rasprostranjene poremećaje u globalnoj logistici. Kontejnerski prijevoz izvan Hormuškog tjesnaca uglavnom nije zahvaćen. U tom smislu, trenutačna situacija više djeluje kao izolirani šok na strani opskrbe inputima nego kao širi poremećaj u globalnoj logistici kakav je zabilježen 2021. i 2022. Međutim, fizički bi se manjci mogli intenzivirati ako Hormuški tjesnac ostane zatvoren dulje vrijeme, posebice za naftu, rafinirana goriva i ostale energetske intenzivne inpute, što je značajan negativni rizik za gospodarsku aktivnost i pozitivan rizik za globalnu inflaciju.

¹ Za više pojedinosti vidi Okvir 1. „Makroekonomskih projekcija stručnjaka Eurosustava za europodručje, lipanj 2026.“, objavljen na mrežnim stranicama ESB-a 11. lipnja 2026.

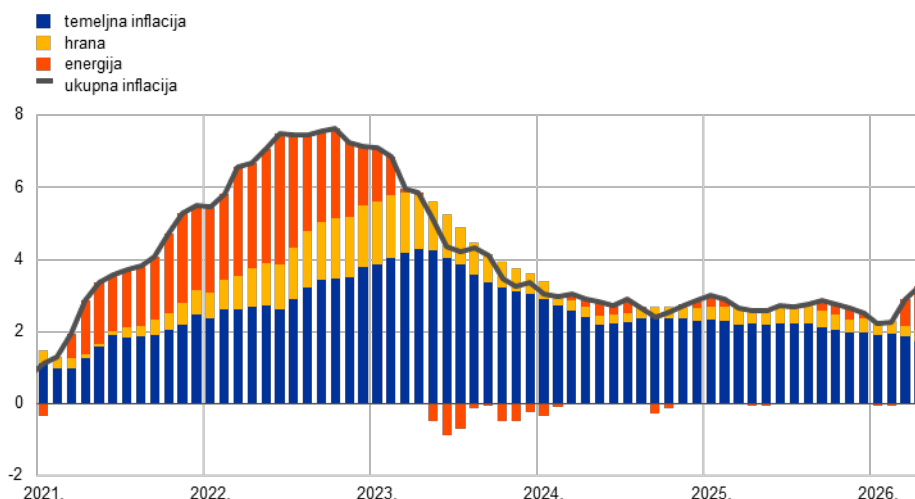
² U ovom je odjeljku riječ o promjenama promptnih cijena između ožujka i lipnja 2026. One se razlikuju od promjena u tehničkim pretpostavkama u projekcijama između ožujka i lipnja 2026. zbog razlika u tržišnim krajnjim datumima, kao i zbog primjene promptnih i terminskih cijena nafte izračunatih kao prosjek razdoblja od nekoliko radnih dana tijekom procesa izrade projekcije.

Globalna inflacija povećala se u travnju, a pritisci proizvođačkih troškova na cijene otad su se intenzivirali početkom širenja energetskega šoka. Globalna ukupna inflacija u državama članicama Organizacije za gospodarsku suradnju i razvoj (OECD) bez Turske povećala se s 3,3 % u ožujku 2026. na 3,5 % u travnju, što uglavnom odražava višu inflaciju cijena energije (Grafikon 2.).³ Očekuje se da će energetska šok povećati i temeljnu inflaciju preko povećanja proizvodnih troškova. Globalne cijene ulaznih proizvoda prema indeksu PMI porasle su u travnju, što upućuje na zaključak da je velik udio poduzeća naveo da je došlo do povećanja troškova inputa, dok je dinamika povećanja pokazatelja cijena inputa u uslužnom sektoru bila nešto umjerenija. Budući da pokazatelji mjereni indeksom PMI mjere udio ispitanika koji su izvijestili o povećanju cijena, a ne razmjere promjene cijena, ti podatci upućuju na širenje pritiska proizvođačkih troškova na cijene. Projekcijama se predviđa da će globalna inflacija bez europodručja porasti na 3,5 % u 2026. i da će se usporiti na 3,0 % u 2027. i 2,5 % u 2028.

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 europodručja koje su članice OECD-a i ne obuhvaća Tursku. Izračunava se primjenom godišnjih pondera indeksa potrošačkih cijena na području OECD-a. Posljednji podatci odnose se na travanj 2026.

Globalni rast uvoza premašio je očekivanja u prvom tromjesečju, ali očekuje se da će zamah oslabjeti zbog slabljenja učinaka stvaranja zaliha. Podatci iz nacionalnih računa upućuju na snažan rast u prvom tromjesečju 2026. poduprt dinamičnim uvozom u Sjedinjenim Američkim Državama, Kini, Južnoj Koreji i ostalim razvijenim azijskim gospodarstvima. Snažan rast uvoza odražava otpornu gospodarsku aktivnost, trgovinu povezanu s umjetnom inteligencijom i preventivno stvaranje zaliha robe osjetljive na cijene energije, pri čemu se očekuje da će se takvo stvaranje zaliha usporiti u sljedećim tromjesečjima. Međutim, očekuje se da će zamah globalnog uvoza oslabjeti u drugom tromjesečju zbog rata na Bliskom istoku,

³ Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava ukupne inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena uključuju širi raspon zemalja, uključujući važne zemlje s tržištima u nastajanju (npr. Kinu, Indiju, Brazil i Rusiju) koje nisu obuhvaćene inflacijom mjereno indeksom potrošačkih cijena na području OECD-a.

koji negativno utječe na energetska intenzivna gospodarstva zbog viših troškova energije, teretnog prijevoza i osiguranja. Projekcijama se predviđa da će se rast globalnog uvoza bez europodručja smanjiti na 4,2 % u 2026. i da će se dodatno usporiti u 2027. i 2028. To upućuje na povoljnije nove podatke i otporniju temeljnu dinamiku trgovine poduprtu snažnom trgovinskom aktivnošću u području inputa povezanih s umjetnom inteligencijom i tehnologijom.

U Sjedinjenim Američkim Državama rast realnog BDP-a oporavio se u prvom tromjesečju 2026., no temeljni je zamah osobne potrošnje oslabio. Tromjesečni rast BDP-a oporavio se na 0,4 % s 0,1 % u četvrtom tromjesečju 2025. zahvaljujući oporavku gospodarske aktivnosti nakon blokade savezne vlade. Oporavak je bio potpomognut javnom potrošnjom i ulaganjima, dok se osobna potrošnja usporila. Osobna ulaganja u dugotrajnu imovinu ostala su snažna, poduprta potrošnjom na računalnu opremu i softvere povezane s umjetnom inteligencijom, ali neto doprinosi gospodarske aktivnosti povezane s umjetnom inteligencijom rastu BDP-a i nadalje je skroman s obzirom na visoki udio u uvozu. U sljedećem razdoblju očekuje se da će rast u Sjedinjenim Američkim Državama ostati uglavnom u skladu s potencijalom. Više cijene nafte i stroži uvjeti financiranja vjerojatno će negativno utjecati na osobnu potrošnju, iako se očekuje da će taj utjecaj neutralizirati snažna ulaganja povezana s umjetnom inteligencijom.

Inflacija u Sjedinjenim Američkim Državama ubrzala se u travnju zbog širenja utjecaja viših cijena nafte unatoč slabljenju prijenosa carina na cijene. Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena povećala se s 3,3 % u ožujku 2026. na 3,8 % u travnju zbog snažnog povećanja inflacije cijena energije na 17,9 % s 12,5 % u ožujku. Maloprodajne cijene benzina nastavile su se povećavati u svibnju te su se približile razinama koje su posljednji put zabilježene sredinom 2022., što upućuje na daljnje pritiske na rast inflacije cijena energije u kratkoročnom razdoblju. Čini se da su se povećali i cjenovni pritisci, potaknuti višim cijenama teretnog prijevoza i putničkih avionskih karata. Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena bez energije i temeljna inflacija također su porasle. Do spomenutog je porasta došlo unatoč slabljenju prijenosa carina na cijene, pri čemu se čini da je inflacija cijena proizvoda za široku potrošnju bez hrane, energije i rabljenih automobila i kamiona vrhunac dosegla u ožujku 2026. Više cijene nafte također su podigle očekivanja potrošača glede inflacije. Ankete na kojima se zasniva indeks PMI upućuju na povećanje cjenovnih pritisaka, ponajprije u prerađivačkoj industriji. PCE (engl. *personal consumption expenditures*) inflacija trebala bi se nastaviti povećavati do prvog tromjesečja 2027., a očekuje se da će se vratiti na ciljnu razinu Sustava federalnih rezerva od 2 % tek u 2028.

Gospodarski zamah u Kini oslabio je početkom drugog tromjesečja 2026. nakon snažnih rezultata ostvarenih u prvom tromjesečju. Rast realnog BDP-a u prvom se tromjesečju 2026. povećao za 1,3 % na tromjesečnoj osnovi, potaknut otpornim izvozom i poticajnim mjerama politike. Međutim, podatci za travanj pokazuju sveobuhvatno usporavanje. To upućuje na slabljenje maloprodaje i ulaganja, a stopa rasta industrijske proizvodnje usporila se zbog nepovoljnog utjecaja viših cijena nafte na aktivnost u energetska intenzivnim sektorima na 4,1 % na godišnjoj razini, što je najsporija dinamika zabilježena od sredine 2023.

Nepovoljni su se trendovi nastavili u sektoru nekretnina, pri čemu se za cijene stambenih nekretnina bilježi kontinuiran pad, a širi pokazatelji u sektoru i nadalje su prigušeni. Izvoz je nastavio podupirati gospodarsku aktivnost, čemu je pridonijela trgovina povezana s umjetnom inteligencijom, kao što je trgovina poluvodičima, te konkurentno određivanje cijena, dok je domaća potražnja ostala slaba. Inflacijski pritisci koji proizlaze iz energetske šoka zasad se više odražavaju u proizvođačkim nego u potrošačkim cijenama. Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u travnju se skromno povećala na 1,2 % na godišnjoj razini, dok se inflacija proizvođačkih cijena snažno ubrzala na 2,8 %. To upućuje na zaključak da viši troškovi energije izravnije utječu na industriju i energetske intenzivne sektore nego na kućanstva. Općenito se očekuje postupno usporavanje gospodarske aktivnosti jer otpornost izvoza samo djelomično ublažava slabu domaću potražnju i prilagodbu u sektoru nekretnina koja je u tijeku.

U Ujedinjenoj Kraljevini gospodarska se aktivnost snažno ubrzala u prvom tromjesečju 2026., no očekuje se da će oporavak biti privremen. Tromjesečni rast BDP-a ubrzao se na 0,6 %, poduprt i osobnom i javnom potrošnjom, no ulaganja su se smanjila, a neto izvoz prigušio je rast. Novi kratkoročni pokazatelji upućuju na slabljenje zamaha početkom drugog tromjesečja jer su više cijene energije i neizvjesnost nepovoljno utjecali na pouzdanje. Ukupna inflacija smanjila se u travnju, uglavnom zbog niže inflacije cijena usluga, no očekuje se njezino ponovno povećanje kao posljedica prijenosa viših troškova energije na račune kućanstava nakon revizije gornje granice cijena energije. Općenito se očekuje usporavanje zamaha rasta nakon oporavka u prvom tromjesečju, a u sljedećim će se mjesecima vjerojatno ponovno pojaviti inflacijski pritisci.

2. Gospodarska aktivnost

Gospodarstvo u europodručju (bez kolebljivih podataka za Irsku) umjereno je poraslo u prvom tromjesečju 2026., čemu su pridonijeli domaća potražnja i izvoz. Tržište rada i nadalje je otporno, a u prvom su se tromjesečju otvarala nova radna mjesta, premda sporije nego u četvrtom tromjesečju 2025. Nakon izbijanja rata na Bliskom istoku kratkoročni pokazatelji aktivnosti smanjili su se u odnosu na ožujak, što upućuje na slabljenje potrošnje, pogoršanje raspoloženja i produljenje rokova isporuke dobavljača. Ta kretanja zajedno pokazuju da rat na Bliskom istoku nepovoljno utječe i na tekuću i na očekivanu aktivnost. Znatna dio pogoršanja ukupnog raspoloženja u velikoj mjeri potiču kućanstva i sektor usluga. U srednjoročnom razdoblju domaću potražnju trebali bi podupirati oporavak realnog dohotka potpomognut padom cijena energije, otporno tržište rada te rast državne potrošnje za infrastrukturu i obranu. Očekuje se da će se tim činiteljima pridružiti povećana ulaganja povezana s umjetnom inteligencijom i energetsom tranzicijom.

Takve izgleda u glavnim crtama potvrđuju makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2026., u kojima se predviđa da će prosječni godišnji rast realnog BDP-a iznositi 0,8 % u 2026., 1,2 % u 2027. i 1,5 % u 2028. To podrazumijeva malu reviziju naniže za 2026. i 2027. zbog izraženijeg utjecaja rata na tržišta sirovina, realne dohotke i povjerenje nego što se prethodno očekivalo. Izgledi su znatno neizvjesniji zbog rata na Bliskom istoku, što stvara pozitivne rizike za inflaciju i negativne rizike za gospodarski rast. S obzirom na vrlo visoku razinu neizvjesnosti glede utjecaja rata koja će snažno ovisiti o njegovu trajanju i intenzitetu, osnovni scenarij popraćen je nekim alternativnim ilustrativnim scenarijima, koji su objavljeni zajedno s projekcijama stručnjaka na mrežnim stranicama ESB-a.⁴

Gospodarstvo u europodručju (bez kolebljivih podataka za Irsku) umjereno je poraslo u prvom tromjesečju 2026. Prema posljednjoj Eurostatovoj procjeni realni BDP u europodručju tromjesečno se smanjio za 0,2 % u prvom tromjesečju 2026. nakon što je u četvrtom tromjesečju 2025. porastao za 0,2 %. Međutim, ako se isključi Irska, realni BDP porastao je za 0,3 %, što je blagi pad s 0,4 % u četvrtom tromjesečju 2025. Kretanja u komponentama domaće potražnje usporila su se u prvom tromjesečju (Grafikon 3.). Oslabio je rast i privatne i javne potrošnje, a investicije su se smanjile. Istodobno je došlo do manjeg pada u promjenama zaliha, što je negativno utjecalo na rast BDP-a. Iako je ukupna vrijednost neto trgovine bila negativna, ona je bila pozitivna ako se isključe kolebljivi trgovinski tokovi u Irskoj. Proizvodnju su u prvom tromjesečju uglavnom poticale usluge, i ovaj put potpomognute sektorom usluga u području informacija i komunikacija. Zamah u građevinskom sektoru smanjio se zbog nepovoljnih vremenskih uvjeta u pojedinim dijelovima Europe te je doveo do kontrakcije u djelatnosti građevinarstva nakon četiri tromjesečja rasta. Kretanja u sektoru prerađivačke industrije znatno su se razlikovala u europodručju i u velikoj je mjeri na njih djelovala kolebljivost u nekim državama, osobito 35 %-tni pad proizvodnje u Irskoj. Iako se taj sektor još uvijek suočava s nepovoljnim činiteljima koji proizlaze iz viših carina i geopolitičke neizvjesnosti, na

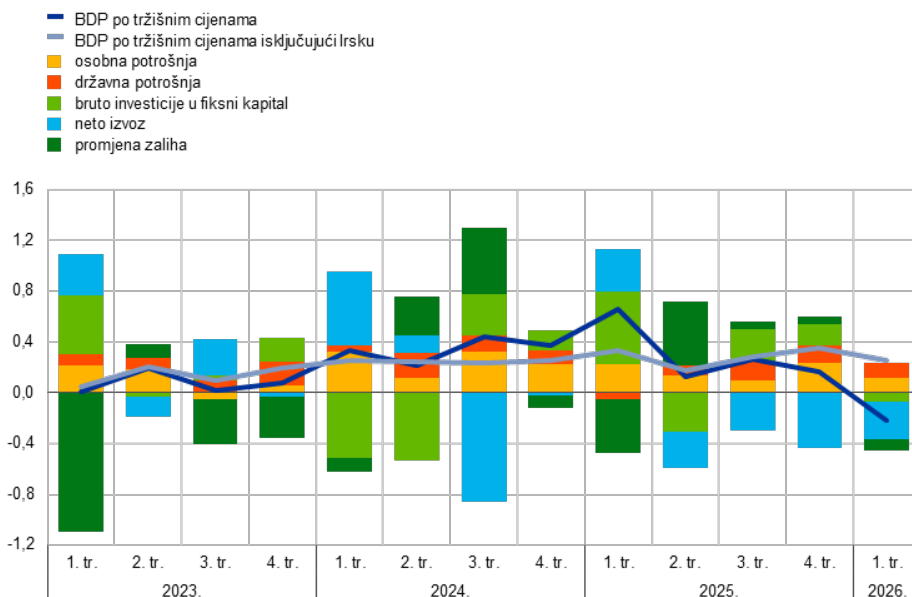
⁴ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, lipanj 2026.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 11. lipnja 2026.

njea istodobno povoljno utječe proizvodnja povezana s obrambenom industrijom. Bez obzira na zamjetne razlike među državama, većina država članica zabilježila je pozitivan rast BDP-a u prvom tromjesečju 2026.

Grafikon 3.

Realni BDP europodručja i njegove komponente

(tromjesečne promjene u postocima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

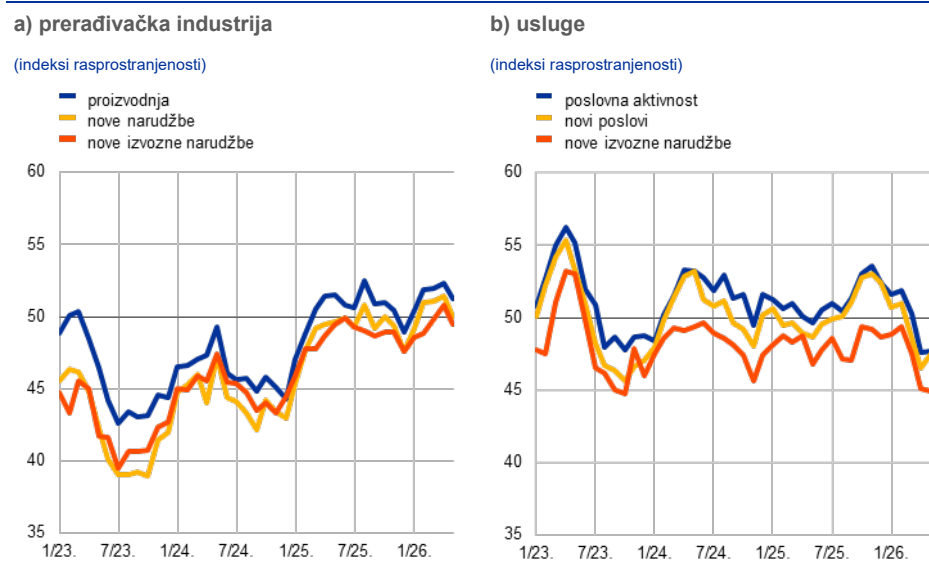
Napomene: Grafikon također prikazuje BDP bez Irske jer su podatci za Irsku osobito kolebljivi. Međutim, potkomponente prikazuju raščlambu BDPa uključujući Irsku. Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2026.

Kratkoročni pokazatelji smanjili su se u odnosu na ožujak, što jasno upućuje na nepovoljan učinak rata na Bliskom istoku na gospodarsku aktivnost.

Preliminarni podatci za kompozitni indeks PMI za proizvodnju u europodručju upućuju na njegov daljnji pad u svibnju, što znači da ostaje u području kontrakcije dva mjeseca za redom. Akumulirani pad s 51,9 na 48,6 zabilježen između veljače i svibnja 2026. upućuje na nepovoljan učinak rata na Bliskom istoku na percepciju proizvodnje. Iako je taj pad bio potaknut i prerađivačkom industrijom i uslugama, ukupni pad u uslužnom sektoru bio je znatno veći; indeks poslovne aktivnosti u uslužnom sektoru dosegao je razine nezabilježene od početka 2021. (Grafikon 4.). Ankete poduzeća i potrošača Europske komisije upućuju na slična kretanja pri čemu većina pogoršanja u ukupnom raspoloženju proizlazi iz sektora kućanstava i uslužnog sektora. Podatci indeksa PMI pokazuju da je došlo do pogoršanja prospektivnijih rezultata anketa vezano uz nove narudžbe zajedno s proizvodnjom i daljnjeg produljenja rokova isporuke dobavljača te najvećih kašnjenja dobavljača od lipnja 2022.

Grafikon 4.

Pokazatelji mjereni indeksom PMI po sektorima gospodarstva



Izvor: S&P Global Market Intelligence

Napomena: Posljednji podatci odnose se na svibanj 2026.

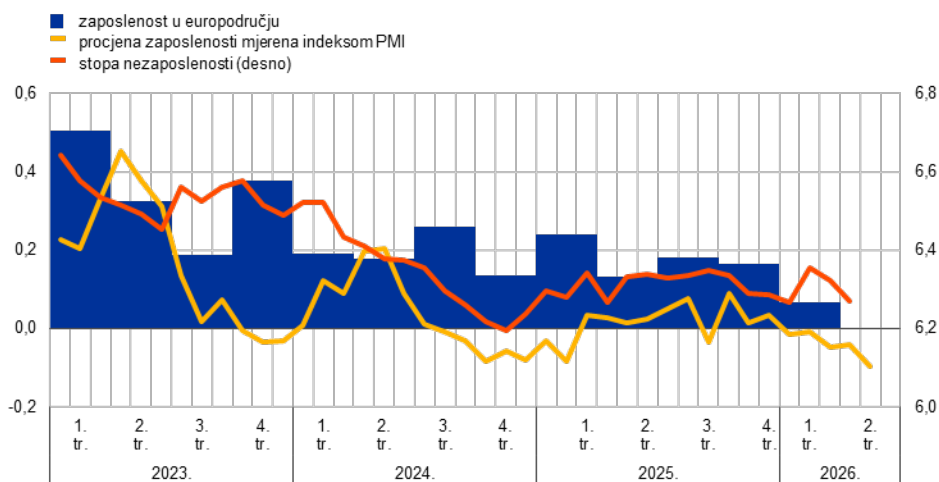
Stopa nezaposlenosti i nadalje je niska, no otvaranje novih radnih mjesta usporilo se, a potražnja za radnom snagom nastavlja se ublažavati.

Stopa nezaposlenosti iznosila je 6,3 % u ožujku i travnju i uglavnom je bila stabilna na toj razini od sredine 2024. (Grafikon 5.). Dok se ukupan broj obrađenih sati tromjesečno smanjio za 0,2 % u prvom tromjesečju 2026., zaposlenost je nastavila rasti potpomognuta ekspanzijom radne snage. Stoga je došlo do pada prosječnog broja obrađenih sati po zaposlenom. Stopa otvaranja novih radnih mjesta dodatno se smanjila tromjesečno na 0,1 % i 0,5 % godišnje na početku 2026., nakon porasta od 0,7 % u 2025., 0,8 % u 2024. i 1,4 % u 2023. Postupno usporavanje rasta zaposlenosti djelomično odražava daljnje ublažavanje potražnje za radnom snagom. Stopa slobodnih radnih mjesta u silaznom je trendu od druge polovine 2022. Nakon blagog porasta krajem 2025. potaknutoga kretanjima u građevinskom sektoru, dodatno se smanjila na 2,2 % u prvom tromjesečju 2026. Trendovi među sektorima razlikovali su se, dok je broj slobodnih radnih mjesta u građevinarstvu porastao, broj onih u tržišnim uslugama i industriji nastavio se smanjivati.

Grafikon 5.

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

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



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

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

Kratkoročni pokazatelji tržišta rada upućuju na slab zamah zaposlenosti u drugom tromjesečju 2026.

Mjesečni pokazatelj zaposlenosti mjereno kompozitnim indeksom PMI pao je ispod neutralnog praga od 50 na početku godine. U svibnju je nastavio padati, te je iznosio 49,0 u usporedbi s 49,6 u travnju, što upućuje na uglavnom nepromijenjenu zaposlenost u drugom tromjesečju ove godine. Taj je pokazatelj sada na najnižoj razini od studenoga 2020. Pokazatelj zaposlenosti mjereno indeksom PMI u uslužnom sektoru smanjio se u svibnju 2026. te je iznosio 49,4, dok se pokazatelj zaposlenosti mjereno indeksom PMI u prerađivačkoj industriji dodatno smanjio na 47,8. Nadalje, najave restrukturiranja na razini poduzeća o kojima izvještavaju mediji upućuju na prigušenu dinamiku zaposlenosti u drugom tromjesečju 2026., posebno u sektoru prerađivačke industrije (vidi [Okvir 5.](#)).

Osobna potrošnja smanjila se u prvom tromjesečju 2026. i u kratkoročnom razdoblju očekuje se daljnje slabljenje tog zamaha.

Osobna potrošnja porasla je za 0,2 % na tromjesečnoj razini u prvom tromjesečju ove godine, nakon snažnijeg rasta od 0,4 % u prethodnom tromjesečju (Grafikon 6., panel a)). Domaću potrošnju uglavnom su poticale usluge koje je, pak. podupirao turizam, što je djelomično neutralizirano smanjenjem potrošnje na netrajne proizvode za široku potrošnju. U drugom tromjesečju visokofrekventni pokazatelji upućuju na znatno usporavanje zamaha potrošnje usporedno sa sve većim postupnim gospodarskim utjecajem rata na Bliskom istoku (vidi [Okvir 4.](#)). Maloprodaja se u travnju smanjila za 0,4 % na mjesečnoj razini, odnosno bila je nešto niža od prosječne razine u prvom tromjesečju (Grafikon 6., panel b)). Pokazatelj pouzdanja potrošača Europske komisije snažno se smanjio u prosjeku u travnju i svibnju, uglavnom zbog očekivanja kućanstava u vezi s velikim kupnjama i općim gospodarskim izgledima. Prema anketama poduzeća Europske komisije po sektorima očekivana aktivnost potrošača u travnju i

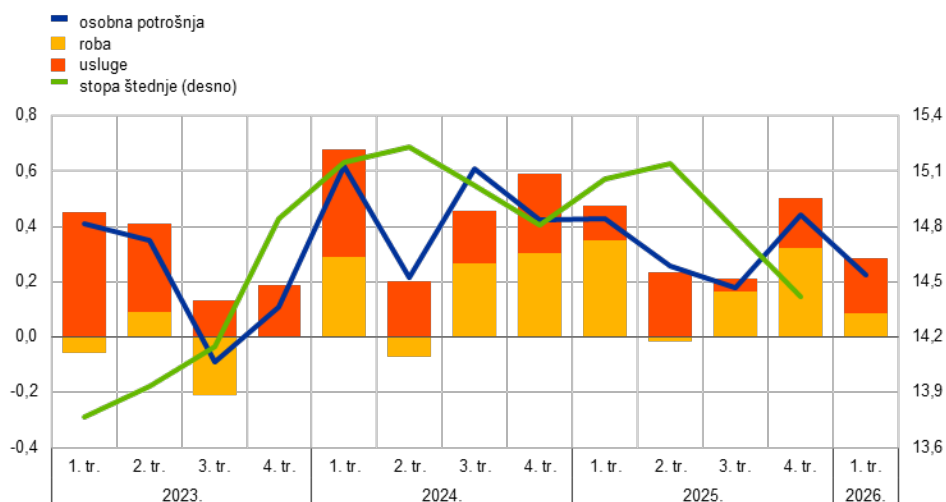
svibnju također se znatno smanjila, čemu su pridonijeli trgovina na malo, usluge smještaja i prehrane te usluge putovanja. Te je signale potvrdila anketa o očekivanjima potrošača koja je pokazala da se pouzdanje potrošača snažno smanjilo a da je potrošnja na odmore i luksuzne proizvode izgubila zamah u travnju zbog odgođene diskrecijske potrošnje kućanstava s višim dohotkom. U sljedećem razdoblju snažan rast cijena energije i neizvjesnost izazvana ratom na Bliskom istoku vjerojatno će nepovoljno utjecati na privatnu potrošnju. Te negativne učinke na potrošnju mogu ublažiti snažne bilance, koje su u velikoj mjeri nadoknadile gubitke realnog neto bogatstva nastale nakon naglog porasta inflacije u 2022. Međutim, ti su gubitci i nadalje znatni za likvidnu imovinu poput depozita, kao i za kućanstva u donjem dijelu distribucije bogatstva, koja obično imaju veću graničnu sklonost potrošnji. Stoga bi ublažavajući učinci bilanca na privatnu potrošnju ovog puta mogli biti manji nego u 2022.

Grafikon 6.

Potrošnja i štednja kućanstava; pouzdanje, očekivana aktivnost i neizvjesnost potrošača i maloprodaja

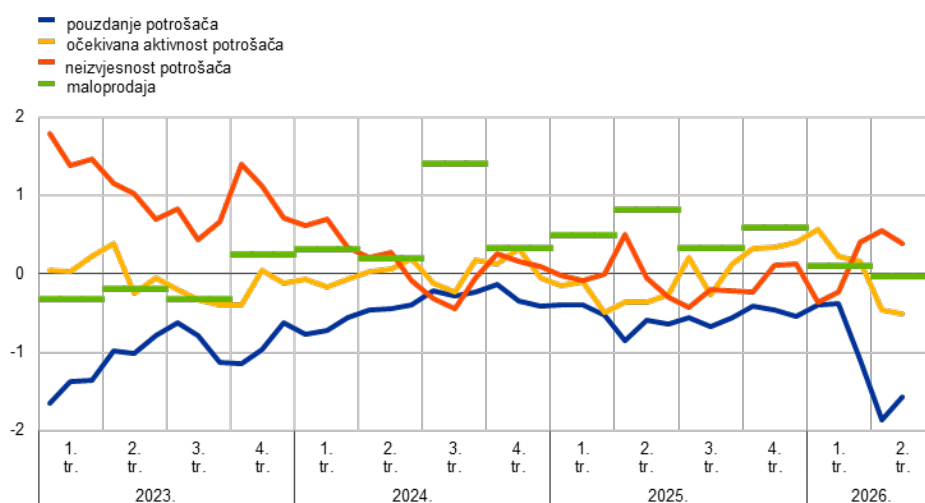
a) potrošnja i štednja kućanstava

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



b) pouzdanje, očekivana aktivnost i neizvjesnost potrošača i maloprodaja

(standardizirano stanje u postotcima, maloprodaja, tromjesečne promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat, Europska komisija i izračun ESB-a

Napomene: Na panelu a) razine realne domaće potrošnje roba i usluga skalirane su tako da povećavaju razinu realne osobne potrošnje u glavnim nacionalnim računima. Na panelu b) „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. „Neizvjesnost potrošača” odnosi se na indeks ekonomske neizvjesnosti potrošača Europske komisije. Sve su serije standardizirane za cijeli uzorak od siječnja 1999., osim neizvjesnosti potrošača koja je standardizirana za cijeli uzorak od travnja 2019. zbog dostupnosti podataka. Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2026. u panelu a), na drugo tromjesečje 2026. (na temelju podataka za travanj 2026.) za maloprodaju i na svibanj 2026. za sve ostale stavke iz panela b).

Poslovna ulaganja umjereno su porasla u prvom tromjesečju 2026., ali u drugom se tromjesečju očekuje snažniji utjecaj rata na Bliskom istoku.

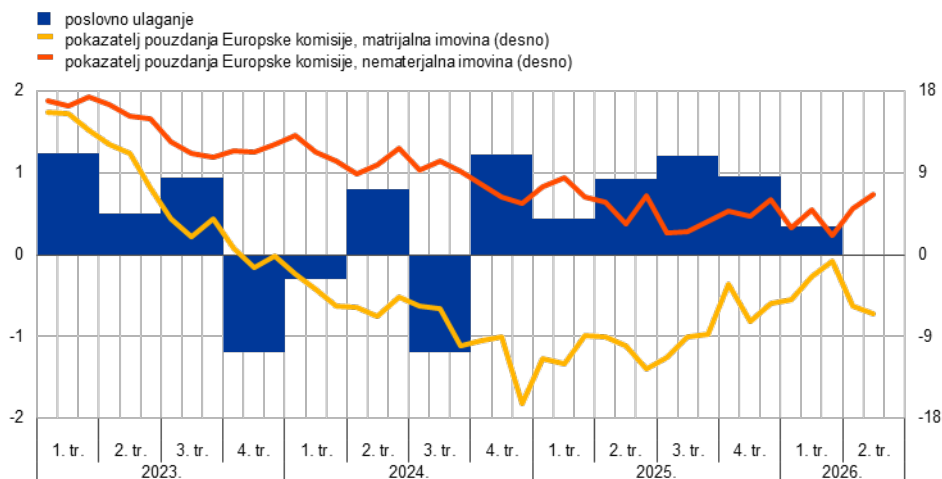
Ulaganja izvan građevinarstva (isključeni su kolebljivi irski proizvodi intelektualnog vlasništva) povećala su se za 0,4 % na tromjesečnoj osnovi u prvom tromjesečju ove godine, uz pozitivan doprinos ulaganja u nematerijalnu imovinu te u strojeve i opremu (Grafikon 7., panel a)). Međutim, taj ukupni rezultat prikriva znatne razlike među zemljama čak i među najvećim gospodarstvima (Njemačka bilježi smanjenje od 0,7 % na tromjesečnoj razini, a Italija rast od 1,8 %). U idućem razdoblju očekuje se da će poslovno ulaganje oslabjeti u drugom tromjesečju jer povećana neizvjesnost povezana s ratom nepovoljno utječe na povjerenje u sektor kapitalnih dobara i negativno utječe na proizvodnju i očekivanja glede proizvodnje proizvođača materijalnih i nematerijalnih dobara. U skladu s time indeks PMI za nove narudžbe u oba je segmenta pao ispod praga rasta u svibnju. Sve dok rat traje, očekuje se da će se u preostalom dijelu 2026. intenzivirati negativni rizici za izgleda za ulaganja. Anketa o ulaganjima koju dva puta godišnje (u ožujku i travnju) provodi Europska komisija upućuje na slab, ali pozitivan godišnji rast u 2026. U vrijeme provođenja ankete poduzeća su uglavnom očekivala samo privremene poremećaje zbog rata te su svoje planove ulaganja za ovu godinu zasnivala na fundamentima koji su vrijedili prije rata (uključujući poboljšanje dobiti poduzeća, zdravu bilancu i nizak omjer otplate duga i dohotka). Međutim, s nastavkom rata, negativni rizici vjerojatno će porasti u uvjetima visoke neizvjesnosti, slabijeg rasta potražnje, rastućih troškova i strožih uvjeta financiranja. No, i dalje postoje temeljni uvjeti za oporavak poslovnih ulaganja nakon okončanja sukoba. Oni uključuju tekuće potrebe u području digitalizacije i veću potrošnju za obranu i infrastrukturu uz potporu nastavka financiranja iz instrumenta Next Generation EU (vidi također odjeljak 6. ovog Ekonomskog biltena o Fiskalnim kretanjima).

Grafikon 7.

Dinamika realnih ulaganja i anketni podatci

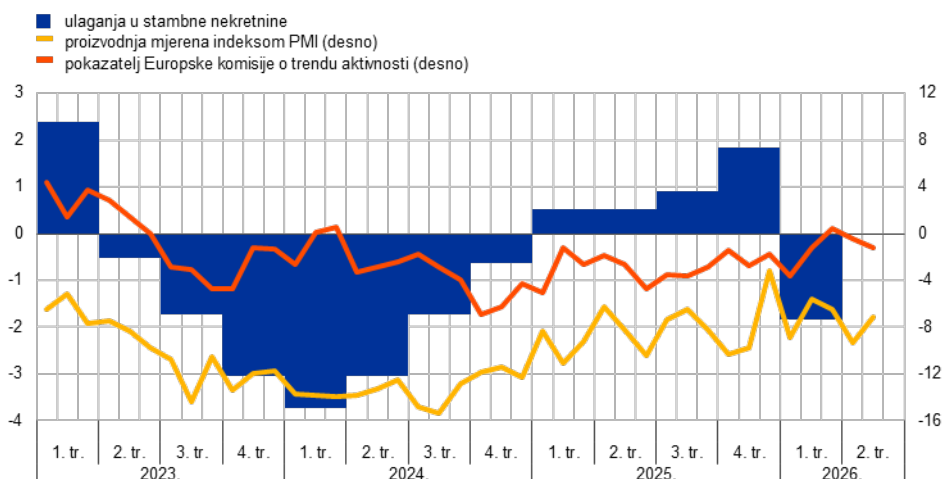
a) poslovna ulaganja

(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) i „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 prvo tromjesečje 2026. za ulaganja, na svibanj 2026. za proizvodnju mjerenu indeksom PMI i na svibanj za pokazatelje Europske komisije.

Ulaganje u stambene nekretnine znatno se smanjilo u prvom tromjesečju 2026., ali se u kratkoročnom razdoblju očekuje povratak pozitivnog rasta.

Ulaganje u stambene nekretnine smanjilo se za 1,8 % na tromjesečnoj razini u prvom tromjesečju 2026. nakon porasta u prethodna četiri tromjesečja (Grafikon 7., panel b)). To je smanjenje djelomično povezano s nepovoljnim vremenskim prilikama, što se, prema anketi Europske komisije, vidi i iz neuobičajeno visokog udjela menadžera u sektoru izgradnje zgrada i specijaliziranih

građevinskih djelatnosti koji su navodili ograničavajuće vremenske prilike u prva dva mjeseca ove godine. S normalizacijom vremenskih prilika u odnosu na prvo tromjesečje očekuje se da je došlo do oporavka ulaganja u stambene nekretnine u drugom tromjesečju. Toj procjeni pridonosi nastavak uzlaznog trenda broja građevinskih dozvola za stambene nekretnine, koji je u siječnju i veljači u prosjeku iznosio oko 5 % iznad njihova prosjeka u četvrtom tromjesečju 2025., što upućuje na jačanje aktivnosti stanogradnje. Istodobno se čini da rat na Bliskom istoku nepovoljno utječe na oporavak ulaganja u stambene nekretnine zbog rastućih pritisaka na strani ponude i slabije potražnje. Anketni pokazatelji aktivnosti, uključujući pokazatelj Europske komisije o novijim kretanjima u gradnji zgrada i specijaliziranih građevinskih djelatnosti i proizvodnju stambenih nekretnina mjerenu indeksom PMI, oslabjeli su nakon izbijanja rata. Podatci iz ankete na kojoj se zasniva indeks PMI upućuju i na znatno jačanje pritisaka ulaznih troškova, dok anketa Europske komisije upućuje na smanjenu namjeru kućanstava vezanu uz kupnju ili izgradnju doma i pokretanje obnove stambenih nekretnina u idućih 12 mjeseci. Ta kretanja vjerojatno će nepovoljno utjecati na zamah ulaganja u stambene nekretnine u kratkoročnom razdoblju. No, bez obzira na to, dostupni pokazatelji trenutačno ne upućuju na ponovni pad ulaganja u stambene nekretnine.

Nakon pozitivnog ostvarenja u prvom tromjesečju 2026., izgledi za izvoz europodručja pogoršali su se pod utjecajem uslužnog sektora i sve manje potpore iz zaliha akumuliranih zbog opreza. Ukupan izvoz europodručja, bez Irske, povećao se za 0,7 % u prvom tromjesečju 2026. Taj je porast potaknut umjerenijim padom izvoza roba, koji se usporio na 0,1 % i snažnim rastom izvoza usluga od 2,7 % tromjesečno. Anketni pokazatelji za izvozne narudžbe u području prerađivačke industrije upućuju na ekspanziju na početku drugog tromjesečja, djelomično potaknutu gomilanjem zaliha zbog opreza koja je podržavala izvoz robe u ožujku. Istodobno su izvozne narudžbe europodručja koje se odnose na usluge pale po najvećoj stopi nakon listopada 2023. pod utjecajem posebno snažnog pada novih narudžba u području turizma i prijevoza. Rast uvoza europodručja usporio se u prvom tromjesečju u okružju smanjenog uvoza iz Sjedinjenih Država, dok je uvoz iz Kine nastavio rasti unatoč padu uvoza iz drugih azijskih zemalja. Pogoršanje trgovinskih uvjeta ostalo je umjereno u prvom tromjesečju, no očekuje se njegovo jačanje zbog rasta uvoznih cijena i smanjenja dezinflacijskih pritisaka iz Kine, a predviđa se da će najveći gubitak iznositi oko 0,4 % BDP-a u 2026., u odnosu na 1,7 % BDP-a u 2022.

Gospodarski izgledi za europodručje i nadalje su vrlo neizvjesni u kontekstu nepovoljnih utjecaja rata na Bliskom istoku, zatvaranja Hormuškog tjesnaca i povećane kolebljivosti cijena nafte. Neki od rizika utvrđenih u projekcijama iz ožujka 2026. djelomično su se ostvarili s porastom cijena nafte, pritiscima na opskrbne lance i očekivanjima tržišta o dugotrajnijem učinku rata.

U osnovnim projekcijama predviđa se godišnja stopa rasta realnog BDP-a od 0,8 % u 2026., 1,2 % u 2027. i 1,5 % u 2028. Rast BDP-a revidiran je blago naniže i za 2026. i za 2027. zbog utjecaja rata na Bliskom istoku koji je snažniji nego što se očekivalo, dok je za 2028. revidiran blago naviše jer se predviđa da će taj učinak postupno nestati. Iz alternativnih pretpostavka o opsegu i trajanju rata na Bliskom

istoku i šoku cijena energije, njegovu utjecaju na međunarodno okružje i neizvjesnost te širenju tog utjecaja neizravnim učincima i drugim krugom inflacijskih učinaka proizlaze zaključci o znatno drukčijim makroekonomskim ostvarenjima. Kako bi se potkrijepile te neizvjesnosti, stručnjaci su pripremili tri alternativna scenarija: optimističniji, nepovoljni i pesimističniji scenarij (vidi „[Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, lipanj 2026.](#)”).

3. Cijene i troškovi

Godišnja ukupna inflacija u europodručju mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) viša je za 1,2 postotna boda od srednjoročnog cilja Upravnog vijeća od 2 %. Povećala se na 3,2 % u svibnju 2026. s 3,0 % u travnju, potaknuta rastom inflacije cijena energije i inflacije mjerene HIPC-om bez energije i hrane (HIPCX), dok se inflacija cijena hrane smanjila.⁵ Inflacija mjerena HIPCX-om povećala se na 2,5 % u svibnju s 2,2 % u travnju zbog rasta inflacije cijena robe i inflacije cijena usluga. Pokazatelji temeljne inflacije nedavno su se malo povećali. Godišnji rast naknade po zaposlenom smanjio se na 3,5 % u prvom tromjesečju 2026. s 3,7 %, koliko je iznosio u posljednjem tromjesečju 2025.

U makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2026. predviđa se da će ukupna inflacija iznositi prosječno 3,0 % u 2026. te da će se potom smanjiti na 2,3 % u 2027. i 2,0 % u 2028. U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2026. ukupna inflacija revidirana je naviše za 2026. i 2027. zbog više putanje cijena energije, za koju se očekuje da će u određenoj mjeri utjecati na inflaciju cijena hrane, robe i usluga. Pozitivni rizici za inflaciju uzrokovani su posljedicama rata na Bliskom istoku. Budući da inflacijski izgledi ovise o jačini i trajanju šoka cijena energije te o opsegu njegovih neizravnih učinaka i drugog kruga njegovih učinaka, osnovna projekcija dopunjena je posuvremenjenim ilustrativnim scenarijima koji su objavljeni u sklopu projekcija iz lipnja 2026. na mrežnim stranicama ESB-a.⁶

Inflacija mjerena HIPC-om za europodručje povećala se na 3,2 % u svibnju 2026. s 3,0 % u travnju (Grafikon 8.).

To povećanje potaknuto je povećanjem inflacije cijena energije i inflacije mjerene HIPCX-om, dok se inflacija cijena hrane smanjila. Godišnja stopa promjene cijena energije neznatno se povećala na 10,9 % u svibnju s 10,8 % u travnju, što je posljedica snažnoga pozitivnog baznog učinka, a inflacija cijena energije smanjila se za 1,1 % na mjesečnoj razini. Inflacija cijena hrane smanjila se s 2,4 % u travnju na 2,0 % u svibnju. Kada je riječ o komponenti hrane, u istom se razdoblju smanjila i inflacija cijena prerađenih prehrambenih proizvoda i inflacija cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda. Godišnja stopa promjene cijena prerađenih prehrambenih proizvoda smanjila se s 4,6 % na 4,2 %, a godišnja stopa promjene cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda pala je s 1,6 % na 1,1 %. Inflacija mjerena HIPCX-om povećala se na 2,5 % u svibnju s 2,2 % u travnju zbog rasta inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije (IPE) i inflacije cijena usluga. Inflacija cijena industrijskih proizvoda bez energije malo se povećala s 0,8 % u travnju na 0,9 % u svibnju, a inflacija cijena usluga porasla je s 3,0 % na 3,5 % u istom razdoblju. Iako detaljna raščlamba još nije dostupna, ubrzanje inflacije cijena usluga vjerojatno odražava pojačane cjenovne pritiske usluga prijevoza i usluga povezanih s putovanjima, kod kojih je prijenos povećanih troškova energije obično izraženiji.

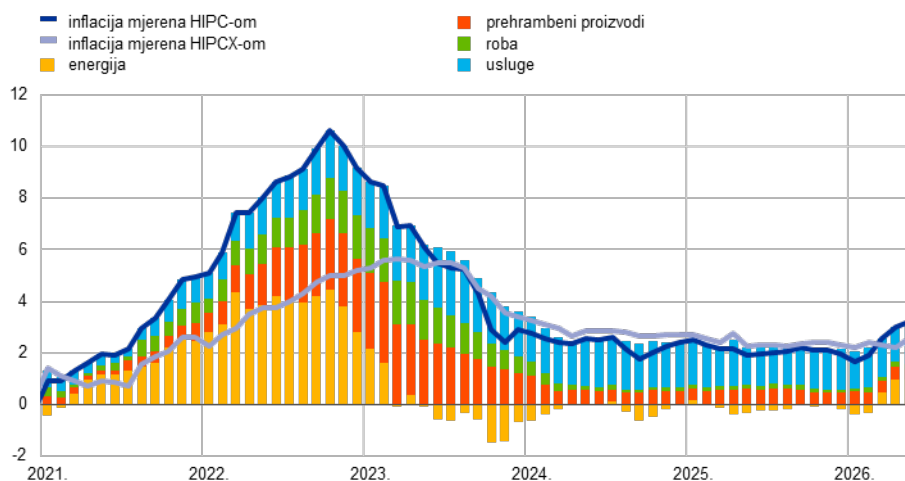
⁵ Krajnji datum za podatke uključene u ovaj broj Ekonomskog biltena bio je 10. lipnja 2026. Prema potpunom skupu podataka o HIPC-u, koji je Eurostat objavio 17. lipnja 2026., godišnja inflacija u europodručju iznosila je 3,2 % u svibnju 2026.

⁶ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, lipanj 2026.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 11. lipnja 2026.

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 svibanj 2026. (brza procjena).

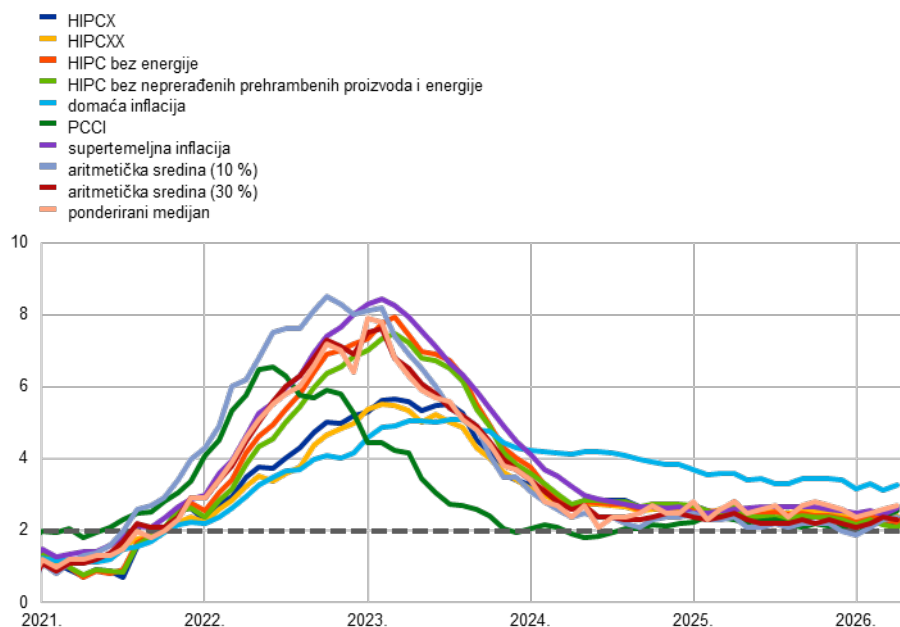
Mjere temeljne inflacije nedavno su se malo povećale (Grafikon 9).⁷ Nakon što su upućivale na različite zaključke u travnju 2026., raspoložive mjere zasnovane na izuzimanju u svibnju su se povećale. U travnju su se pokazatelji temeljne inflacije kretali između 2,1 % i 2,6 %, pri čemu su sve mjere temeljne inflacije zasnovane na modelu zabilježile povećanje. Perzistentna i zajednička komponenta inflacije (engl. *Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) povećala se na 2,6 % u travnju s 2,4 % u ožujku. PCCI bez energije istodobno se povećao na 2,3 % s 2,2 %. Pokazatelj supertemeljne komponente inflacije (engl. *Supercore*), koji se sastoji od stavki HIPC-a osjetljivih na poslovni ciklus, malo se povećao na 2,6 % s 2,5 % u istom razdoblju.

⁷ Ishodi osnovnih pokazatelja inflacije sada se zasnivaju na drugoj verziji Europske klasifikacije osobne potrošnje prema namjeni (ECOICOP 2), koja uključuje revidirane povijesne ponderere i u kojoj su igre na sreću dodane kao nova stavka među proizvodima koji su pokriveni HIPC-om. Zbog tih promjena metodologije malo je smanjena usporedivost s prethodnim ishodima, premda se očekuje da će to biti ograničeno kada je riječ o glavnim agregatima. Za više pojedinosti vidi Eurostat, [Questions & Answers on the improvements in the Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\) effective January 2026](#), Europska komisija, Luxembourg, 25. veljače 2026. Dorađena je i metodologija za sastavljanje pokazatelja supertemeljne komponente inflacije.

Grafikon 9.

Pokazatelji temeljne inflacije

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

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

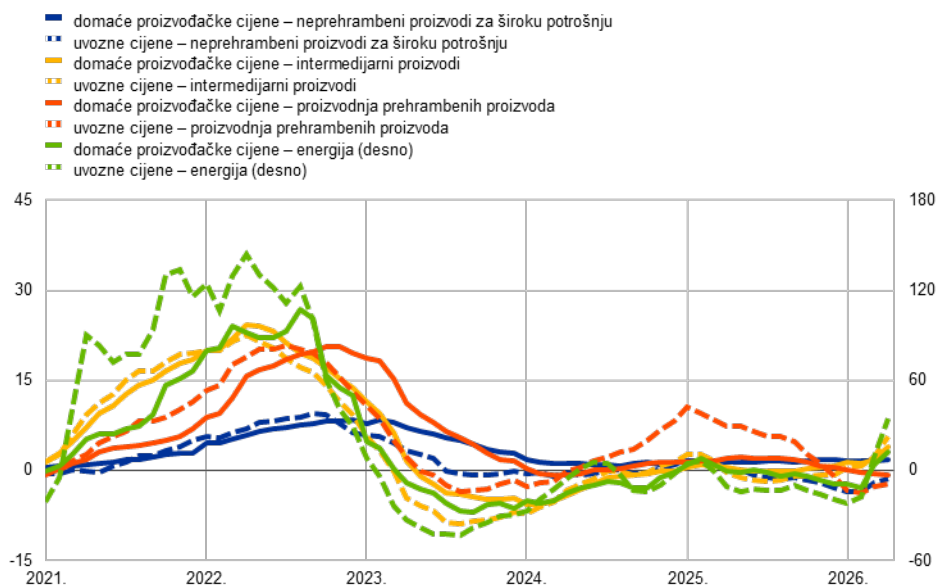
Pokazatelji pritiska proizvođačkih troškova za robu upućivali su na jačanje inflacijskih pritiska u većini faza cjenovnog lanca u travnju (Grafikon 10.).

U ranim fazama cjenovnog lanca inflacija proizvođačkih cijena energije snažno je porasla na 12,3 % u travnju 2026. s 4,0 % u ožujku, a za uvozne cijene energije učetverostručila se na 34,8 % u travnju s 8,7 % u ožujku. Pritisci su i nadalje pojačani kada je riječ o intermedijarnim proizvodima zbog velikog povećanja domaćih proizvođačkih cijena (3,9 %) i uvoznih cijena (5,7 %). Općenito gledano, u kasnijim fazama cjenovnog lanca pokazatelji pritiska proizvođačkih troškova na proizvode za široku potrošnju upućivali su na jačanje inflacijskih pritiska, pri čemu se povećala i inflacija uvoznih cijena (1,4 %) i inflacija domaćih proizvođačkih cijena neprehrambenih proizvoda za široku potrošnju (1,9 %). Istodobno su pritisci proizvođačkih troškova na cijene prehrambenih proizvoda ostali slabi. Kad je riječ o proizvodnji prehrambenih proizvoda, godišnja stopa rasta proizvođačkih cijena nastavila se smanjivati sve do 0,8 % i tako je produžila svoj postupni silazni trend koji traje od rujna 2025., a godišnja stopa rasta uvoznih cijena, koja raste od ožujka 2026., dosegla je 2,2 % u travnju, povećavši se s 3,6 % u veljači. Kretanja cijena energije i hrane te općenito pritisci proizvođačkih troškova pomno se prate zbog rata na Bliskom istoku.

Grafikon 10.

Pokazatelji pritisaka proizvođačkih troškova

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na travanj 2026.

Domaći troškovni pritisci, mjereni porastom deflatora BDP-a, smanjili su se na 2,3 % u prvom tromjesečju 2026. s 2,6 % u prethodnom tromjesečju

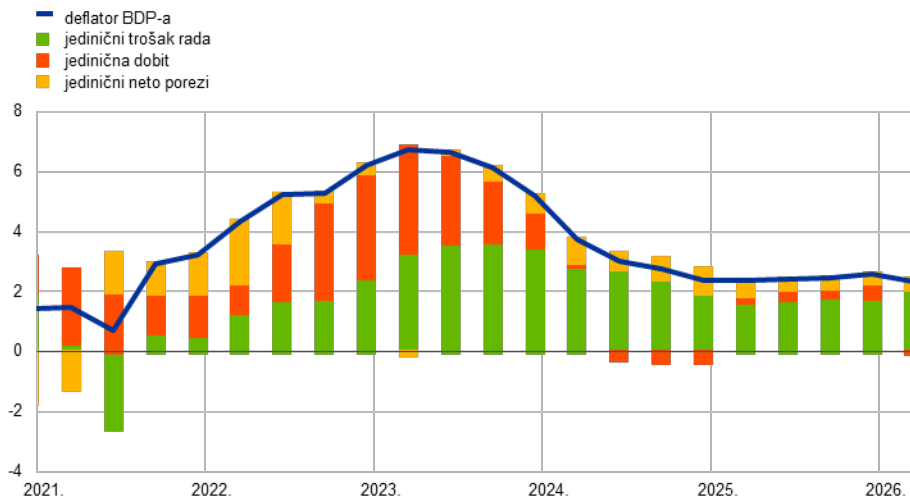
(Grafikon 11.). To je smanjenje uzrokovano smanjenjem doprinosa jedinične dobiti (s 0,5 % na 0,1 %). Doprinosi jediničnih troškova rada povećali su se, a doprinosi jediničnih neto poreza ostali su nepromijenjeni. Povećanje godišnje stope rasta jediničnih troškova rada (s 3,2 % na 3,7 %) posljedica je smanjenja rasta produktivnosti rada (s 0,5 % na 0,2%). No ono je djelomično neutralizirano smanjenjem godišnje stope rasta naknade po zaposlenom (s 3,7 % na 3,5 %). To smanjenje rezultat je smanjenja stope rasta dogovorenih plaća, koja se usporila na 2,5 % u prvom tromjesečju 2026. s 2,9 % u četvrtom tromjesečju 2025., te je djelomično neutralizirano porastom doprinosa komponente rasta ukupno isplaćenih plaća na 1,4 postotna boda s 1,1 postotnog boda u istom razdoblju. Što se tiče nadolazećeg razdoblja, ESB-ov alat za praćenje plaća, koji je posuđen prema podacima o sporazumima o plaćama do kraja svibnja 2026., upućuje na to da će se pritisci na dogovorene plaće ublažiti u prvoj polovini 2026., da će se potom stabilizirati na nižim razinama i da će na kraju godine iznositi približno 2,6 %, što je smanjenje u odnosu na 3,0 % u 2025.⁸ U makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2026. očekuje se da će se godišnja stopa rasta naknade po zaposlenom usporiti s 3,9 % u 2025. na 3,2 % u 2026. i da će se potom zadržati blizu te razine u 2027. i 2028., što je u skladu s naznakama slabljenja pritisaka na plaće koje daju najnoviji podatci i ugovori o plaćama.

⁸ Za više pojedinosti vidi „New data release: ECB wage tracker points to stable negotiated wages pressures in 2026“, priopćenje za javnost, ESB, 17. lipnja 2026.

Grafikon 11.

Raščlamba deflatora BDP-a

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

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

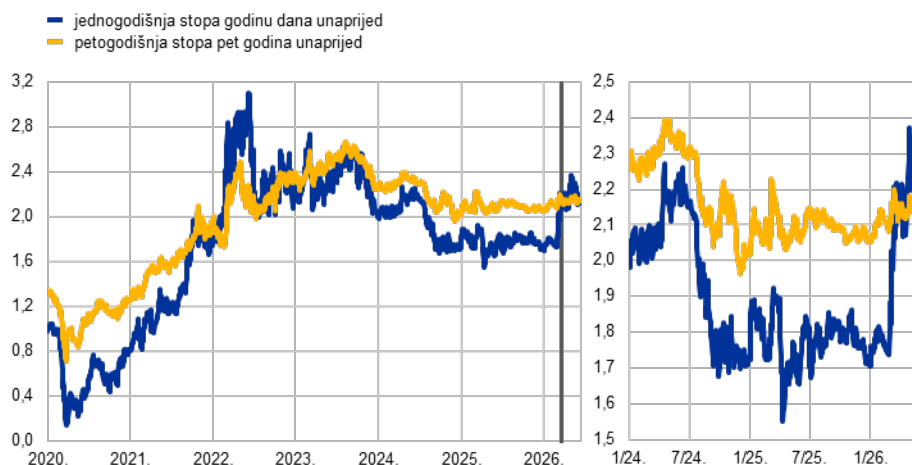
U promatranom razdoblju od 19. ožujka do 10. lipnja 2026. kratkoročna mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima malo su se promijenila na neto razini, unatoč znatnoj kolebljivosti tijekom razdoblja uzrokovanoj oscilacijama cijena nafte povezanim s ratom na Bliskom istoku, a dugoročnija inflacijska očekivanja ostala su čvrsto usidrena na približno 2 % (Grafikon 12., panel a)). Kratkoročni inflacijski izgledi ulagača znatno su se razlikovali tijekom promatranog razdoblja. Međutim, naposljetku su se ponovno približili razinama zabilježenim u vrijeme održavanja sastanka Upravnog vijeća 19. ožujka 2026. jer su se u svibnju cijene nafte snizile zbog očekivanja da će se mirovnim sporazumom okončati rat na Bliskom istoku. Do kraja promatranog razdoblja jednogodišnja kamatna stopa na jednogodišnje terminske ugovore o razmjeni vezane uz stopu inflacije tek je neznatno porasla, na 2,2 %. Kada je riječ o srednjoročnim i dugoročnijim dospjećima, mjerila naknade za inflaciju kretala su se relativno stabilno, 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, tj. za naknadu koju ulagači zahtijevaju zbog toga što snose rizik da bi se buduće stope inflacije mogle razlikovati od inflacijskih očekivanja, mjerila srednjoročnih i dugoročnih inflacijskih očekivanja zasnovana na tržišnim pokazateljima bila su još bliža inflacijskom cilju od 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 drugo tromjesečje 2026. i u ESB-ovoj Anketi monetarnih analitičara (engl. *Survey of Monetary Analysts*) za travanj 2026.

Grafikon 12.

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

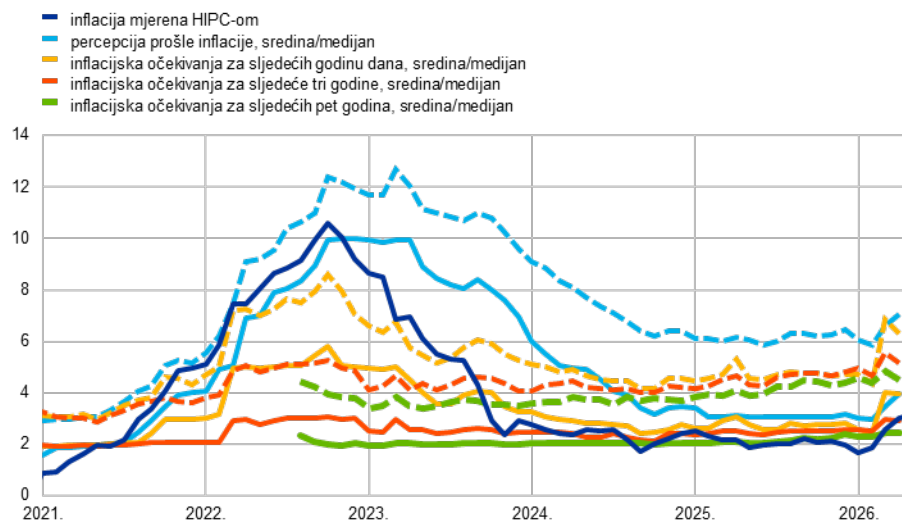
a) mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima

(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 19. ožujka 2026. Na panelu b) isprekidane linije označuju sredinu, a pune linije označuju medijan. Posljednji podatci odnose se na 10. lipnja 2026. za terminske stope, na svibanj 2026. (brza procjena) za HIPC i na travanj 2026. za ostale stavke.

Kratkoročna i srednjoročna inflacijska očekivanja potrošača uglavnom su se kretala u uskom rasponu u travnju 2026., a percepcija potrošača o prošloj inflaciji povećala se (Grafikon 12., panel b)). Prema ESB-ovoj anketi o očekivanjima potrošača iz travnja 2026. medijan percepcije inflacije u prethodnih 12 mjeseci povećao se na 4,0 % s 3,5 % u ožujku.⁹ Medijani očekivanja glede inflacije za sljedećih 12 mjeseci ostali su stabilni na 4,0 %, a oni za sljedeće tri

⁹ Prikupljanje podataka u sklopu ankete o očekivanjima potrošača ESB-a iz travnja 2026. završeno je 4. svibnja 2026.

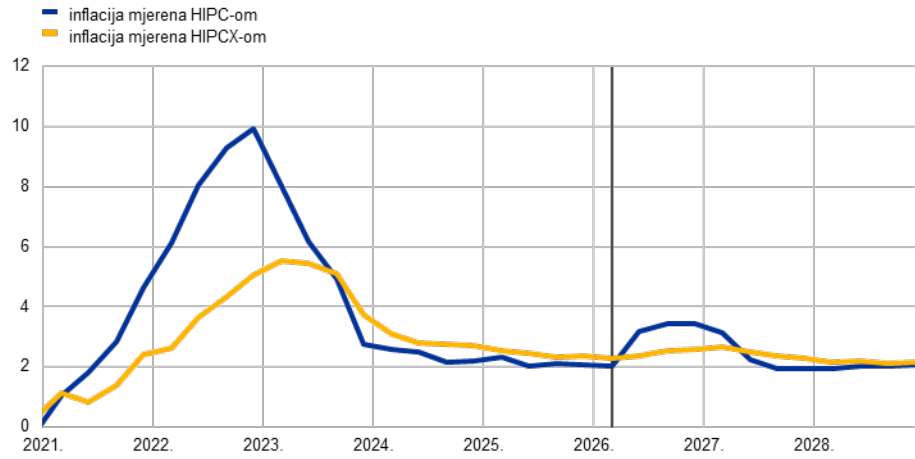
godine malo su se smanjili, na 2,9 % s 3,0 % u ožujku. Medijani očekivanja za sljedećih pet godina ostali su nepromijenjeni i iznosili su 2,4 %.

U projekcijama iz lipnja 2026. predviđa se da će ukupna inflacija porasti s 2,1 % u 2025. na 3,0 % u 2026., da će se smanjiti na 2,3 % u 2027. i potom se ponovno povećati na 2,0 % u 2028. (Grafikon 13.). Predviđa se da će ukupna inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) dosegnuti najvišu razinu od 3,4 % u trećem i četvrtom tromjesečju 2026. i ostati iznad 3,0 % do početka 2027., potaknuta snažnim rastom inflacije cijena energije uzrokovanim sukobom na Bliskom istoku. U drugom tromjesečju 2027. trebala bi se naglo smanjiti, na 2,3 %, te se stabilizirati na razini od približno 2 % u srednjoročnom razdoblju. Smanjenja cijena energenata, ugrađena u terminske cijene, i veliki bazni učinci upućuju na zaključak da će se inflacija cijena energije smanjiti i postati negativna u 2027. te da će se potom blago povećati 2028. zbog uvođenja sustava EU-a za trgovanje emisijama 2 (ETS 2). Predviđa se da će inflacija cijena hrane kratkoročno porasti i potom se smanjiti do 2 % u kasnijoj fazi projekcijskog razdoblja (Grafikon 8.). Slično tome, predviđa se da će inflacija mjerena HIPCX-om porasti na najvišu razinu od 2,7 % početkom 2027., uglavnom zbog izraženog povećanja inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije, te da će se potom smanjivati od drugog tromjesečja te godine i dosegnuti 2,2 % u 2028. U odnosu na projekcije iz ožujka 2026. ukupna inflacija mjerena HIPC-om revidirana je naviše za 0,4 postotna boda za 2026. i 0,3 postotna boda za 2027. Za 2028. revidirana je naniže za 0,1 postotni bod. Inflacija mjerena HIPCX-om revidirana je naviše za 0,2 i 0,3 postotna boda za 2026. i 2027., odnosno za 0,1 postotni bod za 2028. zbog veće inflacije cijena usluga i industrijskih proizvoda bez energije. Zbog neizvjesnosti u vezi s ratom na Bliskom istoku i njezina utjecaja na cijene energenata i gospodarstvo projekcije su dopunjene skupom posuvremenjenih ilustrativnih scenarija koji se razlikuju u tri glavna aspekta: veličini energetske šoka, stupnju neizvjesnosti i jačini prijenosa energetske šoka na cijene bez energije.

Grafikon 13.

Inflacija mjerena HIPC-om i HIPCX-om za europodručje

(godišnje promjene u postocima)



Izvori: Eurostat i [Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, lipanj 2026.](#)

Napomene: Siva vertikalna linija označuje posljednje tromjesečje prije početka projekcijskog razdoblja. Posljednji podatci odnose se na prvo tromjesečje 2026. za povijesne podatke i četvrto tromjesečje 2028. za projekcije. Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2026. dovršene su 27. svibnja 2026., a krajnji datum za tehničke pretpostavke bio je 21. svibnja 2026. Povijesni i projicirani podatci za inflaciju mjerenu HIPC-om i HIPCX-om na tromjesečnoj su osnovi.

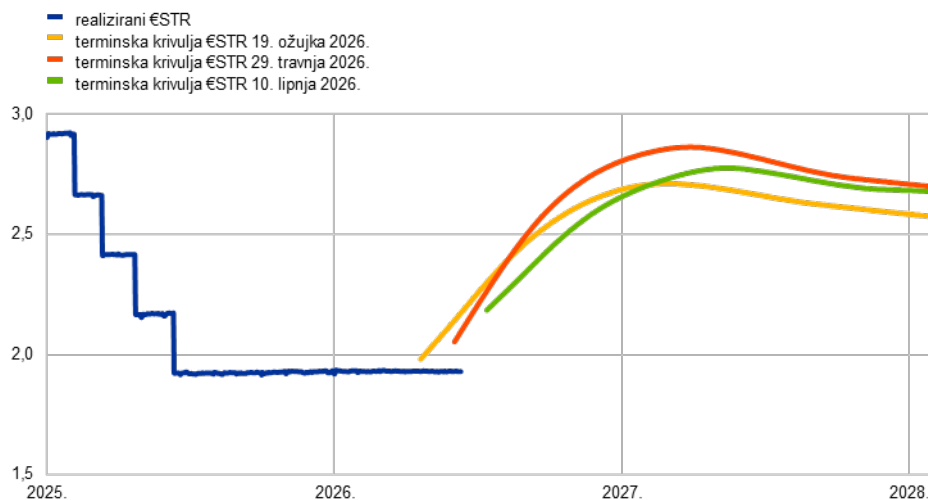
4. Kretanja na financijskim tržištima

Financijska tržišta u europodručju bila su izložena povećanoj kolebljivosti tijekom promatranog razdoblja od 19. ožujka 2026. do 10. lipnja 2026. budući da su sudionici na tržištu nastavili ponovno procjenjivati razvoj rata na Bliskom istoku i njegove gospodarske posljedice. Nerizične kamatne stope i prinosi na državne obveznice rasli su tijekom prve polovine promatranog razdoblja, dok su cijene nafte zbog sukoba porasle do najviših razina od lipnja 2022., ali kasnije su se uvelike smanjile jer su nade za mirovni sporazum snizile cijene energije s njihovih najviših razina. Na kraju promatranog razdoblja terminska krivulja eurske kratkoročne kamatne stope (€STR) uzimala je u obzir oko 70 baznih bodova povećanja kumulativne kamatne stope monetarne politike do kraja 2026. i ostala gotovo nepromijenjena u odnosu na razinu koja je uzeta u obzir 19. ožujka. Istodobno su dugoročne nerizične kamatne stope promatrano razdoblje završile na višim razinama. Tržišta državnih obveznica europodručja uglavnom su se pokazala otporna, s prinosima koji su se uvelike kretali otprilike jednako kao nerizične kamatne stope. Dionice u europodručju ostvarile su znatna povećanja zahvaljujući dobroj zaradi, posebno u tehnološkom i financijskom sektoru. Međutim, bila je znatno slabija od one na tržištima SAD-a koja su znatnije rasla zbog oporavka dionica povezanih s umjetnom inteligencijom. Razlike prinosa na korporativne obveznice smanjile su se i u segmentu investicijskog rejtinga i u segmentu visokog prinosa. Na deviznim tržištima euro je ostao uglavnom stabilan i u odnosu na američki dolar (+0,4 %) i ponderiran obujmom trgovine (0,1 %).

Kratkoročne nerizične kamatne stope u europodručju ostale su uglavnom nepromijenjene na kraju promatranog razdoblja u okolnostima kolebljivosti uzrokovane trenutačnim ratom na Bliskom istoku, a dugoročne nerizične kamatne stope povećale su se (Grafikon 14.). Referentna stopa €STR iznosila je 1,93 % na kraju promatranog razdoblja nakon odluka Upravnog vijeća na sastancima 19. ožujka 2026. i 30. travnja 2026. da će tri ključne kamatne stope ESB-a ostati nepromijenjene. Višak likvidnosti smanjio se za oko 148 mlrd. EUR na 2.216 mlrd. EUR, što je uglavnom odražavalo daljnje smanjivanje portfelja vrijednosnih papira koji se drže za potrebe monetarne politike. Kratkoročne terminske stope povećale su se u razdoblju između sastanaka Upravnog vijeća u ožujku i travnju nakon zabrinutosti zbog moguće eskalacije rata na Bliskom istoku i dosegule su najvišu razinu 29. travnja. Kasnije su neutralizirane jer pojavile su se nade da bi se napetosti na Bliskom istoku mogle riješiti pa su se globalne cijene energije ublažile. Terminska krivulja €STR na kraju promatranog razdoblja upućivala je na kumulativna povećanja kamatnih stopa za oko 70 baznih bodova do kraja godine, slično razini koja je bila uzeta u obzir 19. ožujka. Promatrano nakon 2026., terminske stope €STR na kraju promatranog razdoblja neznatno su se povećale u odnosu na ožujak. Nominalna kamatna stopa na desetogodišnje prekonocne kamatne ugovore o razmjeni (OIS) povećala se za gotovo 15 baznih bodova tijekom promatranog razdoblja i iznosila je 2,9 %.

Grafikon 14. Terminske stope €STR

(postotci na godišnjoj razini)



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

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

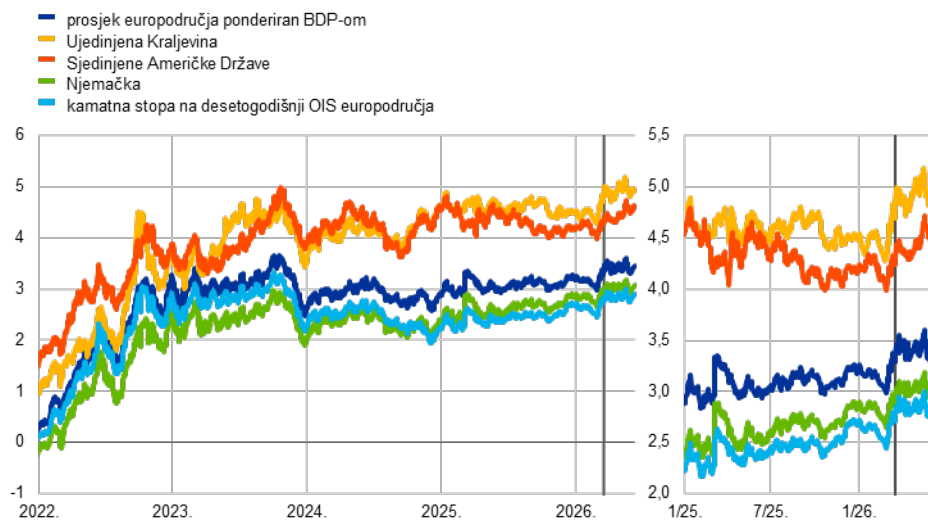
Prinosi na dugoročne državne obveznice europodručja ukupno su se neznatno povećali tijekom promatranog razdoblja, pri čemu su razlike u odnosu na nerizične kamatne stope ostale gotovo nepromijenjene, dok je u više zaduženim državama zabilježena određena kolebljivost (grafikoni 15. i 16.).

Prinos na desetogodišnje državne obveznice europodručja ponderiran BDP-om neznatno se povećao i na kraju promatranog razdoblja iznosio je oko 3,5 %. Prinosi na desetogodišnje državne obveznice u europodručju uglavnom su slijedili kretanja nerizične kamatne stope na OIS, a disperzija razlika prinosa na državne obveznice po državama u odnosu na nerizične kamatne stope ostala je na povijesno niskim razinama. Državne obveznice koje su posebno izložene energetsom šoku koji je posljedica zbivanja na Bliskom istoku ili imaju više razine duga prolazile su nešto veću kolebljivost tijekom razdoblja. Prinos na desetogodišnje američke državne vrijednosne papire povećao se za oko 30 baznih bodova na razinu od 4,6 %. Desetogodišnji prinosi na britanske državne obveznice znatno su fluktuirali tijekom razdoblja i dosegli su razine iznad 5,0 % prije porasta za oko 10 baznih bodova, odnosno iznosili su 4,9 %.

Grafikon 15.

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

(postotci na godišnjoj razini)



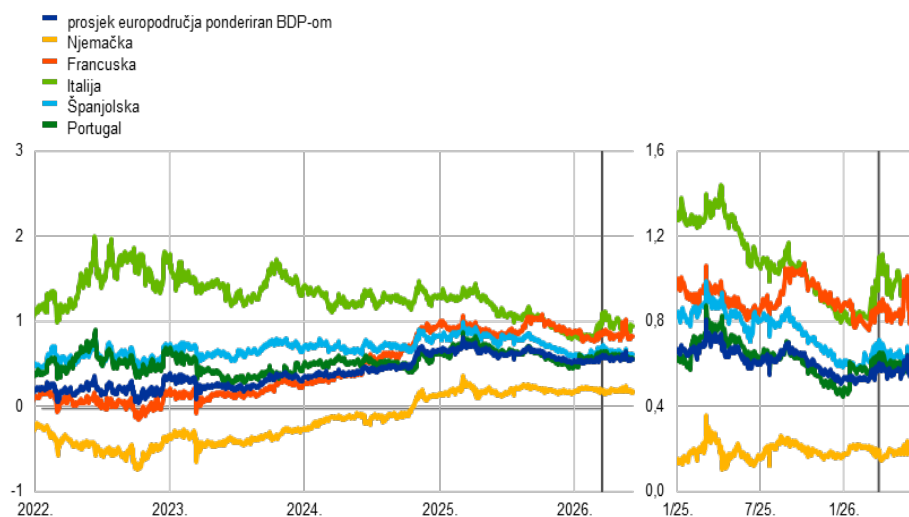
Izvori: LSEG i izračun ESB-a

Napomene: Vertikalna siva linija označuje početak promatranog razdoblja 19. ožujka 2026. Posljednji podatci odnose se na 10. lipnja 2026.

Grafikon 16.

Razlike prinosa na desetogodišnje državne obveznice europa 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 19. ožujka 2026. Posljednji podatci odnose se na 10. lipnja 2026.

Dionice u europa području oporavile su se tijekom promatranog razdoblja, pri čemu su neutralizirale gubitke zabilježene tijekom prvog mjeseca rata na Bliskom istoku budući da je zarada poduzeća ostala otporna, a sklonost preuzimanju rizika poboljšala se nakon najave primirja 8. travnja (Grafikon 17.). Općenito, tijekom promatranog razdoblja tržišta dionica u europa području porasla su za

7,7 %, pri čemu je podindeks za nefinancijska društva porastao za 7,5 %, a cijene bankovnih dionica povećale su se za 11 %. Širi indeks tržišta dionica u Sjedinjenim Američkim Državama povećao se za 10 %, pri čemu su nefinancijska društva zabilježila povećanja od 10,4 %, a kod dionica banaka došlo je do povećanja od 11,5 %. Uvrštena poduzeća s obje strane Atlantika iskazala su snažne zarade, posebno u tehnološkom sektoru, što je ojačalo optimizam u vezi s globalnom izgradnjom infrastrukture povezane s umjetnom inteligencijom. Međutim, optimistična očekivanja rasta ili dugoročne zarade poduzeća povezanih s umjetnom inteligencijom u Sjedinjenim Američkim Državama poduprli su bolje rezultate američkih dionica u odnosu na poduzeća u europodručju.

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 19. ožujka 2026. Posljednji podatci odnose se na 10. lipnja 2026.

Na tržištu korporativnih obveznica razlike prinosa na obveznice u segmentu investicijskog rejtinga i segmentu visokog prinosa smanjile su se tijekom promatranog razdoblja i vratile se na predratne razine.

Male razine razlike u prinosima na korporativne obveznice europodručja odražavale su poboljšanje sklonosti preuzimanju rizika nakon početnog pogoršanja kao posljedice izbijanja rata. To je smanjenje bilo najizraženije u segmentu visokog prinosa, u kojemu su se razlike prinosa smanjile za oko 40 baznih bodova. Razlike prinosa u segmentu investicijskog rejtinga smanjile su se za otprilike 10 baznih bodova za nefinancijska i financijska društva.

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

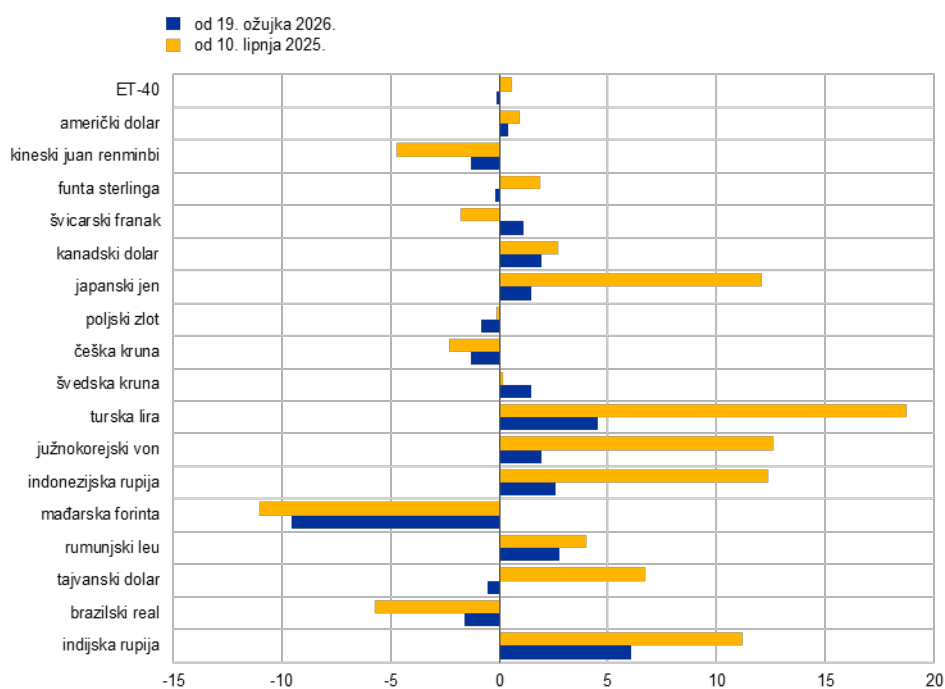
Nominalni efektivni tečaj eura mjeren u odnosu na valute 40 najvažnijih trgovinskih partnera europodručja bio je uglavnom stabilan u promatranom razdoblju (0,1 %). Euro je ostao gotovo nepromijenjen u odnosu na američki dolar i stabilizirao se na razini od 1,15 USD za euro (+0,4 %) na kraju razdoblja. Budući da je u početku oslabio u odnosu na američki dolar nakon izbijanja rata na Bliskom istoku, euro se počeo oporavljati

nakon sporazuma o primirju početkom travnja. Kasnije je ponovo oslabio zbog daljnje neizvjesnosti glede mogućega mirovnog sporazuma, čime su nastavljeni pritisci na rast cijena energije. Od tada se valutnim parom trgovalo u uskom rasponu 1,15 – 1,18 USD za euro. Euro je ojačao u odnosu na japanski jen (+1,5 %), koji je nastavio slabjeti tijekom cijelog razdoblja i tek privremeno se oporavio nakon deviznih intervencija japanskih tijela. Nasuprot tome, euro je oslabio u odnosu na mađarsku forintu (9,6 %) nakon parlamentarnih izbora u Mađarskoj, što je ojačalo forintu, a oslabio je i u odnosu na brazilski real (1,6 %) i kineski juan renminbi (1,3 %).

Grafikon 18.

Promjene tečaja eura u odnosu na odabrane valute

(promjene u postotcima)



Izvor: Izračun ESB-a

Napomene: ET40 odnosi se na nominalni efektivni tečaj eura u odnosu na valute 40 najvažnijih trgovinskih partnera europodručja. Pozitivna (negativna) promjena odgovara aprecijaciji (deprecijaciji) eura. Sve promjene izračunate su primjenom deviznih tečajeva koji su vrijedili 10. lipnja 2026.

5. Uvjeti financiranja i kreditna kretanja

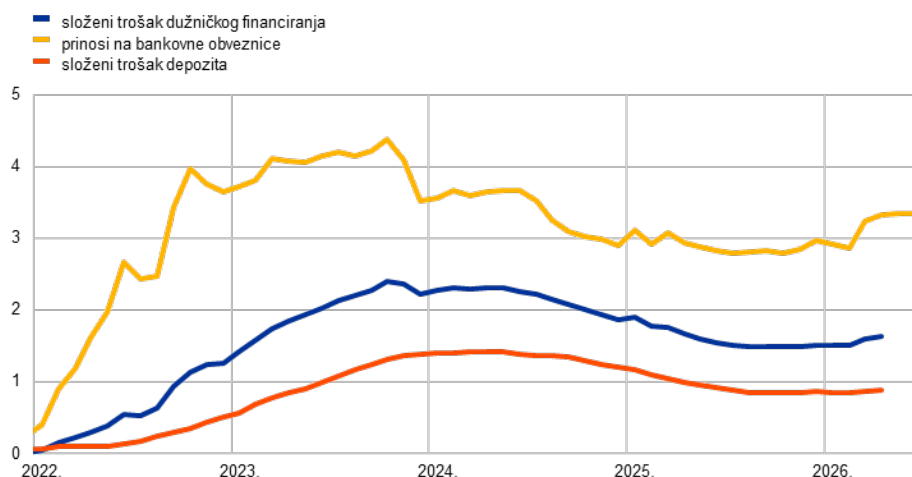
Nakon izbijanja rata na Bliskom istoku uvjeti financiranja za poduzeća i kućanstva pooštrili su se. U travnju su kamatne stope banaka na kredite poduzećima ostale nepromijenjene i iznosile 3,6 %. Ostale su nepromijenjene i kamatne stope na hipotekarne kredite, koje su iznosile 3,4 %. Tijekom promatranog razdoblja od 19. ožujka do 10. lipnja 2026. trošak tržišnoga dužničkog financiranja za nefinancijska društva ostao je gotovo nepromijenjen, a trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira povećao se potaknut i povećanom premijom za rizik vlasničkih vrijednosnih papira i većim nerizičnim kamatnim stopama. Rast kredita poduzećima dodatno se povećao na 3,4 % u travnju, a rast kredita kućanstvima bio je stabilan na 3 %. Godišnja stopa rasta najširega monetarnog agregata (M3) smanjila se na 2,7 %.

Troškovi financiranja banaka neznatno su se povećali nakon izbijanja rata na Bliskom istoku. Relativno slabo povećanje složenog troška dužničkog financiranja za banke u europodručju s 1,5 % u veljači na 1,6 % u travnju (Grafikon 19.) uglavnom je bilo posljedica kretanja nerizičnih kamatnih stopa. Nakon izbijanja rata na Bliskom istoku 28. veljače prinosi na bankovne obveznice povećali su se za oko 70 baznih bodova, pri čemu su se stabilizirali krajem travnja. Istodobno je složena kamatna stopa na depozite ostala stabilna na 0,9 % u travnju. Kamatne stope na prekonočne depozite i štedne račune ostale su iste kao i međubankovne kamatne stope, a kamatne stope na oročene depozite malo su se povećale od ožujka.

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 prekonočne 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 prekonočne depozite, depozite s ugovorenim rokom dospjeća i depozite s otkaznim rokom, ponderiranih odgovarajućim nepodmirenim iznosima. Posljednji podatci odnose se na travanj 2026. za složeni trošak dužničkog financiranja banaka i složeni trošak depozita te na 10. lipnja 2026. za prinose na bankovne obveznice.

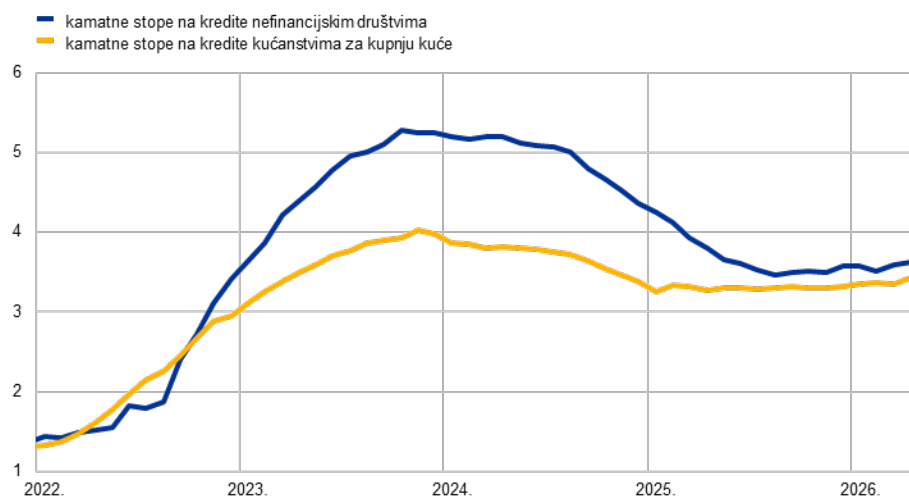
Kamatne stope banaka na kredite za poduzeća ukupno su se neznatno povećale nakon izbijanja rata na Bliskom istoku, pri čemu su se kamatne stope za kućanstva blago povećale (Grafikon 20.). Trošak zaduživanja kod banaka za

nefinancijska društva povećao se za 11 baznih bodova od veljače i iznosio je 3,6 % u travnju, što je oko 170 baznih bodova ispod najviše razine iz listopada 2023. Kamatne stope povećale su se za kredite sa srednjim razdobljima fiksiranja kamatnih stopa (od jedne do pet godina) i ostale su uglavnom nepromijenjene za kredite s kratkoročnim razdobljima fiksiranja kamatnih stopa (manje od jedne godine) i dugoročnim razdobljima fiksiranja kamatnih stopa (više od pet godina). Razlika između kamatnih stopa na male i velike kredite poduzećima ostala je uglavnom stabilna na niskim razinama. Trošak zaduživanja za kućanstva za kupnju kuće blago je porastao za 7 baznih bodova od veljače i iznosio 3,4 % u travnju, što je oko 60 baznih bodova ispod najviše razine iz studenoga 2023. To kretanje odražava povećanje kamatnih stopa u svim razdobljima fiksiranja kamatnih stopa, pri čemu su kamatne stope na srednjoročne i dugoročne kredite rasle više od onih na kratkoročne kredite.

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-mjesečnoga pomičnog prosjeka iznosa novih poslova. Posljednji podatci odnose se na travanj 2026.

Tijekom promatranog razdoblja od 19. ožujka do 10. lipnja 2026. trošak tržišnoga dužničkog financiranja koji su izdala poduzeća ostao je gotovo nepromijenjen, a trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima povećao se. Ukupan trošak financiranja za nefinancijska društva, odnosno složeni trošak zaduživanja kod banaka, trošak tržišnoga duga i trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira, iznosio je 6,2 % u travnju 2026. drugi uzastopni mjesec (Grafikon 21.).¹⁰ Nakon znatnog skoka u ožujku, trošak financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima dodatno se povećao u travnju. Utjecaj povećanja troška izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira i istodobno povećanje troška dugoročnog zaduživanja kod banaka na ukupan trošak financiranja u travnju nadomješteni su smanjenjem troška tržišnoga dužničkog financiranja, što je posljedica niskih razina

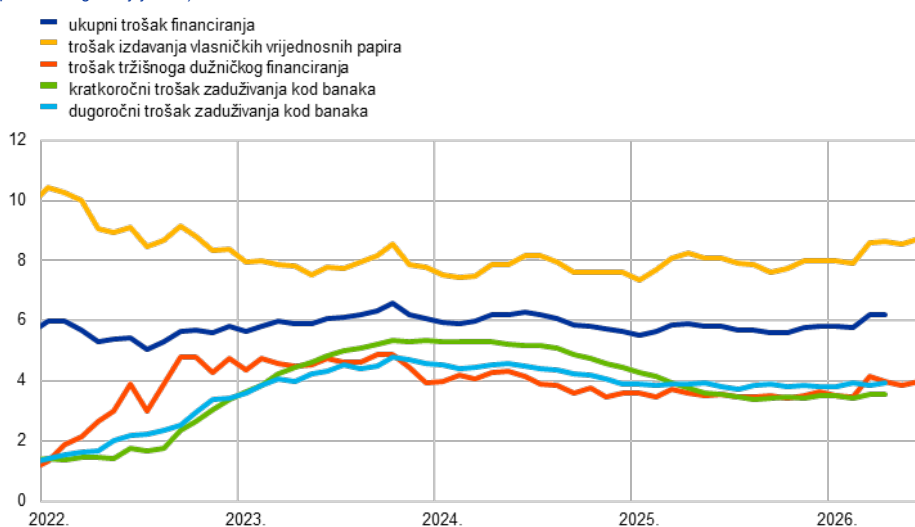
¹⁰ S obzirom na dostupnost podataka o trošku zaduživanja kod banaka s odmakom, podatci o ukupnom trošku financiranja za nefinancijska društva dostupni su samo za razdoblje do travnja 2026.

razlika prinosa na obveznice koje su izdala nefinancijska društva. Tijekom promatranog razdoblja u cjelini trošak tržišnoga dužničkog financiranja ostao je otprilike jednak zahvaljujući manjim razlikama prinosa na korporativne obveznice, čime se nadomještaju veće nerizične kamatne stope (vidi Odjeljak 4. Kretanja na financijskim tržištima). Povećanju troška financiranja vlasničkim vrijednosnim papirima uglavnom su pridonijele veća premija za rizik vlasničkih vrijednosnih papira, kao i povećane dugoročne nerizične kamatne stope, premda u manjoj mjeri.

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 dugoročnih i kratkoročnih troškova zaduživanja kod banaka (mjesečni prosječni podatci) i troškova tržišnoga duga i izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (podatci na kraju mjeseca), ponderiranih na osnovi njihovih odgovarajućih nepodmirenih iznosa. Posljednji podatci odnose se na 10. lipnja 2026. za trošak tržišnoga dužničkog financiranja i za trošak izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (dnevni podatci) i travanj 2026. za ukupni trošak financiranja i dugoročni i kratkoročni trošak zaduživanja kod banaka (mjesečni podatci).

Rast kredita poduzećima dodatno se povećao u travnju, a rast kredita kućanstvima ostao je stabilan (Grafikon 22.).

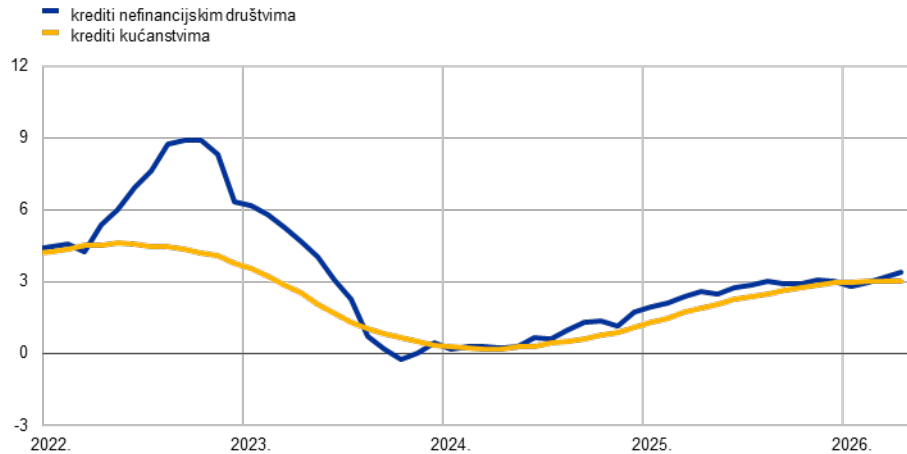
Vanjsko financiranje poduzeća pojačalo se od izbijanja rata na Bliskom istoku potaknuto zaduživanjem kod banaka, posebno u obliku kratkoročnih i srednjoročnih kredita i oporavkom neto izdavanja dužničkih vrijednosnih papira. Godišnja stopa rasta bankovnoga kreditiranja nefinancijskih poduzeća porasla je s 3,2 % u ožujku na 3,4 % u travnju, što je i nadalje ispod povijesnog prosjeka od 4,3 % od početka 1999. Istodobno se godišnja stopa rasta dužničkog financiranja poduzeća povećala s 3,4 % u ožujku na 3,7 % u travnju u odnosu na 2,8 % u siječnju. Nasuprot tome, godišnja stopa rasta kredita kućanstvima bila je stabilna na 3,0 % u travnju, pa je također ostala ispod povijesnog prosjeka od 4,1 % od početka 1999. Rast kredita kućanstvima uglavnom je bio poduprt snažnim rastom potrošačkih kredita i u manjoj mjeri hipotekarnih kredita. S druge strane, rast ostalih oblika kreditiranja kućanstava, uključujući kredite trgovcima pojedincima, i nadalje je bio slab. Prema posljednjoj ESB-ovoj [anketi o očekivanjima potrošača](#) za travanj 2026. rat na Bliskom istoku nepovoljno je utjecao na očekivanja kućanstava u vezi s dostupnosti kredita, koja su u travnju bila na najpooštrenijoj

razini od najviše razine posljednjeg ciklusa povećanja kamatnih stopa monetarne politike iz prosinca 2023.

Grafikon 22.

Kreditni monetarnih financijskih institucija u europodručju

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: ESB i izračun ESB-a

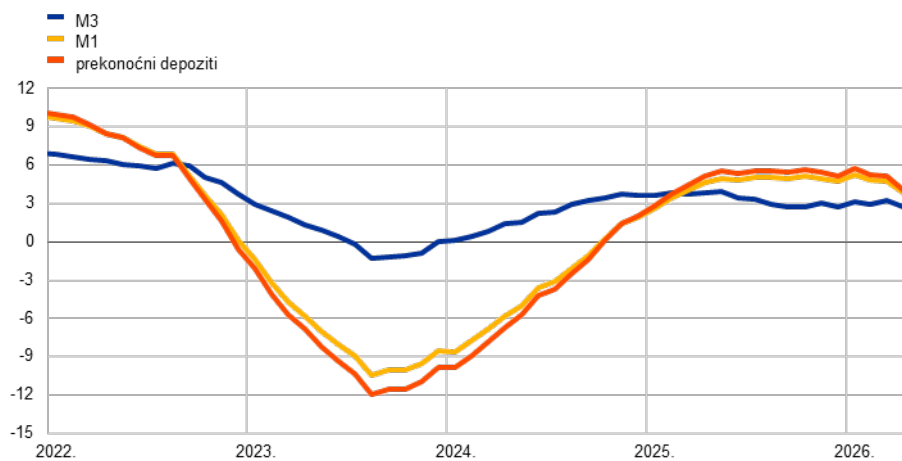
Napomene: Kreditni monetarnih financijskih institucija prilagođeni su za prodaje kredita i sekuritizaciju, a u slučaju nefinancijskih društava krediti su prilagođeni i za obračunsko objedinjavanje sredstava. Posljednji podatci odnose se na travanj 2026.

Godišnja stopa rasta najširega monetarnog agregata (M3) smanjila se u travnju u okolnostima velikih odljeva depozita od nebankarskih financijskih posrednika (Grafikon 23.).

Godišnji rast M3 smanjio se s 3,2 % u ožujku na 2,7 % u travnju, čime se vratio na razinu zabilježenu u većem dijelu druge polovine 2025. i ostao znatno niže od svojega povijesnog prosjeka od 5,2 % od početka 1999. Godišnja stopa rasta najužega monetarnog agregata (M1), koji uključuje najlikvidnije instrumente, odnosno gotovinu u optjecaju i prekonoćne depozite, smanjena je s 4,7 % u ožujku na 3,8 % u travnju zbog velikih odljeva depozita od nebankarskih financijskih posrednika, čime su zaustavljeni priljevi zabilježeni u prethodnom mjesecu. S gledišta protustavke, kreiranje novčane mase poduprlo je kreditiranje banaka, dok su neto inozemni novčani odljevi iz europodručja i smanjenje bilance Eurosustava nepovoljno utjecali na rast M3.

Grafikon 23. M3, M1 i prekonoćni depoziti

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



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na travanj 2026.

6. Fiskalna kretanja

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2026., očekuje se da će se proračunski manjak opće države, koji je 2025. iznosio 2,9 % BDP-a, znatno povećati na 3,6 % BDP-a u 2026. i zatim dosegnuti najvišu razinu od 3,7 % u 2027. Predviđa se da će se karakter fiskalne politike europodručja ublažiti u 2026., prije ponovnog pooštavanja u 2027. i 2028. Predviđeno ublažavanje u 2026. uglavnom se pripisuje državnim ulaganjima i fiskalnim transferima, čime povećanje ulaganja uglavnom odražava veliku potrošnju za obranu i infrastrukturu kao i projekte u sklopu programa Next Generation EU (NGEU). Pooštavanje u 2027. i 2028. uglavnom se objašnjava nediskrecijskim činiteljima. Očekuje se da će omjer duga i BDP-a europodručja dosegnuti 90 % BDP-a u 2028. jer će kontinuirani primarni manjkovi i pozitivna usklađivanja manjka i duga nadmašiti povoljne, premda sve slabije, učinke razlika između kamatnih stopa i stopa rasta. Kao dio proljetnog paketa europskog semestra 2026., koji je objavljen 3. lipnja, Europska komisija napominje da bi mjere za jačanje energetske sigurnosti i smanjenje ovisnosti o fosilnim gorivima mogle imati koristi od postojeće fleksibilnosti okvira.

Prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja 2026. saldo proračuna opće države u europodručju trebao bi se pogoršati, pri čemu bi manjak dosegnuo najvišu razinu 2027., znatno iznad praga od 3 % (Grafikon 24.).¹¹

Kada je riječ o proteklom razdoblju, proračunski manjak u europodručju neznatno se smanjio s 3,0 % u 2024. na 2,9 % BDP-a u 2025. U nadolazećem razdoblju predviđa se znatno povećanje od 3,6 % BDP-a u 2026., najviša razina od 3,7 % u 2027. i neznatno smanjenje na 3,6 % u 2028. Najveće pogoršanje proračunske bilance tijekom projekcijskog razdoblja odražava stalan rast plaćanja kamata. Osim toga, snažnije povećanje proračunskog manjka u 2026. odražava popuštanje fiskalne politike, mjereno ciklički prilagođenim primarnim saldima prilagođenim za bespovratna sredstva programa NGEU-a i neznatno pogoršanje cikličke komponente, što odražava kretanja proizvodnog jaza.¹² Očekuje se da će se ciklička komponenta nastaviti neznatno pogoršavati u 2027., što će pridonijeti većem deficitu, prije preokreta 2028., kada će, zajedno s predviđenim pooštavanjem fiskalne politike, dovesti do blagog poboljšanja fiskalne pozicije. U odnosu na projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje iz ožujka 2026. pokazalo se da je udio proračunskog manjka za 0,1 postotni bod manji u 2025. i predviđa se da će biti za 0,2 postotna boda veći u 2026. te da će u 2027. i 2028. ostati uglavnom nepromijenjen.

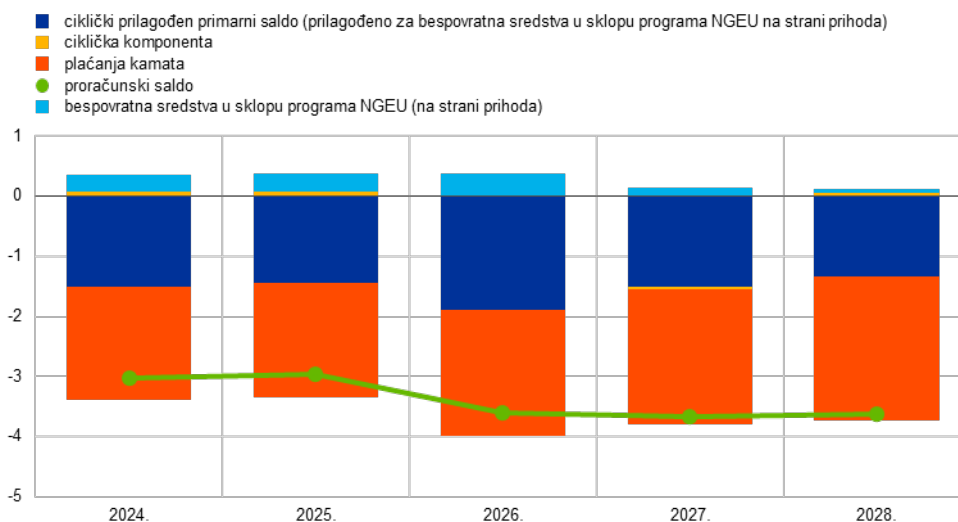
¹¹ Vidi „Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, lipanj 2026.“, objavljene na mrežnim stranicama ESB-a 11. lipnja 2026.

¹² Djelovanje fiskalne politike odražava smjer i veličinu poticaja fiskalnih politika gospodarstvu koji premašuje automatsku reakciju javnih financija na poslovni ciklus. Mjeri se promjenom omjera ciklički prilagođenoga primarnog salda bez utjecaja državne pomoći financijskom sektoru. Budući da veći proračunski prihodi povezani s bespovratnim sredstvima u sklopu programa NGEU iz proračuna EU-a nemaju učinak na smanjenje potražnje, ciklički prilagođen primarni saldo u ovom je kontekstu prilagođen kako bi se isključili ti prihodi. Više informacija o fiskalnoj politici u europodručju vidi u članku pod naslovom „The euro area fiscal stance“, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2016.

Grafikon 24.

Proračunski saldo i njegove komponente

(postotci BDP-a)



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

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

Predviđa se da će se agregatni karakter fiskalne politike europodručja, nakon blagog pooštavanja u 2025., ublažiti u 2026. prije neznatnog pooštavanja u 2027. i 2028. Očekuje se da će ublažavanje iz 2026. iznositi 0,5 postotnih bodova BDP-a ponajprije zbog većega državnog ulaganja i transfera kućanstvima.

Povećanje ulaganja odražava veću potrošnju za obranu i infrastrukturu u Njemačkoj i nekoliko drugih manjih država, kao i izdatke za financiranje u sklopu programa NGEU, premda se za ovo potonje očekuje da će uglavnom biti ukinuto tijekom idućih godina. Pooštavanje karaktera fiskalne politike predviđeno za 2027. i 2028.

Uglavnom se objašnjava nediskrecijskim činiteljima, posebno poreznim otporom i odvajanjem porezne osnovice od BDP-a.¹³ U odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz ožujka 2026. očekuje se da će karakter fiskalne politike u 2026. biti malo blaži i u sličnoj mjeri pooštren u 2027., dok će u 2028. ostati nepromijenjen. Revizije uglavnom odražavaju nove privremene mjere energetske potpore koje su vlade donijele od početka rata na Bliskom istoku (u iznosu od oko 0,1 % BDP-a) kao i kretanja u državnoj potrošnji.

Očekuje se da će omjer duga i BDP-a europodručja pratiti uzlazni trend tijekom projekcijskog razdoblja i dosegnuti 90 % BDP-a u 2028. (Grafikon 25.). Znatno smanjenje omjera duga i BDP-a zabilježeno u razdoblju od 2021. do 2023. koje je gotovo isključivo bilo predvođeno povoljnim razlikama između kamatnih stopa i stopa rasta, završilo je 2024.

Sada se očekuje da će omjer duga i BDP-a porasti s 87,4 % u 2025. na 90,0 % u 2028. To povećanje odražava kontinuirane primarne manjkove i male, ali dosljedno pozitivne usklađenosti manjka i duga, koje samo djelomično neutraliziraju i nadalje povoljne, premda sve slabije, razlike između kamatnih stopa i stopa rasta. Omjer duga opće države i BDP-a revidiran je naviše tijekom cijeloga

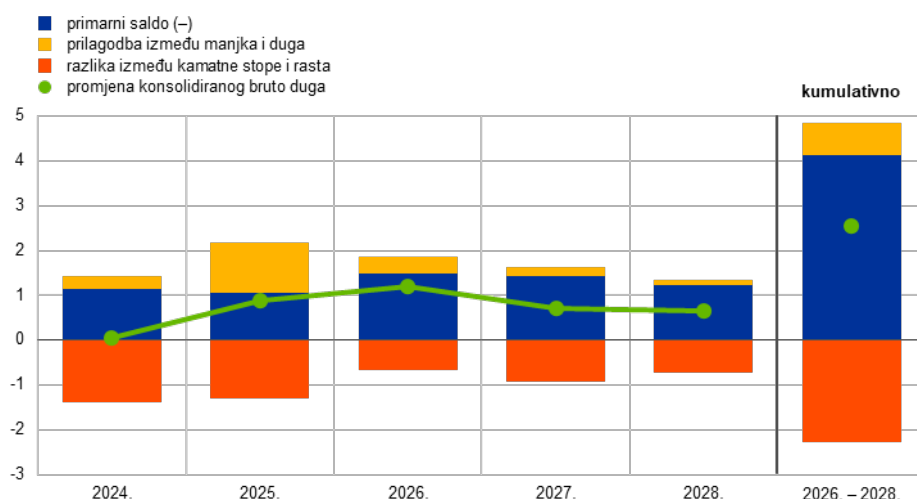
¹³ Fiskalni otpor odnosi se na povećanje poreznih prihoda do kojeg dolazi kada raste nominalna porezna osnovica, ali parametri progresivnoga poreznog sustava nisu prilagođeni u skladu s tim.

projekcijskog razdoblja u odnosu na makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a iz ožujka 2026., uglavnom zbog manje povoljnih razlika između kamatnih stopa i stopa rasta te većih usklađivanja manjka i duga.

Grafikon 25.

Pokretači promjene omjera državnog duga i BDP-a u europodručju

(postotni bodovi BDP-a, ako nije navedeno drugačije)



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

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

Komisija je 3. lipnja objavila svoj proljetni paket europskog semestra 2026.¹⁴

Vijeće EU-a do sada je odobrilo aktivaciju nacionalne klauzule o odstupanju za 14 država europodručja, pri čemu je zahtjev Španjolske odobren na sastanku Vijeća 12. lipnja.¹⁵ Vijeće je također ukinulo postupak u slučaju prekomjernog manjka za Maltu. Nakon što se uzela u obzir fleksibilnost koju pruža nacionalna klauzula o odstupanju, prema potrebi, Komisija smatra da su države europodručja na koje se primjenjuje postupak u slučaju prekomjernog manjka poduzele učinkovite mjere.¹⁶ Razmatra potrebu otvaranja postupka za Bugarsku. Nadalje, Komisija napominje da mjere za jačanje strukturne otpornosti europskog energetskeg sustava i ubrzanje smanjenja primjene fosilnih goriva mogu imati koristi od postojeće fleksibilnosti okvira. Konkretno predlaže proširenje područja primjene nacionalne klauzule o odstupanju kako bi obuhvatila privremene mjere namijenjene smanjenju ovisnosti o uvoznim fosilnim gorivima uz istodobno održavanje postojeće fleksibilnosti za potrošnju za obranu. Predlaže da se, unutar postojeće gornje granice od 1,5 % BDP-a za dodatnu potrošnju za obranu prema nacionalnoj klauzuli o odstupanju, namjenska godišnja gornja granica od 0,3 % BDP-a primijeni na mjere potpore

¹⁴ Za više detalja vidi „Proljetni paket europskog semestra 2026.“.

¹⁵ Nacionalna klauzula o odstupanju aktivirana je za Belgiju, Bugarsku, Njemačku, Estoniju, Grčku, Španjolsku, Hrvatsku, Letoniju, Litvu, Austriju, Portugal, Sloveniju, Slovačku i Finsku. Dodatne informacije o nacionalnoj klauzuli o odstupanju za izdatke za obranu dostupne su na mrežnim stranicama Vijeća.

¹⁶ Države europodručja na koje se trenutačno primjenjuje postupak u slučaju prekomjernog manjka jesu Belgija, Francuska, Italija, Austrija, Slovačka i Finska. Komisija očekuje da će Italija ispraviti svoj prekomjerni manjak u 2026. u skladu s rokom koji je odredilo Vijeće.

povezane s energijom tijekom razdoblja od 2026. do 2028. što podliježe kumulativnoj gornjoj granici od 0,6 % BDP-a tijekom istog razdoblja.

Okviri

1. Umjetna inteligencija i američko tržište rada: učinci na rast zaposlenosti

Isabella Moder i Til Pommer

Budući da poduzeća u cijelom svijetu uvode alate umjetne inteligencije, uvelike se raspravlja o njezinu utjecaju na tržišta rada.¹ Iako bi potencijal umjetne inteligencije da poremeti tržišta rada mogao biti znatan, čini se da su za sada njezini učinci na ukupnu zaposlenost prigušeni. Ipak, sve je više dokaza da umjetna inteligencija negativno utječe na zaposlenost za pojedine podskupine zanimanja, posebno radnika s manje radnog iskustva u visoko izloženim zanimanjima.² U ovom se okviru analiziraju učinci umjetne inteligencije na rast zaposlenosti posljednjih godina, s naglaskom na Sjedinjene Američke Države u kojima su takvi učinci vjerojatno postali vidljivi ranije nego u drugim velikim gospodarstvima, s obzirom na to da je SAD dom nekim od najnaprednijih poduzeća koja su rano uvela umjetnu inteligenciju i ima relativno fleksibilno tržište rada.

Utjecaj umjetne inteligencije na rast zaposlenosti može biti pozitivan i negativan, kako je istaknuto u najnovijoj literaturi o toj temi. U dobro poznatom okviru koji su izradili Acemoglu i Resrepo (2018.) razlikuje se pozitivan učinak koji nove tehnologije imaju na rast zaposlenosti time što omogućuju veću produktivnost i negativan učinak koji stvaraju zbog proglašavanja radnih mjesta viškom, uz neto utjecaj na zaposlenost u zemlji koji ovisi o relativnoj važnosti tih učinaka. U ovoj ranoj fazi teško je empirijski procijeniti utjecaj umjetne inteligencije na zaposlenost. Hampole *et al.* (2025.) pokazuju da iako u Sjedinjenim Američkim Državama uvođenje umjetne inteligencije na razini poduzeća ostvaruje pozitivne učinke na zaposlenost, ti učinci prikrivaju znatnu heterogenost među skupinama zanimanja. Početni dokazi za Europsku uniju upućuju na to da poduzeća koja uvode tehnologije umjetne inteligencije imaju veće povećanje produktivnosti, pri čemu tehnologija ne zamjenjuje radnu snagu u kratkom roku (Aldasoro *et al.*, 2026.). To je u skladu s nedavnim rezultatima ankete ESB-a da je vjerojatnije da će poduzeća s visokim razinama uvođenja umjetne inteligencije ili ulaganjima povezanim s umjetnom inteligencijom zaposliti dodatne zaposlenike (Lebastard i Sondermann, 2026.).

U Sjedinjenim Američkim Državama broj radnih mjesta u zanimanjima s visokim rizikom od zamjene umjetnom inteligencijom smanjio se posljednjih godina. Primjenom indeksa koji su izradili Pizzinelli *et al.* (2023.) za mjerenje rizika od zamjene umjetnom inteligencijom, svako zanimanje kategorizirano je u jednu od

¹ U ovom okviru fokus je na učincima uvođenja umjetne inteligencije na tržište rada na strani potražnje i izričito ne obuhvaća moguće povećanje zaposlenosti na strani ponude, kao što je stvaranje radnih mjesta povezano s ulaganjem u razvoj i primjenu umjetne inteligencije.

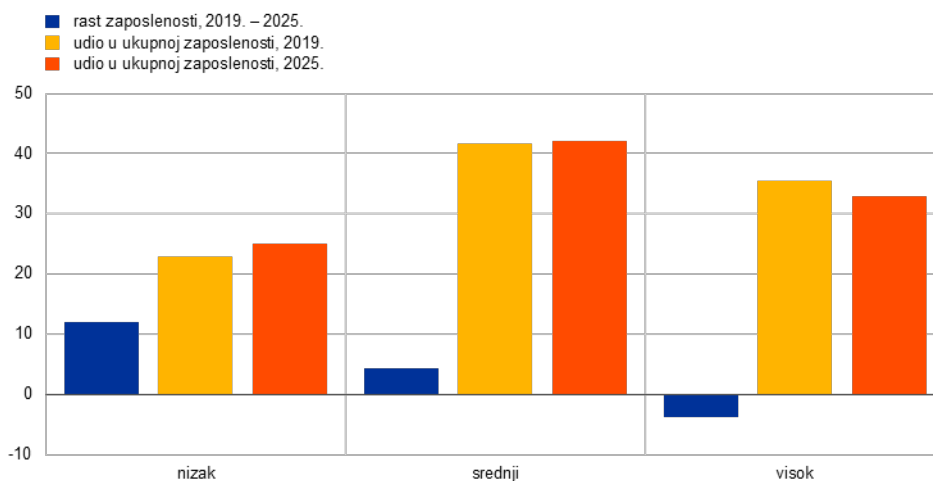
² Vidi, na primjer, Brynjolfsson *et al.* (2025.) za analizu američkih podataka o plaćama. Napominjemo da Lambert i Schindler (2026.) propituju zaključak da generativna umjetna inteligencija zamjenjuje radnike s manje radnog iskustva. Došli su do zaključka da je izloženost generativnoj umjetnoj inteligenciji snažno povezana s još jednim šokom nakon pandemije, radom od kuće.

tri kategorije, koje odgovaraju niskom, srednjem i visokom riziku od zamjene umjetnom inteligencijom.³ Izračun prosječnog rasta zaposlenosti za svaku od tih kategorija u Sjedinjenim Američkim Državama upućuje na to da je zaposlenost kod radnih mjesta s visokim rizikom od zamjene umjetnom inteligencijom (npr. ekonomisti, grafički dizajneri) prosječno smanjena za više od 4 % u razdoblju od 2019. do 2025. (Grafikon A).⁴ Nasuprot tome, zaposlenost kod radnih mjesta s niskim rizikom od zamjene umjetnom inteligencijom (npr. električari, srednjoškolski nastavnici) povećala se za 13 % tijekom istog razdoblja. Zbog toga se sastav zaposlenosti u SAD-u promijenio. Udio radnih mjesta s niskim rizikom u ukupnoj zaposlenosti u SAD-u povećao se s 23 % na 25 %, a udio radnih mjesta s visokim rizikom smanjio se s 35 % na 33 %.

Grafikon A

Rast zaposlenosti i udio u ukupnoj zaposlenosti zanimanja grupiranih po riziku od zamjene umjetnom inteligencijom – SAD

(postotci)



Izvori: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli *et al.* (2023.) i izračun stručnjaka ESB-a

Empirijska analiza potvrđuje da je umjetna inteligencija već dovela do preraspodjele radnih mjesta unutar američkog tržišta rada.

Utjecaj rizika od zamjene umjetnom inteligencijom na rast zaposlenosti procjenjuje se s pomoću iste klasifikacije zanimanja prema razini rizika od zamjene umjetnom inteligencijom kao i prije. U analizi se primjenjuje pristup određivanja razlike u razlikama, a zasebno se

³ Pizzinelli *et al.* prilagođavaju široko-primijenjen indeks koji su izradili Felten *et al.* (2021.) uzimajući u obzir komplementarnost zanimanja s umjetnom inteligencijom, pod pretpostavkom da manja komplementarnost s umjetnom inteligencijom uz visoku izloženost umjetnoj inteligenciji nosi veći rizik od zamjene umjetnom inteligencijom pa time i gubitak radnih mjesta. Na primjer, prema tom proširenom indeksu računalni programer i nastavnik informatike imaju jednaku izloženost umjetnoj inteligenciji. Međutim, budući da je umjetna inteligencija komplementarnija s poslovima nastavnika, nastavnik ima niži rizik od zamjene radnog mjesta nego računalni programer. Pizzinelli *et al.* svoj indeks nazivaju „izloženostu zanimanja umjetnoj inteligenciji prilagođenoj za komplementarnost” (engl. *complementarity-adjusted AI occupational exposure*). Radi lakše čitljivosti, u ovom se okviru spominje kao „rizik od zamjene umjetnom inteligencijom”. Valja također napomenuti da umjetna inteligencija ne uključuje samo velike jezične modele, već i druge prethodno dostupne aplikacije kao što su prepoznavanje slike i automatizirano prevođenje.

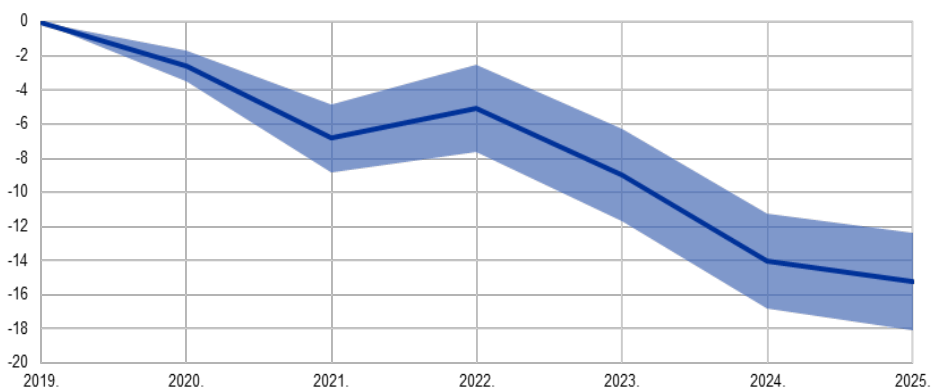
⁴ Budući da je glavni naglasak na najnovijim kretanjima, posljednja godina prije pandemije (2019.) uzima se kao bazna godina za analizu. Međutim, umjetna inteligencija vjerojatno je već utjecala na američko tržište rada prije 2019.

procjenjuje utjecaj rizika pojedinog zanimanja od zamjene umjetnom inteligencijom na rast zaposlenosti za svaku godinu (2020. – 2025.) u odnosu na baznu godinu (2019.). Analiza uključuje i konstantu i nepromijenjene učinke specifične za pojedine sektore koji odgovaraju troznamenkastim podsektorima sjevernoameričkog sustava klasifikacije djelatnosti NAICS (engl. *North American Industry Classification System*), pri čemu se u obzir uzimaju šokovi (npr. bolest COVID-19), kretanja specifična za pojedine sektore i nezapažene heterogenosti.⁵ Rezultati upućuju na sve veći jaz između rasta broja radnih mjesta u zanimanjima s visokim rizikom od zamjene umjetnom inteligencijom u usporedbi sa zanimanjima s niskim rizikom od zamjene umjetnom inteligencijom (Grafikon B).⁶ Dok se ništa drugo nije mijenjalo, u razdoblju od 2019. do 2025. broj radnih mjesta s visokim rizikom od zamjene povećao se za oko 15 postotnih bodova manje od broja radnih mjesta s niskim rizikom od zamjene. To je u skladu sa studijama koje pokazuju da umjetna inteligencija utječe na rast broja radnih mjesta za određene podskupine zanimanja. Ukupno gledano, iako o posljedicama umjetne inteligencije za ukupnu zaposlenost za sada nije moguće izvesti zaključke, analiza pokazuje da je imala relativan utjecaj na rast američke zaposlenosti od 2019.⁷ Taj se utjecaj ubrzao od pokretanja ChatGPT-a krajem 2022.

Grafikon B

Utjecaj umjetne inteligencije na rast američke zaposlenosti – razlika između visokog i niskog rizika od zamjene

(postotni bodovi)



Izvori: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli *et al.* (2023.) i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Linija prikazuje procijenjeni relativni utjecaj izloženosti umjetnoj inteligenciji na rast zaposlenosti za pojedinu godinu u odnosu na 2019. U modelu se rabi pristup određivanja razlike u razlikama i zasebno procjenjuje utjecaj rizika zanimanja od zamjene umjetnom inteligencijom na rast zaposlenosti za pojedinu godinu (2020. – 2025.) u odnosu na baznu godinu (2019.). Na gornje i donje vrijednosti od 1 % rasta zaposlenosti primijenjeno je ograničavanje netipičnih vrijednosti varijabla kako bi se uzele u obzir netipične vrijednosti. Model također uključuje konstantu i nepromijenjene učinke specifične za pojedine sektore koji odgovaraju troznamenkastim podsektorima sustava klasifikacije djelatnosti NAICS. Rezultati su preračunati kako bi uputili na razliku između visokog i niskog rizika od zamjene umjetnom inteligencijom. Osjenčano područje odgovara intervalu pouzdanosti od 95 %.

Relativan utjecaj umjetne inteligencije na rast broja radnih mjesta još nije doveo do znatnih razlika u rastu plaća. Kao što je to slučaj za učinke na

⁵ Na primjer, smanjenje broja radnih mjesta u prerađivačkoj industriji ne mora biti povezano s umjetnom inteligencijom, već može biti potaknuto drugim strukturnim kretanjima kao što je izmještanje proizvodnje. Budući da neka radna mjesta u prerađivačkoj industriji nose visok rizik od zamjene umjetnom inteligencijom (npr. upravljanje zalihama ili preuzimanje narudžbi), takvo bi se smanjenje moglo pogrešno pripisati umjetnoj inteligenciji.

⁶ Valja napomenuti da okvir izričito ne uzima u obzir uvođenje umjetne inteligencije.

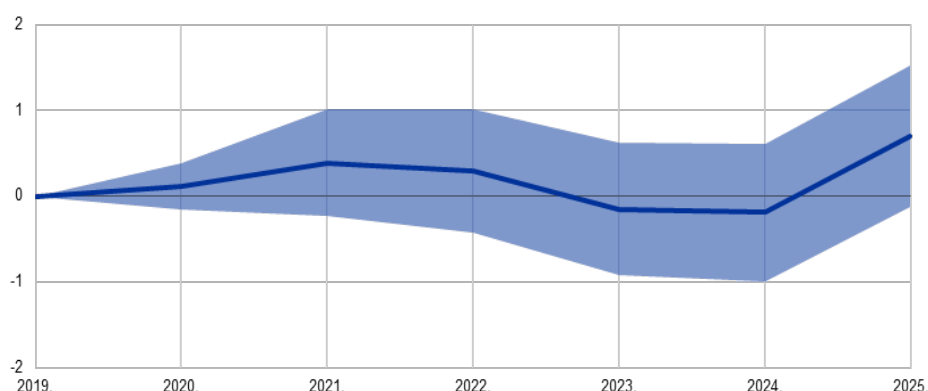
⁷ Massenkoff i McCrory (2026.) provode sličnu analizu za američke stope nezaposlenosti i ne nalaze znatan porast nezaposlenosti radnika u najizloženijim zanimanjima. To bi moglo upućivati i na preraspodjelu radnih mjesta unutar američkog tržišta rada.

zaposlenost, iako se o utjecaju umjetne inteligencije na plaće i nejednakost žestoko raspravlja u literaturi, rijetki su empirijski dokazi o tome. Primjenjujući istu metodologiju kao i prije, analiza medijana rasta plaća po satu po zanimanjima otkriva da rizik od zamjene umjetnom inteligencijom nije imao znatan utjecaj na rast plaća od 2019. (Grafikon C).⁸ Tijekom vremena, kako se tržište rada nastavlja prilagođavati i alati umjetne inteligencije postaju generativniji, učinci na dohodak mogu biti izraženiji.⁹

Grafikon C

Utjecaj umjetne inteligencije na rast plaća u SAD-u – razlika između visokog i niskog rizika od zamjene

(postotni bodovi)



Izvori: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli *et al.* (2023.) i izračun stručnjaka ESB-a
Napomene: Linija pokazuje procijenjeni relativni utjecaj izloženosti umjetnoj inteligenciji na medijan rasta plaća po satu za pojedinu godinu u odnosu na 2019. U modelu se rabi pristup određivanja razlike u razlikama, a zasebno se procjenjuje utjecaj rizika zanimanja od zamjene umjetnom inteligencijom na rast plaća za pojedinu godinu (2020. – 2025.) u odnosu na baznu godinu (2019.). Model također uključuje konstantu i nepromijenjene učinke specifične za pojedine sektore koji odgovaraju troznamenkastim podsektorima sustava klasifikacije djelatnosti NAICS. Rezultati su preračunati kako bi uputili na razliku između visokog i niskog rizika od zamjene umjetnom inteligencijom. Osjenčano područje odgovara intervalu pouzdanosti od 95 %.

Izvori

Acemoglu, D. i Restrepo, P. (2018.), „[The Race between Man and Machine: Implications of Technology for Growth, Factor Shares, and Employment](#)”, *American Economic Review*, American Economic Association, sv. 108(6), str. 1488. – 1542.

Aldasoro, I., Gambacorta, L., Pal, R., Revoltella, D., Weiss, C. i Wolski, M. (2026.), „[AI Adoption, Productivity and Employment: Evidence from European Firms](#)”, *BIS Working Papers*, broj 1325, Banka za međunarodne namire

Brynjolfsson, E., Chandar, B. i Chen, R. (2025.), „[Canaries in the Coal Mine? Six Facts about the Recent Employment Effects of Artificial Intelligence](#)”, Stanford Digital Economy Lab

⁸ Utjecaj umjetne inteligencije na plaće ovisi i o dinamici ponude i potražnje radne snage, što se ne može razlikovati u okviru koji je ovdje upotrijebljen.

⁹ U jednoj od nekoliko dostupnih empirijskih studija u ovom području Hui *et al.* (2024.) procjenjuju utjecaj koji su generativni modeli umjetne inteligencije imali na slobodna zanimanja registrirana na velikoj internetskoj platformi za zapošljavanje od 2022. i zaključuju da je došlo do smanjenja u zaposlenosti i u zaradi zanimanja pod velikim utjecajem.

Felten, E., Raj, M. i Seamans, R. (2021.), „Occupational, industry, and geographic exposure to artificial intelligence: A novel dataset and its potential uses”, *Strategic Management Journal*, 42(12), str. 2195. – 2217.

Hampole, M., Papanikolaou, D., Schmidt, L. D. W. i Seegmiller, B. (2025.), „Artificial Intelligence and the Labor Market”, *NBER Working Papers*, broj 33509, National Bureau of Economic Research

Hui, X., Reshef, O. i Zhou, L. (2023.), „The Short-Term Effects of Generative Artificial Intelligence on Employment: Evidence from an Online Labor Market”, *CESifo Working Paper Series*, broj 10601, CESifo

Lane, P. R. Lane, P. R. (2026.), „AI and the euro area economy”, središnji govor na međunarodnoj konferenciji ESB-a – SAFE-a – RCEA Climate-Macro-Finance Interface (3CMFI), Europska središnja banka, Frankfurt, 23. ožujka

Lambert, P. i Schindler, Y. (2026.), „The Broken Ladder: AI, Remote Work, and Early-Career Hiring”, svibanj, SSRN

Lebastard, L. i Sondermann, D. (2026.), „Artificial Intelligence: Friend or Foe for Hiring in Europe Today?”, *ESB-ov blog*, Europska središnja banka, 4. ožujka

Massenkoff, M. i McCrory, P. (2026.), „Labor Market Impacts of AI: A New Measure and Early Evidence”, Anthropic Economic Research

Pizzinelli, C., Panton, A. J., Mendes Tavares, M., Cazzaniga, M. i Longji, L. (2023.), „Labor Market Exposure to AI: Cross-country Differences and Distributional Implications”, *IMF Working Papers*, broj 2023/216, Međunarodni monetarni fond

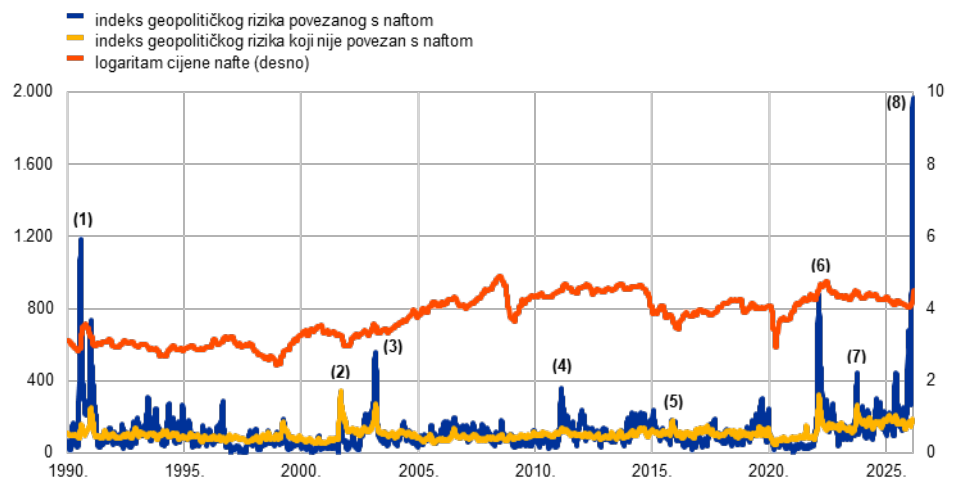
2. Kako američka financijska tržišta reagiraju na geopolitičke šokove koji utječu na ponudu nafte

Massimo Ferrari Minesso, Bruno Lopes Mendes, Arthur Stalla-Bourdillon i Viktória Vidaházy

Nedavni geopolitički šokovi poremetili su globalna energetska tržišta. Dva najveća geopolitička šoka posljednjih godina, ruska invazija na Ukrajinu i trenutni rat na Bliskom istoku, uzrokovala su nagli rast cijena energije u dva tjedna nakon početka sukoba, pri čemu su cijene nafte porasle za oko 30 % u prvom slučaju, odnosno 50 % u drugom (Grafikon A). Iako geopolitički šokovi obično nepovoljno utječu na gospodarski rast (Caldara i Iacoviello, 2022.), njihovi inflacijski učinci manje su jasni (Ferrari Minesso *et al.*, 2023.; Brignone *et al.*, 2024.).¹ Međutim, šokovi koji uključuju globalne poremećaje opskrbe energijom, kao što je zatvaranje Hormušskog tjesnaca, uzrokuju rast cijena nafte. To potiče inflaciju, što vjerojatno povećava kontrakcijski učinak na rast i utječe na reakcije financijskih tržišta. S naglaskom na Sjedinjenim Američkim Državama, u ovom okviru analiziraju se te reakcije uporabom nove mjere geopolitičkih šokova povezanih s naftom preuzetom iz Iacoviella i Tonga (2026.).

Grafikon A
Geopolitički rizik i cijene nafte

(lijevo: indeks, desno: logaritam USD za barel)



Izvori: Iacoviello i Tong (2026.), Haver Analytics i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Numerirani vrhunaci odnose se na sljedeće geopolitičke događaje: (1) Zaljevski rat, (2) terorističke napade 11. rujna, (3) invaziju na Irak, (4) Arapsko proljeće i građanski rat u Libiji, (5) terorističke napade u Parizu, (6) invaziju Rusije na Ukrajinu, (7) rat između Izraela i Hamasa, (8) trenutni rat na Bliskom istoku. Posljednji podatci odnose se na ožujak 2026.

Novi indeks izrađen s pomoću umjetne inteligencije utvrđuje geopolitičke događaje povezane s globalnim energetska tržištima. Iacoviello i Tong (2026.) upotrebljavaju umjetnu inteligenciju za analizu više od pet milijuna američkih

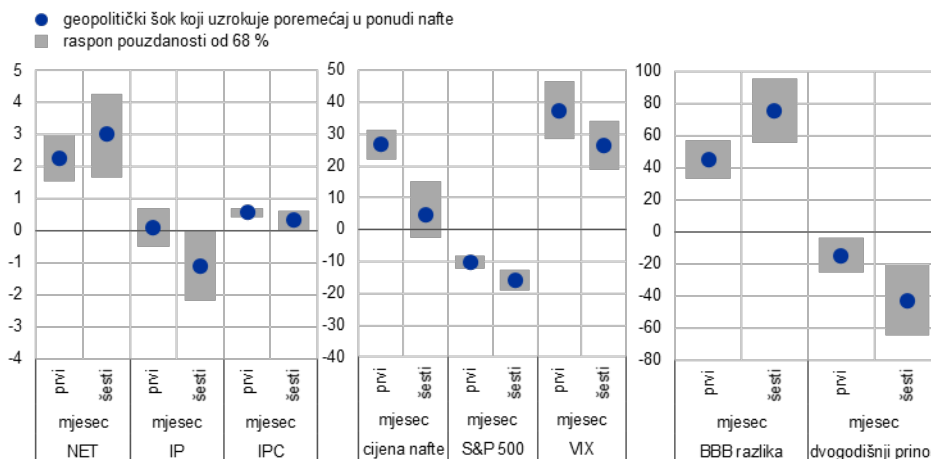
¹ Ferrari Minesso *et al.* (2023.) naglašavaju mješovite učinke geopolitičkog rizika na cijene nafte i inflaciju. Brignone *et al.* (2024.) pokazuju da šokovi zasnovani na neizvjesnosti povećavaju cijene nafte i inflaciju, ali da su ostvareni nepovoljni događaji deflacijski.

novinskih članaka, pri čemu usavršavaju pristup zasnovan na ključnim riječima koji su rabili Caldara i Iacoviello (2022.) za mjerenje geopolitičkih rizika. Njihova metoda utvrđuje geopolitičke događaje koji utječu na opskrbu energijom (npr. Zaljevski rat ili trenutačni rat na Bliskom istoku), pri čemu ih se razlikuje od onih bez neposrednih poremećaja energetskeg tržišta (npr. teroristički napadi u Parizu 2015.). Trenutačni rat na Bliskom istoku uzrokovao je nagli rast indeksa geopolitičkog rizika povezanog s naftom, koji se jasno ističe u povijesnoj perspektivi. Utvrđivanjem pojedinih događaja koji uzrokuju poremećaje u opskrbi energijom, novi indeks unapređuje postojeće okvire povezivanjem geopolitičkih događaja i tržišta nafte.^{2,3} Kao u Iacoviellu i Tongu (2026.), usredotočeni smo na dane kada je indeks dvije standardne devijacije iznad svojeg prosjeka. Mjesečni zbrojevi promjena u cijenama nafte na te dane rabljeni su kao instrumenti za geopolitičke šokove povezane s naftom u modelu bajesovske vektorske autoregresije (BVAR) financijskih tržišta SAD-a, uvećani za ključne makroekonomske pokazatelje.

Grafikon B

Odgovor američkih varijabla na geopolitičke šokove koji uzrokuju poremećaje u ponudi nafte

(lijevi i srednji panel: postotci, desni panel: bazni bodovi)



Izvori: Iacoviello i Tong (2026.), Haver Analytics i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje reakcije prikazanih varijabla na geopolitički šok koji uzrokuje poremećaj u ponudi nafte, skaliran na 10 % pada indeksa S&P 500 po utjecaju. Model BVAR uključuje: indeks geopolitičkog rizika povezanog s naftom (Iacoviello i Tong, 2026.), cijenu sirove nafte tipa Brent, dvogodišnji prinos na američke obveznice, S&P 500, nominalni efektivni tečaj USD-a (NET), indeks očekivane kolebljivosti VIX, razliku prinosa na američke korporativne obveznice BBB, američku industrijsku proizvodnju (IP) i američki indeks potrošačkih cijena (IPC). Sve varijable, osim prinosa i razlike prinosa, unose se u model na mjesečnim logaritamskim razinama. Za utvrđivanje šokova indeks je instrumentiran zbrajanjem, za pojedini mjesec, promjena cijene nafte na dane kada je indeks dvije standardne devijacije iznad svoje srednje vrijednosti (Iacoviello i Tong, 2026.). Model je procijenjen u razdoblju od veljače 1990. do veljače 2026.

Geopolitički šokovi koji uzrokuju poremećaj u ponudi nafte smanjuju gospodarsku aktivnost, povećavaju cijene i povezani su s višim premijama za rizik. Nakon geopolitičkog šoka povezanog s naftom, kalibriranog na 10 % pada cijena američkih dionica u prvom mjesecu, cijene nafte rastu za oko 30 % i ostaju

² Na primjer, uporabom izvornog indeksa geopolitičkog rizika koji su izradili Caldara i Iacoviello (2022.), Verduzco-Bustos i Zanetti (2026.) pokazuju da su geopolitičke napetosti koje utječu na tržišta nafte kontrakcijske i inflacijske, čime naglašavaju ulogu zalih. Dokaz u Pinchetti (2025.) u skladu je s modelom opće ravnoteže Kiliana *et al.* (2024.).

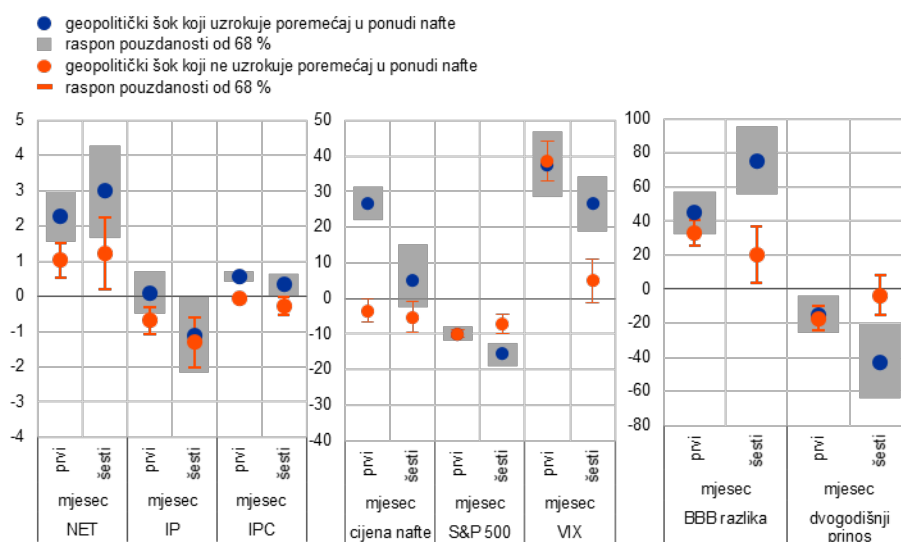
³ Novi pristup izdvaja događaje koji smanjuju ponudu nafte, dok postojeća literatura spaja sve geopolitičke šokove. Budući da šokovi koji nisu povezani s naftom obično smanjuju cijene nafte, ovaj pristup omogućuje preciznije utvrđivanje utjecaja geopolitičkih napetosti povezanih s naftom.

iznad razina prije šoka oko dva tromjesečja (Grafikon B). Povećanje cijena nafte utječe na američke potrošačke cijene, iako je učinak skroman, a industrijska proizvodnja smanjuje se s odgodom (smanjuje se do 1 % nakon šest mjeseci). Nasuprot tome, utjecaj na financijska tržišta snažniji je. Cijene dionica ostaju oko 20 % ispod razine prije šoka nakon dva tromjesečja. Dolar neprestano jača, što odražava dinamiku viših cijena nafte i sigurnog utočišta.⁴ Povećavaju se pokazatelji rizika, kao što su indeks očekivane kolebljivosti VIX i razlike prinosa na korporativne obveznice. Nerizične kamatne stope padaju, što odražava ili sklonost sigurnim utočištima ili očekivanja da će monetarna politika biti ublažena zbog toga što se proizvodnja smanjuje postojanije nego što inflacija raste.

Grafikon C

Usporedba geopolitičkih šokova koji uzrokuju ili ne uzrokuju poremećaj u ponudi nafte

(lijevi i srednji panel: postotci, desni panel: bazni bodovi)



Izvori: Iacoviello i Tong (2026.), Haver Analytics i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje reakcije prikazanih varijabla na geopolitički šok koji uzrokuje poremećaj u ponudi nafte (plavo) u odnosu na reakcije na šokove koji ne utječu na ponudu nafte (crveno), pri čemu su oboje skalirani na pad indeksa S&P 500 od 10 %, procijenjeno istim modelom BVAR. Geopolitički šokovi koji su neovisni o ponudi nafte utvrđeni su s pomoću indeksa geopolitičkog rizika koji nije povezan s naftom Iacoviella i Tonga (2026.) instrumentiranog promjenama cijene zlata (Georgiadis *et al.*, 2024.; Piffer i Podstawski, 2018.).

Dinamika cijene nafte ključni je kanal pojačavanja za učinke geopolitičkih

šokova. Reakcije financijskog tržišta na geopolitičke događaje znatno su blaže kada šokovi ne utječu na globalnu ponudu nafte nego kada utječu (Grafikon C). Cijene nafte neznatno padaju umjesto da rastu jer viši geopolitički rizik negativno utječe na industrijsku proizvodnju i agregatnu potražnju, čime se smanjuje potražnja za naftom. To podupire gospodarski oporavak jer niže cijene nafte znače više realne dohotke za kućanstva i niže troškove proizvodnje i inflaciju, što ublažava udar na aktivnost. Kao posljedica toga, smanjenje cijena dionica manje je izraženo tijekom vremena. Dok se američki prinosi smanjuju, pad se u potpunosti zaustavlja nakon

⁴ Budući da se naftom uglavnom trguje u dolarima, više cijene nafte automatski povećavaju potražnju za dolarima i uzrokuju jačanje američke valute. U razdobljima višeg rizika globalni ulagači mogu kupovati američke državne vrijednosne papire, koji se općenito smatraju sigurnom imovinom, što također povećava potražnju za američkim dolarima.

šest mjeseci. Dolar manje jača bez potpore viših cijena nafte, koje ga općenito jačaju, budući da su Sjedinjene Američke Države neto primarni izvoznik energije od 2019. i veliki udio trgovine naftom fakturira se u dolarima (Ricci, 2024.). Premda se mjerila rizika privremeno povećavaju, i ona slabe nakon dva tromjesečja. Na strani realnoga gospodarstva, industrijska proizvodnja oporavlja se brže nakon šest mjeseci, a potrošačke cijene padaju u srednjem razdoblju umjesto da se povećavaju. Ti rezultati pokazuju kako cijene nafte pojačavaju geopolitičke šokove, čime se posebno stvara pritisak na rast inflacije.

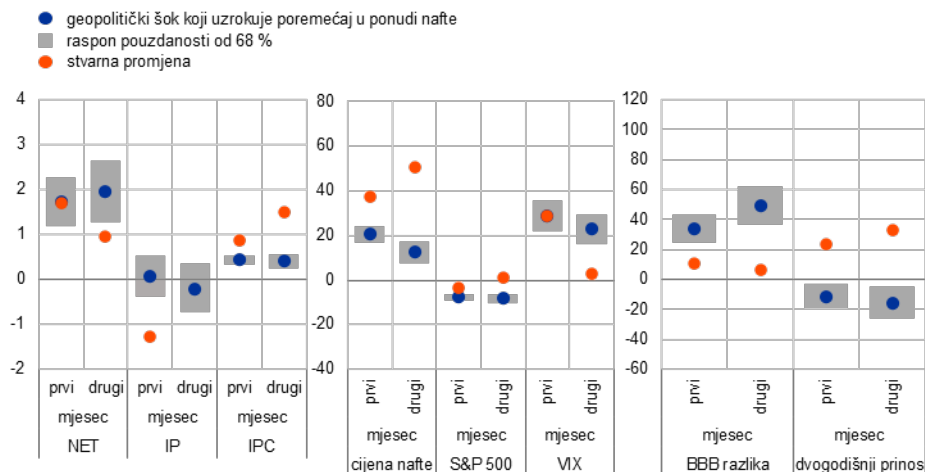
Reakcije tržišta na rat na Bliskom istoku ograničene su u odnosu na povijesne obrasce. Na Grafikonu D reakcije tržišta na sukob uspoređuju se s elastičnosti na temelju modela.⁵ Povezani šok doista je znatan. Oko 20 milijuna barela nafte obično prolazi kroz Hormuški tjesnac svaki pojedini dan i, premda su neki povoljni činitelji imali utjecaj (npr. preusmjerenje tokova kroz naftovode), neto gubitak ponude iznosio je od 10 do 15 milijuna barela dnevno (od 10 % do 15 % svjetske ponude). Cijene nafte privremeno su porasle na gotovo 120 USD za barel, čime su prešle ono što bi povijesni obrasci predvidjeli za geopolitički šok povezan s naftom te veličine. Nasuprot tome, reakcija drugih financijskih varijabla prigušena je. Cijene dionica pale su, ali ponovo su počele rasti nakon oko mjesec dana, a dolar je ojačao u ožujku, no do travnja se vratio gotovo na istu razinu kao na početku godine. Razlike rizika neznatno su se povećale na početku sukoba, do oko polovine razina na koje upućuju povijesni obrasci, prije nego što su se vratile na predratne razine. Nerizične kamatne stope povećale su se, umjesto da se smanje, što je možda odraz zabrinutosti zbog inflacije koja slijedi nakon šoka te veličine. Možda se općenito povoljnu reakciju može objasniti snažnim osnovnim američkim makroekonomskim fundamentima, izvozom nafte iz SAD-a i snažnim ulaganjima u dionice povezane s umjetnom inteligencijom. Ograničeno ponovno određivanje cijena ipak je i nadalje upečatljivo s obzirom na razmjernog šoka. Tržišta mogu poremećaj smatrati privremenim i da zbog toga ne zahtijeva nastavak ponovnog određivanja cijene visokog rizika. Ako se sukob nastavi ili monetarna politika reagira agresivnije od očekivanoga, to financijsku imovinu može izložiti iznenadnom ponovnom određivanju cijena i potencijalno brzim rasprodajama.

⁵ Skaliramo impulsne reakcije BVAR-a na šok geopolitičkog rizika koji uzrokuje poremećaj u ponudi nafte koji odgovara reakciji indeksa VIX na početku rata na Bliskom istoku u razdoblju od veljače do ožujka 2026.

Grafikon D

Trenutačno određivanje cijene geopolitičkog rizika

(lijevi i srednji panel: postotci, desni panel: bazni bodovi)



Izvori: Iacoviello i Tong (2026.), Haver Analytics i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje reakcije prikazanih varijabla na geopolitički šok na temelju modela koji uzrokuje poremećaj u ponudi nafte (plavo), skaliran da bi odgovarao reakciji indeksa VIX na početku rata na Bliskom istoku u veljači 2026. Stvarne promjene (crveno) promjene su financijskih varijabla u razdoblju od veljače do ožujka 2026. (prvi mjesec) i od veljače do travnja 2026. (drugi mjesec). Za IP i IPC posljednji podatci odnose se na ožujak 2026.

Izvori

Brignone, D., Gambetti, L. i Ricci, M. (2025.), „[Geopolitical risk shocks: when size matters](#)”, *Working Paper Series*, broj 2972, ESB, svibanj (revidirano)

Caldara, D. i Iacoviello, M. (2022.), „[Measuring geopolitical risk](#)”, *American Economic Review*, sv. 112, broj 4, travanj, str. 1194. – 1225.

Ferrari Minesso, M., Lappe, M.-S. i Rößler, D. (2023.), „[Geopolitical risk and oil prices](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB

Georgiadis, G., Müller, G. J. i Schumann, B. (2024.), „[Global risk and the dollar](#)”, *Journal of Monetary Economics*, sv. 144, 103549

Iacoviello, M. i Tong, J. (2026.), „[The AI-GPR Index: Measuring Geopolitical Risk using Artificial Intelligence](#)”, *Working Paper*, Federal Reserve Board of Governors

Kilian, L., Plante, M. D. i Richter, A. W. (2024.), „[Geopolitical Oil Price Risk and Economic Fluctuations](#)”, *Working Paper*, broj 2403, Federal Reserve Bank of Dallas, svibanj

Piffer, M. i Podstawski, M. (2018.), „[Identifying Uncertainty Shocks Using the Price of Gold](#)”, *The Economic Journal*, sv. 128, broj 616, str. 3266. – 3284.

Pinchetti, M. (2025.), „[Geopolitical Risk and Inflation: The Role of Energy Markets](#)”, *Working Paper*, broj 1005, središnja banka Banque de France

Ricci, M. (2024.), „[The link between oil prices and the US dollar: evidence and economic implications](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 7, ESB

Verduzco-Bustos, G. i Zanetti, F. (2026.), „[The Effects of Geopolitical Oil Price Shocks](#)”, *CESifo Working Papers*, 12606, travanj

3. Državne potpore u EU-u: promjenjivo okruženje

Roberto Bernasconi, Emma Domingo Enrich, Vasileios Kostakis, Steffen Osterloh i Lucia Quaglietti

Rashodi za državne potpore u EU-u snažno su porasli posljednjih godina pod utjecajem gospodarskih šokova i ponovnog jačanja intervencionističke industrijske politike na globalnoj razini. To je potaknulo širu raspravu, u kojoj zagovornici potpore naglašavaju potrebu za javnom intervencijom radi rješavanja tržišnih nedostataka i strateških ranjivosti (Evenett *et al.*, 2024.), a njezini protivnici upozoravaju na povezane rizike neučinkovitosti, rentijerstva i fragmentacije jedinstvenog tržišta (Hodge *et al.*, 2024.). Sa stajališta ESB-a državne potpore zahtijevaju pozornost zbog svojih implikacija za fiskalnu politiku, raspodjelu resursa i tržišno natjecanje. U ovom se okviru analiziraju promjenjiva uloga i raspodjela potpora u uvjetima rastućih geopolitičkih napetosti i novih privremenih okvira EU-a za državne potpore koji dopuštaju fleksibilniju primjenu potpora (u posljednje vrijeme za podupiranje sektora pogođenih krizom na Bliskom istoku).

Državne potpore obuhvaćaju javne intervencije kojima se poduzećima osigurava financijska potpora ili daje selektivna prednost. Takve mjere općenito su zabranjene člankom 107. Ugovora o funkcioniranju Europske unije jer mogu narušiti tržišno natjecanje na jedinstvenom tržištu. Ipak, Ugovor ostavlja prostor za nekoliko izuzeća. Da bi bile usklađene s jedinstvenim tržištem, državne potpore moraju olakšavati razvoj gospodarske djelatnosti i ne smiju negativno utjecati na trgovinske uvjete među državama članicama u mjeri u kojoj bi to bilo suprotno zajedničkom interesu.¹

Bez obzira na pravna ograničenja, područje primjene i razmjer državnih potpora znatno su porasli tijekom vremena. U razdoblju od 2000. do 2013. rashodi za državne potpore bili su uglavnom stabilni i iznosili su između 0,5 % i 0,8 % BDP-a. Od 2014. reforme kojima su proširene kategorije potpore koje ne podliježu odobrenju Europske komisije omogućile su državama članicama fleksibilnije davanje potpora, pa su se povezani rashodi gotovo udvostručili do 2019.² Potpore su dodatno rasle u 2020. i 2021. i dosegnule najvišu razinu od 330 mlrd. EUR (između 2 % i 2,5% BDP-a) pod utjecajem privremenih okvira koji su uvedeni tijekom pandemije bolesti COVID-19 i produljeni nakon ruske invazije na Ukrajinu u punom opsegu. Iako su se smanjile na 1 % BDP-a u 2024., državne potpore i nadalje su iznad povijesnih prosjeka (Grafikon A, panel a)). U novije vrijeme sukob na Bliskom istoku potaknuo je Komisiju da donese novi privremeni

¹ U člancima 107. i 109. Ugovora definiraju se državne potpore, određuju zabrane i navode moguća izuzeća.

² Uredbom o općem skupnom izuzeću određuju se uvjeti pod kojima se državne potpore mogu dodjeljivati bez prethodnog odobrenja Komisije. Kasnije revizije proširile su njezino područje primjene.

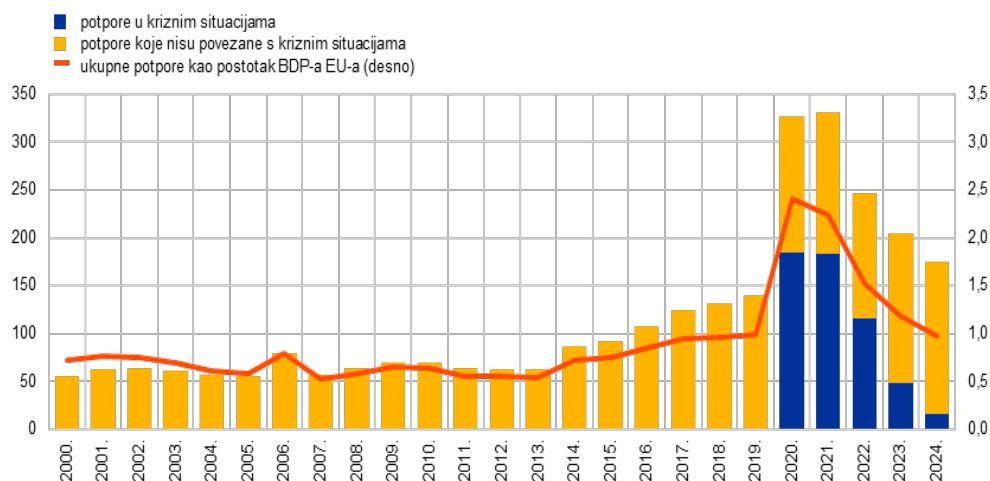
okvir kojim se ublažavaju uvjeti pod kojima države članice EU-a mogu dodjeljivati potpore akutno pogođenim sektorima.³

Grafikon A

Rashodi za državne potpore po ciljevima politike

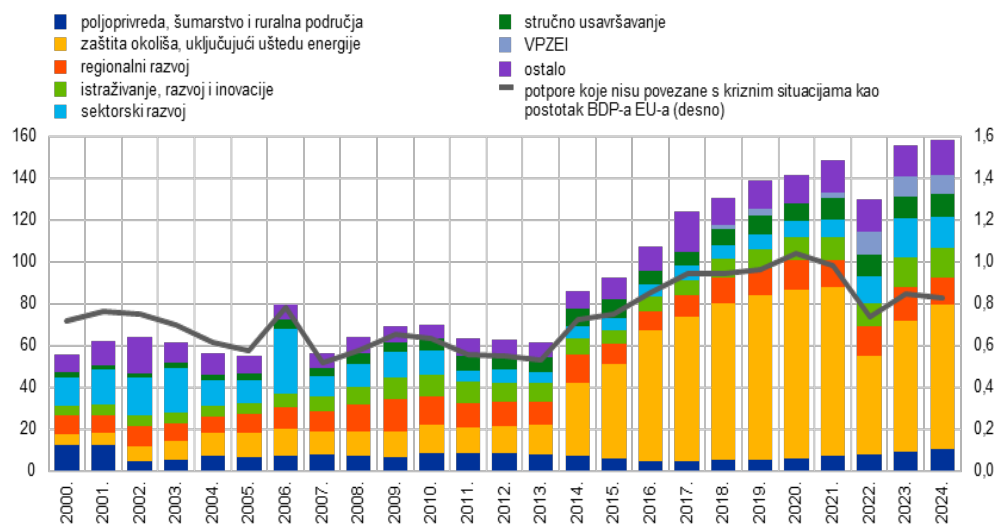
a) državne potpore u kriznim situacijama i državne potpore koje nisu povezane s kriznim situacijama u EU-u

(lijevo: mlrd. EUR, desno: postotci BDP-a EU-a)



b) potpore koje nisu povezane s kriznim situacijama

(lijevo: mlrd. EUR, desno: postotci BDP-a EU-a)



Izvori: State Aid Scoreboard, Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Paneli prikazuju nominalni iznos rashoda za potpore koje je odobrila Europska komisija ili koje su dodijeljene na osnovi pravila o izuzeću, što odražava ekonomsku prednost danu korisnicima. U panelu a) državne potpore raščlanjene su na potpore u kriznim situacijama i potpore koje nisu povezane s kriznim situacijama. U panelu b) dodatno su raščlanjene potpore koje nisu povezane s kriznim situacijama.

Usmjerenost državnih potpora također se promijenila, pa su sada uključeni i širi industrijski prioriteti. U prošlosti su potpore bile usmjerene na inovacije,

³ Privremeni okvir za mjere državne potpore u kriznim situacijama za Bliski istok bit će na snazi do prosinca 2026. Njime se dopuštaju potpore za poljoprivredu, ribarstvo i akvakulturu, kopneni prijevoz i pomorski promet na kraćim relacijama unutar EU-a. Potporama se može pokriti do 70 % dodatnih troškova koji su proizašli iz krize.

regionalnu koheziju i financijska ograničenja za manja poduzeća. U novije vrijeme potpore su sve više povezane sa zaštitom okoliša, uključujući dekarbonizaciju, kao i s industrijskom konkurentnošću i strateškom otpornošću (Grafikon A, panel b)). Inicijative politike EU-a kao što su [Europski akt o čipovima](#), [Akt o industriji s nultom neto stopom emisija](#) i, u posljednje vrijeme, [Plan za čistu industriju](#) i predloženi [Akt o ubrzanju industrijskog razvoja](#), izmijenile su okvire za državne potpore radi podupiranja dekarbonizacije, energetske sigurnosti i konkurentnosti. Potpore povezane s energijom znatno su porasle, što odražava njezinu stratešku važnost u uvjetima povišenih cijena energije i snažnih šokova koji su pogodili gospodarstvo EU-a.⁴

Porast rashoda za važne projekte od zajedničkoga europskog interesa (VPZEI) od 2018. zorno prikazuje pomak prema strateški usmjerenijem korištenju državnih potpora. Važni projekti od zajedničkoga europskog interesa omogućuju državama članicama financiranje velikih prekograničnih projekata za rješavanje tržišnih nedostataka i smanjenje ovisnosti u strateškim sektorima kao što su baterije, vodik, mikroelektronika i zdravstvene tehnologije.⁵ Kombiniranjem javnih i privatnih sredstava, važni projekti od zajedničkoga europskog interesa obuhvaćaju složene lance vrijednosti u više država. Uz odobrene potpore i povezana privatna ulaganja u iznosu od oko 90 mlrd. EUR (0,45 % BDP-a) do 2024., ti su projekti sada među najvažnijim koordiniranim instrumentima industrijske politike EU-a, a Komisija je predložila nove namjenske financijske instrumente na razini EU-a kao dio [Europskog fonda za konkurentnost](#) za [Višegodišnji financijski okvir za razdoblje 2028. – 2034.](#)

Državne potpore neujednačeno su raspodijeljene po državama i sektorima, što je posljedica razlika u fiskalnim kapacitetima, strukturnim obilježjima i prioritetima politike. Tijekom pandemije znatno su se povećale nejednakosti među državama, pa su u nekoliko država EU-a primijenjene potpore premašile 3 % BDP-a u 2020. i 2021., dok je u drugim državama potpora bila ograničenija (Grafikon B). Visokozadužene države uglavnom su trošile manje na državne potpore do 2019., a otad su se razlike smanjile. Raspodjela po sektorima također se promijenila: podatci na razini poduzeća pokazuju da su energetska poduzeća u prošlosti primala glavninu potpora (Grafikon C, panel a)), ali su tijekom pandemije potpore preusmjerene na usluge, a važnost prerađivačke industrije porasla je nakon pandemije. Usto, iako su standardne državne potpore uglavnom raspodijeljene po svim tehnološkim razinama, važni projekti od zajedničkoga europskog interesa uglavnom su usmjereni na prerađivačke sektore visoke i srednjovisoke tehnologije (Grafikon C, panel b)), što naglašava njihovu ulogu u podupiranju strateških lanaca vrijednosti.

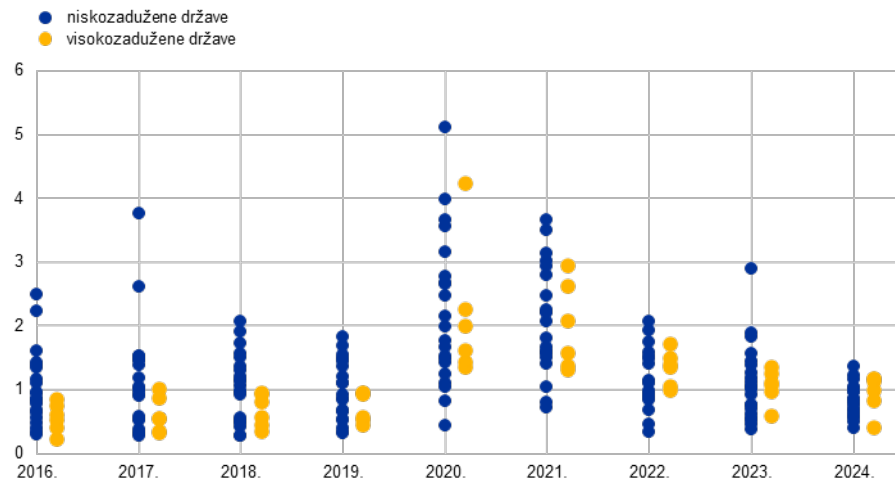
⁴ Europska komisija donijela je 2025. [Okvir za državne potpore u sklopu plana za čistu industriju](#), kojim je zamijenjen [Privremeni okvir za mjere državne potpore u kriznim situacijama i za tranziciju iz 2022. i produljila primjenu fleksibilnih pravila do 2030.](#)

⁵ Važni projekti od zajedničkoga europskog interesa moraju uključivati više država članica, stvarati znatna pozitivna prelijevanja i pridonositi ciljevima na razini EU-a.

Grafikon B

Disperzija rashoda za državne potpore u državama EU-a

(postotci BDP-a)



Izvori: State Aid Scoreboard, Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Visokozadužene države jesu države s razinom duga većom od 90 % BDP-a u 2024.

Grafikon C

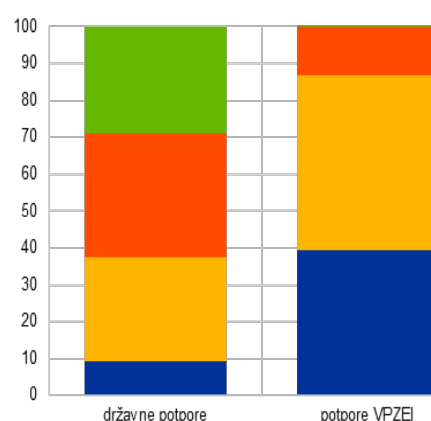
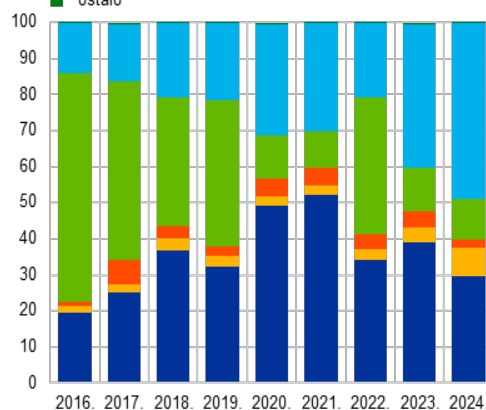
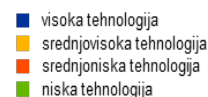
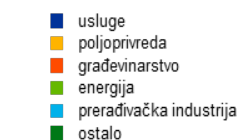
Rashodi za državne potpore po sektorima i tehnološkim razinama

a) rashodi za državne potpore po sektorima

b) rashodi za državne potpore po tehnološkim razinama i vrstama potpore

(postotci)

(postotci)



Izvori: baza podataka Transparentnost državnih potpora, Europska komisija i izračun ESB-a

Napomene: Podaci se zasnivaju na podacima na razini poduzeća i pokazuju potpore dodijeljene u 23 države EU-a (isključujući Španjolsku, Poljsku, Rumunjsku i Sloveniju). Kategorija usluga isključuje informacijsku i komunikacijsku tehnologiju. Podaci u panelu a) odnose se na oko 70 % ukupnih potpora prikazanih u Grafikonu A. Panel b) prikazuje sastav općih državnih potpora i potpora danih poduzećima u prerađivačkoj industriji u sklopu okvira VPZEI-ja po tehnološkim razinama (vidi [Visokotehnološku klasifikaciju prerađivačkih industrija](#)).

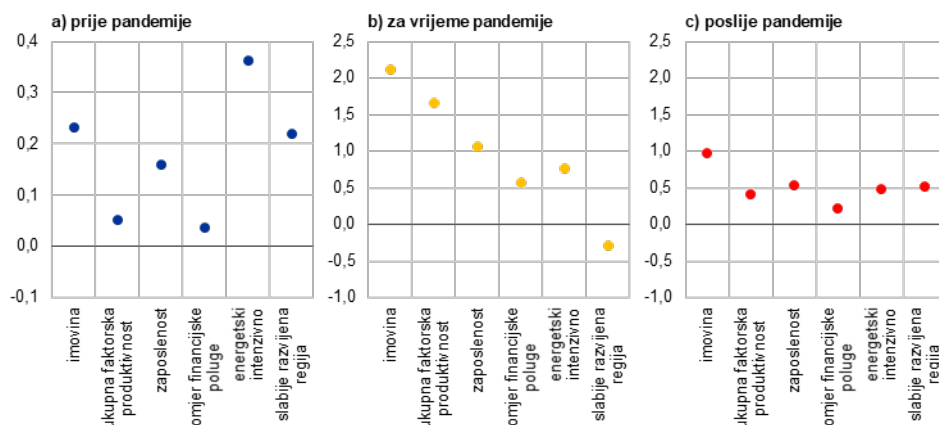
Nakon pandemije državne potpore preusmjerene su s likvidnosne potpore potaknute krizom prema selektivnijoj dodjeli sredstava usmjerenoj na konkurentnost. Promjenjivi ciljevi državnih potpora također se odražavaju u sastavu

poduzeća koja ih primaju. Na panelu od pet milijuna poduzeća iz EU-a tijekom razdoblja od 2016. do 2024. u ovom se okviru procjenjuje vjerojatnost primitka potpore na osnovi obilježja poduzeća.⁶ Prije pandemije bilo je vjerojatnije da će potpore primiti velika poduzeća, poduzeća iz energetski intenzivnih sektora i poduzeća iz manje razvijenih regija, s procijenjenim povećanjem vjerojatnosti u rasponu od 0,2 do 0,4 postotna boda (Grafikon D, panel a).⁷ Veličina i produktivnost ostale su važne tijekom pandemije, ali financijska ograničenja postala su ključan činitelj, pri čemu je bilo znatno vjerojatnije da će potporu primiti visokozadužena poduzeća. Istodobno je postalo manje vjerojatno da će potporu primiti poduzeća u slabije razvijenim regijama (Grafikon D, panel b)). Veličina i produktivnost ostale su važne odrednice za raspodjelu potpora u razdoblju poslije pandemije. Nasuprot tome, uloga financijske poluge postala je manje izražena nego tijekom pandemijskog razdoblja, pa je ponovo porasla vjerojatnost da će potporu primiti poduzeća iz slabije razvijenih regija (Grafikon D, panel c)).

Grafikon D

Vjerojatnost primitka državne potpore na osnovi obilježja poduzeća

(postotni bodovi)



Izvori: baza podataka Transparentnost državnih potpora, baza podataka Orbis i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje procijenjene marginalne učinke linearnog modela vjerojatnosti. Koefficijenti su promjene u postotnim bodovima vjerojatnosti primitka potpore u odnosu na neprimatelje potpore. Svaka oznaka predstavlja procijenjeni učinak promjene od jedne standardne devijacije određenog obilježja poduzeća. Intervali pouzdanosti uski su i stoga nisu prikazani.

Državne potpore u EU-u proširile su se i postale su sve fleksibilnije i usklađenije s promjenjivim prioritetima politike u EU-u. S obzirom na to da industrijska politika postaje sve važnija na globalnoj razini i da EU pregovara o svojem novom Višegodišnjem financijskom okviru za razdoblje 2028. – 2034., ta kretanja otvaraju ključna pitanja o tome kako se državnim potporama mogu

⁶ Podatci o poduzećima iz baze podataka Orbis povezani su s bazom podataka Transparentnost državnih potpora. Udio poduzeća koja su primila državne potpore mijenjao se tijekom vremena (0,2 % u razdoblju od 2016. do 2019, 2,5 % od 2020. do 2021. i 1,2 % nakon 2021.). Primjenjuje se linearni model vjerojatnosti. Obilježja poduzeća povezuju se s indikatorskim varijablama razdoblja kako bi se obuhvatili promjenjivi obrasci raspodjele potpora. Model uključuje fiksne učinke na razini države i sektora po godinama, a standardne pogreške grupirane su na razini poduzeća.

⁷ Imovina (definirana kao zbroj tekuće imovine, dugotrajne imovine i nematerijalne imovine) i zaposlenost (mjerena brojem zaposlenika) primjenjuju se kao zamjenske vrijednosti za veličinu poduzeća. Omjer financijske poluge izračunava se kao omjer dugotrajnog duga i ukupne imovine. Slabije razvijene regije definirane su u skladu s klasifikacijama Europske komisije za razdoblje 2014. – 2020. i razdoblje 2021. – 2027.

učinkovito poduprijeti zajednički ciljevi i novi prioriteti politike EU-a uz istodobnu zaštitu tržišnog natjecanja unutar jedinstvenog tržišta i održavanje fiskalne održivosti. Potrebna je daljnja analiza kako bi se ta pitanja sveobuhvatno ispitala.

Izvori

Evenett, S., Jakubik, A., Martin, F. i Ruta, M. (2024.), „[The Return of Industrial Policy in Data](#)”, *IMF Working Papers*, sv. 2024, br. 001, Međunarodni monetarni fond, siječanj

Hodge, A., Piazza, R., Hasanov, F., Li, X., Vaziri, M., Weller, A. i Wong, Y. C. (2024.), „[Industrial Policy in Europe: A Single Market Perspective](#)”, *IMF Working Papers*, sv. 2024, br. 249, Međunarodni monetarni fond, prosinac

4. Više cijene nafte zbog rata na Bliskom istoku: procjena nepovoljnih utjecaja na rast u europodručju

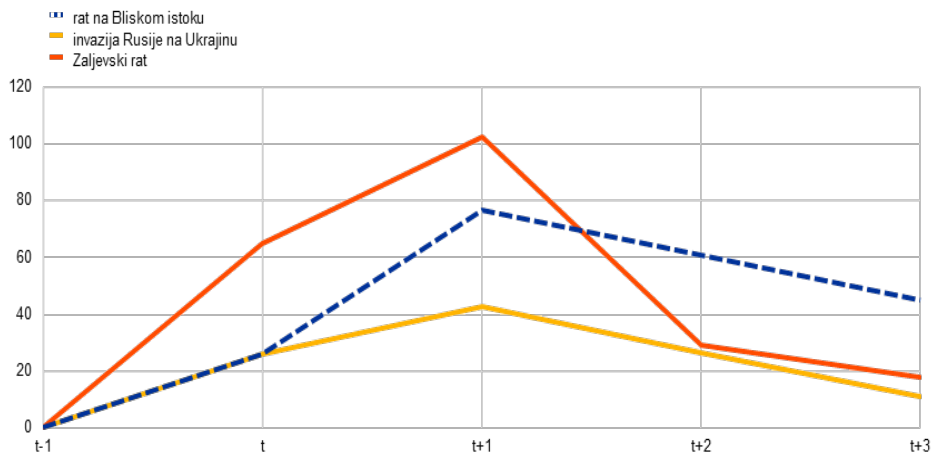
Johannes Gareis

Rat na Bliskom istoku doveo je do naglog porasta cijena nafte i vjerojatno će izrazito nepovoljno utjecati na gospodarsku aktivnost europodručja. Nakon izbijanja rata krajem veljače 2026. cijene sirove nafte tipa Brent zamjetno su porasle zbog poremećaja u tokovima nafte kroz Hormuški tjesnac i pada proizvodnje nafte na Bliskom istoku. U odnosu na prošle velike geopolitičke poremećaje u ponudi nafte, čini se da je trenutačni šok srednje jačine (Grafikon A). Iako su najviše razine cijena nafte uglavnom slične razinama koje su te cijene dosegnule nakon ruske invazije na Ukrajinu početkom 2022., porast cijena nafte potaknut trenutačnim šokom zasad je veći od rasta zabilježenog nakon ruske invazije. Taj je šok proizlazio iz poremećaja u opskrbi i povećane neizvjesnosti u vezi s izvozom ruske nafte u uvjetima trajno povećane potražnje za naftom nakon pandemije bolesti COVID-19 i znatno naglijeg porasta cijena prirodnog plina.¹ Međutim, povećanje cijena nafte zbog trenutačnog šoka manje je od porasta zabilježenog za vrijeme Zaljevskog rata početkom devedesetih godina prošlog stoljeća, kada je invazija Iraka na Kuvajt dovela do nestanka znatne količine nafte s tržišta.

Grafikon A

Kretanje cijena sirove nafte tipa Brent u okolnostima poremećaja u ponudi nafte zbog geopolitičkih okolnosti

(promjena u postotcima u odnosu na tromjesečje koje je prethodilo šoku)



Izvori: U.S. Energy Information Administration (EIA) i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje promjenu cijene sirove nafte tipa Brent u postotcima, na osnovi tromjesečnih prosjeka mjesečnih cijena u američkim dolarima. Kada je riječ o ratu na Bliskom istoku, t se odnosi na prvo tromjesečje 2026., kada je riječ o invaziji Rusije na Ukrajinu, t se odnosi na prvo tromjesečje 2022., a kada je riječ o Zaljevskom ratu, t se odnosi na treće tromjesečje 1990. Isprekidana plava linija označuje kretanja cijena nafte prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2026., koje se temelje na terminkim cijenama nafte na krajnji datum 21. svibnja 2026.

Izvor tih kretanja cijena nafte ključan je činitelj u procjeni njihovih makroekonomskih učinaka. Za razliku od rasta cijena potaknutog potražnjom, koji

¹ Za usporedbu trenutačnog šoka s onim izazvanim invazijom Rusije na Ukrajinu i raspravu o vjerojatnom širenju inflacije vidi Arce *et al.* (2026.).

obično odražava snažan globalni rast i podupire gospodarsku aktivnost, povećanja cijena potaknuta ponudom nepovoljno utječu na aktivnost u gospodarstvima koja uvoze naftu kao što je europodručje. Taj je utjecaj vidljiv u većim troškovima proizvodnje, nižem realnom dohotku kućanstava, slabijoj globalnoj potražnji i povećanoj neizvjesnosti, koja je obično izraženija kada su šokovi geopolitičke prirode.² U ovom se okviru kvantificira makroekonomski učinak nedavnog povećanja cijena nafte na europodručje, primjenom empirijskog modela s utvrđenim geopolitičkim šokovima ponude nafte kako bi se ocijenili prošli i postojeći poremećaji u ponudi nafte.³

Makroekonomski učinci geopolitičkih šokova ponude nafte na europodručje mogu se procijeniti primjenom bajesovskog modela vektorske autoregresije (BVAR). Taj model uključuje niz utvrđenih geopolitičkih šokova ponude nafte kao i globalne realne cijene nafte, pokazatelj globalne gospodarske aktivnosti, realni BDP europodručja, osobnu potrošnju, ulaganja, potrošačke cijene te kratkoročne i dugoročne kamatne stope. Šokovi su preuzeti iz rada Verduzco-Bustosa i Zanettija (2026.) i konstruirani su s pomoću visokofrekventne instrumentalne varijable kojom se izoliraju kretanja cijena nafte u okolnostima geopolitičkih poremećaja u ponudi.⁴ Ti su šokovi obično povezani s naglim povećanjima cijena nafte i kontinuiranim padom proizvodnje nafte, što ih čini prikladnima za analizu utjecaja rata na Bliskom istoku.⁵ Model je procijenjen od prvog tromjesečja 1985. do četvrtog tromjesečja 2023.⁶ S obzirom na to da se intenzitet potrošnje nafte u gospodarstvu europodručja kontinuirano smanjuje od ranih devedesetih godina prošlog stoljeća (Grafikon B), model se ponovno procjenjuje na kraćem uzorku s početkom od trećeg tromjesečja 2003., nakon početne faze rata u Iraku, kako bi se ispitalo je li se prijenos šokova ponude nafte promijenio.⁷

² Verduzco-Bustos i Zanetti (2026.) pokazuju da kretanja cijena nafte povezana s geopolitičkim rizicima imaju posebnu dinamiku i makroekonomske posljedice, pri čemu su djelomično potaknuta ponašanjem okrenutim prema budućnosti te naglim i trajnim porastom makroekonomske i financijske nesigurnosti, što povećava negativne utjecaje na gospodarsku aktivnost u odnosu na konvencionalne šokove ponude nafte. Taj je mehanizam blisko povezan s dokazima Brignonea *et al.* (2025.), koji navode da veliki šokovi prouzročeni geopolitičkim rizikom dovode do nerazmjernog porasta neizvjesnosti i financijskog stresa.

³ Za analizu načina na koji se geopolitički šokovi povezani s poremećajima opskrbe energijom prenose na financijska tržišta u SAD-u vidi okvir naslovljen „[Kako američka financijska tržišta reagiraju na geopolitičke šokove koji utječu na ponudu nafte](#)” u ovom broju Ekonomskog biltena.

⁴ Instrument posebno mjeri promjenu jednomjesečnih terminkih cijena sirove nafte tipa West Texas Intermediate (WTI) u danima kada su zabilježena nagla povećanja indeksa geopolitičkog rizika za ponudu nafte koji su razvili Iacoviello i Tong (2026.). Time se utvrđeni događaji ograničavaju na događaje koji su izravno povezani s poremećajima u ponudi nafte.

⁵ Globalna realna cijena nafte jest cijena sirove nafte tipa WTI deflaciorana američkim indeksom potrošačkih cijena, a globalna gospodarska aktivnost mjeri se indeksom industrijske proizvodnje koji su razvili Baumeister i Hamilton (2019.). Oba su u skladu s odabranim varijablama koje se upotrebljavaju za utvrđivanje geopolitičkih šokova ponude nafte u radu Verduzco-Bustosa i Zanettija (2026.).

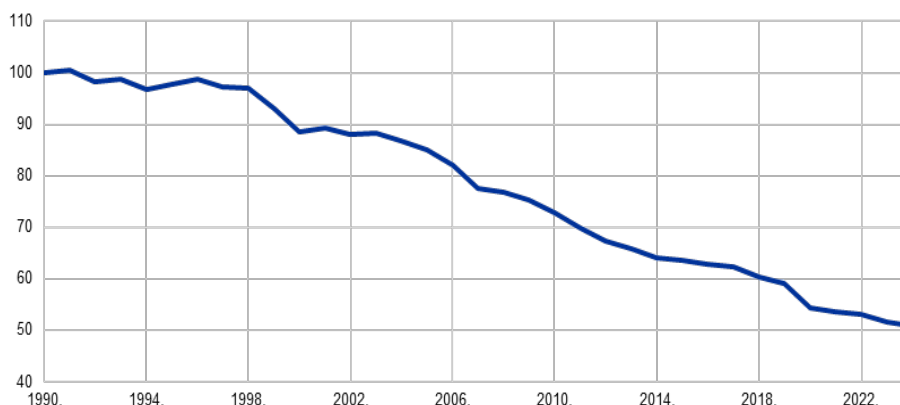
⁶ Geopolitički šokovi ponude nafte agregirani su na tromjesečnoj osnovi kao jednostavni prosjeci mjesečnih podataka. Kako bi se pratili učinci njihova kretanja, ti su šokovi prvi u redoslijedu u modelu BVAR pod shemom rekurzivne identifikacije.

⁷ U modelu se upotrebljavaju indikatorske varijable pandemije kako bi se osiguralo da na rezultate procjene ne utječe povećana kolebljivost tijekom pandemije bolesti COVID-19.

Grafikon B

Intenzitet potrošnje nafte u realnom BDP-u europodručja tijekom vremena

(indeks: 1990. = 100)



Izvori: Eurostat, baza podataka New Area-Wide Model i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Intenzitet potrošnje nafte mjeri se u kilogramima ekvivalenta nafte po euru realnog BDP-a, indeksirano na 100 u 1990. Posljednji podatci odnose se na 2024.

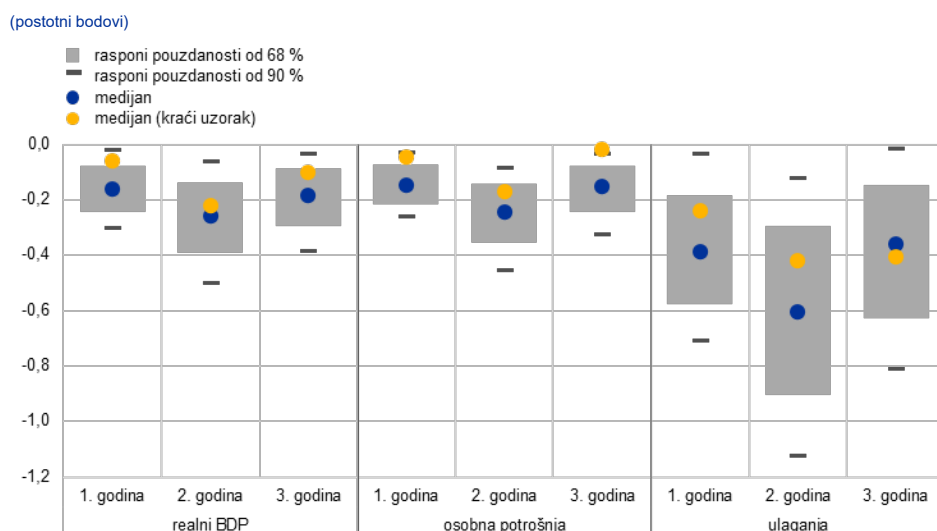
Nepovoljan geopolitički šok ponude nafte kontinuirano negativno utječe na rast realnog BDP-a europodručja, djelujući kroz osobnu potrošnju i ulaganja.

Nakon geopolitičkog šoka ponude nafte koji trenutačno povećava realnu cijenu nafte za 10 %, procjenjuje se da je rast realnog BDP-a europodručja za 0,2 do 0,3 postotna boda niži u svakoj od prve tri godine nakon šoka (Grafikon C).⁸ Usporavaju se i osobna potrošnja i ulaganja, iako su učinci na ulaganja izraženiji jer su ulaganja općenito osjetljivija na povećanu neizvjesnost koja prati poremećaje u ponudi nafte zbog geopolitičkih okolnosti. Procjene poduzoraka za razdoblje od 2003. nadalje upućuju na to da su učinci malo oslabjeli tijekom vremena, osobito zbog slabije reakcije osobne potrošnje. Nasuprot tome, reakcija ulaganja uglavnom je stabilna u svim poduzorcima, pri čemu procjene kraćih uzoraka spadaju u raspone pouzdanosti reakcije cjelokupnog uzorka. To može biti rezultat manje izraženog slabljenja kanala intenziteta potrošnje nafte za ulaganja ili jačanja drugih kanala koji to neutraliziraju, osobito putem povećane neizvjesnosti koju uzrokuju geopolitički šokovi ponude nafte.

⁸ Rezultati su kvalitativno robusni za primjenu šire serije šokova ponude nafte iz rada Morija i Peersmana (2026.). Ta šira serija poboljšava šokove koje je procijenio Känzig (2021.), a koji se zasnivaju na najavama Organizacije zemalja izvoznica nafte (OPEC). Kvantitativni učinci malo su slabiji kada se upotrebljava šira serija, što je dosljedno sa širim utvrđivanjem šokova ponude nafte koji nisu prouzročeni geopolitičkim okolnostima.

Grafikon C

Učinak nepovoljnoga geopolitičkog šoka ponude nafte na godišnji rast



Izvori: Verduzco-Bustos i Zanetti (2026.), Baumeister i Hamilton (2019.), EIA, Bureau of Labor Statistics (BLS), Eurostat, baza podataka New Area-Wide Model, ESB i izračun stručnjaka ESB-a

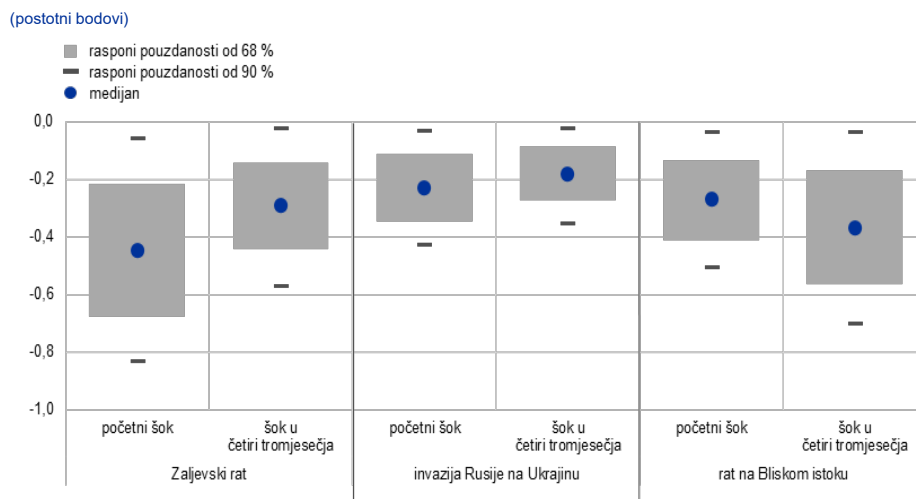
Napomene: Grafikon prikazuje procijenjeni učinak privremenoga geopolitičkog šoka ponude nafte koji povećava realnu cijenu nafte za 10 % na godišnji rast realnog BDP-a, osobne potrošnje i ulaganja u europodručju u prve tri godine nakon šoka. Procjene se iznose za cjelokupni uzorak (od prvog tromjesečja 1985. do četvrtog tromjesečja 2023.) i za kraći uzorak s početkom od trećeg tromjesečja 2003.

Učinci prošlih poremećaja u ponudi nafte zbog geopolitičkih okolnosti, osobito zbog Zaljevskog rata i invazije Rusije na Ukrajinu, bili su znatni u prvoj godini, a procjenjuje se da rat na Bliskom istoku ima uglavnom sličan učinak na rast u europodručju ove godine.

Kombiniranje procijenjenih impulsnih reakcija i procijenjenih šokova omogućuje kvantifikaciju makroekonomskih učinaka prošlih poremećaja u ponudi nafte i mjerenje učinka trenutačnog šoka. Procjenjuje se da su tijekom Zaljevskog rata i rata koji Rusija vodi u Ukrajini geopolitički šokovi ponude nafte utjecali na većinu kretanja realnih cijena nafte u prvoj godini. Na temelju procjena cjelokupnog uzorka, koje vjerojatno daju gornju granicu raspona kada je riječ o nedavnim epizodama (uključujući trenutačni šok) zbog pada intenziteta potrošnje nafte, dobiveni neto nepovoljni utjecaj na rast BDP-a u prvoj godini iznosio je oko 0,3 postotna boda tijekom Zaljevskog rata i 0,2 postotna boda tijekom rata koji Rusija vodi u Ukrajini (Grafikon D, šok u četiri tromjesečja). Nepovoljan utjecaj isključivo početnog šoka bio je veći. Međutim, cijene nafte relativno su se brzo preokrenule, a naknadni pad djelomično je neutralizirao početni nepovoljan utjecaj na BDP (Grafikon D, početni šok). Upotrebom trenutačne krivulje terminkih cijena nafte, uz pretpostavku da geopolitički šokovi ponude nafte čine većinu impliciranih promjena cijena nafte u 2026., procjenjuje se da se zbog rata na Bliskom istoku rast realnog BDP-a europodručja smanjio za oko 0,4 postotna boda u prvoj godini. Za razliku od drugih epizoda, vjerojatno je da se učinak postupno povećava tijekom godine. To odražava daljnji znatan porast cijena nafte koji se očekuje u drugom tromjesečju 2026. i trajniju putanju krivulje terminkih cijena.

Grafikon D

Procijenjeni učinak geopolitičkih šokova ponude nafte na rast realnog BDP-a u prvoj godini



Izvori: Verduzco-Bustos i Zanetti (2026.), Baumeister i Hamilton (2019.), EIA, BLS, Eurostat, baza podataka New Area-Wide Model, ESB i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje procijenjeni učinak na rast realnog BDP-a europskog područja u prvoj godini nakon događaja u dva scenarija: početni šok, koji obuhvaća samo geopolitički šok ponude nafte na početku događaja i slijed šoka u četiri tromjesečja, koji obuhvaća šokove koji se materijaliziraju u prvoj punoj godini nakon početka događaja. Kada je riječ o Zulfjevskom ratu i invaziji Rusije na Ukrajinu, šokovi se izvode iz utvrđene povijesne serije šokova. Kada je riječ o ratu na Bliskom istoku, šokovi se izvode iz stvarnih kretanja cijena nafte i krivulje terminskih cijena nafte.

Općenito, razmjer utjecaja trenutnog šoka još uvijek je vrlo neizvjestan i

ovisit će o razmjeru i trajanju rasta cijena nafte. Učinci na gospodarsku aktivnost obično traju dulje od samog preokreta cijena nafte, pa bi stoga i brzi pad cijena nafte još uvijek kao posljedicu imao nezanemarive gubitke u proizvodnji u europskom području. Ako šok bude potrajao, kumulativni nepovoljan utjecaj na rast mogao bi biti veći od procjena koje se navode u ovom okviru. Osim toga, veći poremećaji u opskrbnim lancima i prelijevanja na tržište plina mogli bi dodatno pojačati učinke, uz one koji su obuhvaćeni povijesnim procjenama. Međutim, cijene plina dosad su bile relativno otporne, možda zbog ograničene ovisnosti Europe o prirodnom plinu s Bliskog istoka.

Izvori

Arce, Ó., Battistini, N., Bouabdallah, O., Lis, E. i Mohr, M. (2026.), „A tale of two energy crises – initial conditions matter”, *ESB-ov blog*, ESB, 3. lipnja

Baumeister, C. i Hamilton, J. D. (2019.), „Structural Interpretation of Vector Autoregressions with Incomplete Identification: Revisiting the Role of Oil Supply and Demand Shocks”, *American Economic Review*, sv. 109, br. 5, svibanj, str. 1873. – 1910.

Brignone, D., Gambetti, L. i Ricci, M. (2025.), „Geopolitical risk shocks: when size matters”, *Working Paper Series*, br. 2972, ESB, svibanj (revidirano)

Iacoviello, M. i Tong, J. (2026.), „[The AI-GPR Index: Measuring Geopolitical Risk using Artificial Intelligence](#)”, *Working Paper*, Federal Reserve Board of Governors

Känzig, D. R. (2021.), „[The Macroeconomic Effects of Oil Supply News: Evidence from OPEC Announcements](#)”, *American Economic Review*, sv. 111, br. 4, travanj, str. 1092. – 1125.

Ferrari Minesso, M., Lopes 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

Mori, L. i Peersman, G. (2026.), „[Estimating the Macroeconomic Effects of Oil Supply News](#)”, u rukopisu

Verduzco-Bustos, G. i Zanetti, F. (2026.), „[The Effects of Geopolitical Oil Price Shocks](#)”, *CESifo Working Papers*, br. 12606, travanj

5. Praćenje kretanja na tržištu rada u europodručju promatranjem najava restrukturiranja

Claudia Foroni i Nikolaos Papadatos

U ovom se okviru analizira mjera u kojoj najave restrukturiranja na razini poduzeća o kojima izvještavaju mediji i koja obuhvaćaju smanjenje broja radnih mjesta i stvaranje radnih mjesta mogu pružiti pravodobniju sliku kretanja na tržištu rada europodručja od standardnih statističkih mjera. Okvir se zasniva na skupu podataka European Restructuring Monitor (ERM), koji se prikupljaju na razini poduzeća i koje kompilira Europska zaklada za poboljšanje životnih i radnih uvjeta (Eurofound) svakodnevnim praćenjem nacionalnih poslovnih medija i mrežnih stranica poduzeća u svim državama članicama EU-a i Norveškoj od 2002. Događaj restrukturiranja bilježi se kada ono utječe na najmanje 100 radnih mjesta ili kada pogođena radna snaga čini najmanje 10 % poduzeća u kojem je zaposleno više od 250 osoba.¹ Restrukturiranja se trebaju materijalizirati u roku od devet mjeseci od najave i raščlanjena su prema vrsti (npr. interno restrukturiranje, širenje poslovanja, premještanje poslovanja u inozemstvo, pripajanje ili stečaj) te pružaju informacije o prirodi šoka koje nisu dostupne u standardnim agregiranim statističkim podatcima. Na taj način ERM može pružati pravodobne, visokofrekventne uvide u kretanja na tržištu rada prije službenih objava podataka.

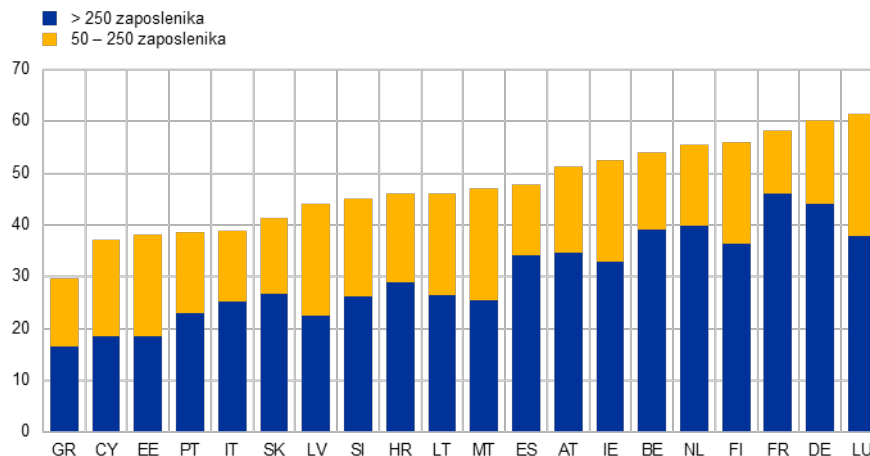
Kada je riječ o strukturi, najave restrukturiranja o kojima izvještavaju mediji uglavnom se odnose na veća poduzeća i odražavaju pragove za izvješćivanje i medijsku pozornost. Ta pristranost podrazumijeva da ERM nije reprezentativan pokazatelj ukupne zaposlenosti, osobito u zemljama u kojima je gospodarska aktivnost koncentrirana u manjim poduzećima. U europodručju poduzeća s barem 250 zaposlenika čine manje od 1 % ukupnog broja poduzeća, ali se na njih odnosi otprilike 36 % ukupne zaposlenosti. Ako se prag proširi tako da se uključe poduzeća s barem 50 zaposlenika, taj se udio povećava na oko 50 % (Grafikon A). U skladu s tim, ERM obuhvaća najave restrukturiranja u poduzećima u kojima je zaposleno između jedne trećine i jedne polovine ukupne radne snage u europodručju, iako je broj zaposlenika na koje zabilježene najave restrukturiranja izravno utječu znatno manji. Pokrivenost se također razlikuje od zemlje do zemlje, što je odraz razlika u industrijskoj strukturi i distribuciji zaposlenosti ovisno o veličini poduzeća. Otprilike 40 % svih najavljenih restrukturiranja u europodručju zabilježenih u ERM-u odnosi se na Njemačku i Francusku. Relativno manji broj restrukturiranja zabilježenih u Španjolskoj i Italiji uglavnom je odraz njihova manjeg udjela zaposlenosti u većim poduzećima. Stoga ERM obuhvaća samo restrukturiranja većih poslodavaca i uglavnom ne daje sliku dinamike zaposlenosti u malim poduzećima te ne obuhvaća aspekte kao što su participacija radne snage i odrađeni sati. Stoga ERM treba tumačiti kao komplementaran pokazatelj, a ne kao sveobuhvatan pokazatelj uvjeta na tržištu rada.

¹ Za opis skupa podataka i metodologije vidi Litardi i Brattlund (2025.).

Grafikon A

Udio zaposlenosti u velikim poduzećima po državama europodručja

(postotni udio u ukupnoj zaposlenosti)



Izvor: Eurostat Structural Business Statistics

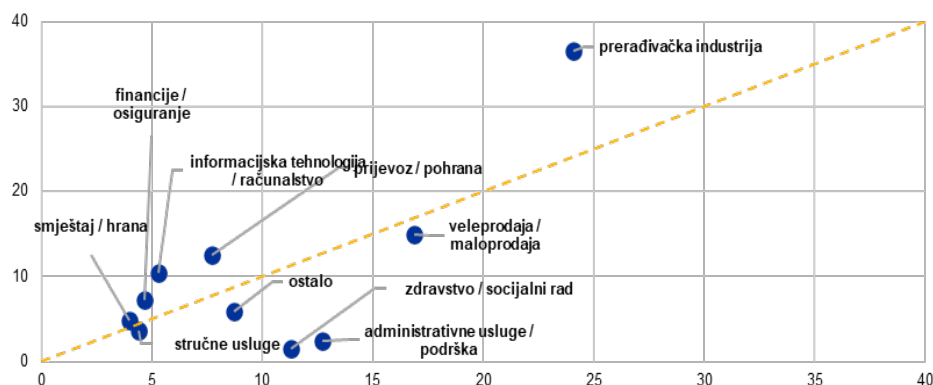
Napomene: Grafikon prikazuje udio zaposlenosti u poduzećima koja imaju više od 250 zaposlenika i poduzećima koja imaju od 50 do 250 zaposlenika u svakoj državi europodručja. Vrijednosti se odnose na prosjeke u razdoblju od 2021. do 2024. Zemlje su poredane prema ukupnom udjelu.

Sektorska distribucija restrukturiranja zabilježenih u ERM-u pruža informacije o tome gdje je restrukturiranje velikih razmjera najkoncentriranije u segmentu gospodarstva obuhvaćenog skupom podataka, čime se dobiva opisna dimenzija kojom se nadopunjuju standardni agregirani statistički podatci o tržištu rada (Grafikon B). Ako se kao referentna vrijednost promatraju podatci iz strukturne poslovne statistike Eurostata o sektorskom sastavu zaposlenosti u većim poduzećima, prerađivačka industrija ističe se kao sektor u kojemu su restrukturiranja najintenzivnija. Na nju se odnosi 37 % ukupnih radnih mjesta zahvaćenih restrukturiranjem, u odnosu na udio zaposlenosti od 24 % u poduzećima s 50 ili više zaposlenika.² Nasuprot tome, zdravstvo te socijalne i administrativne usluge čine znatno manji udio pogođenih radnih mjesta zabilježenih u ERM-u od njihova udjela zaposlenosti u većim poduzećima. Budući da se ERM zasniva na restrukturiranjima o kojima se izvještava u medijima, u tom skupu podataka mogu prevladavati eksponirani slučajevi restrukturiranja i nagliji oblici prilagodbe. S obzirom na to da se ta pristranost u izvješćivanju može razlikovati među sektorima, te razlike potrebno je tumačiti s oprezom.

² Prag od 50 zaposlenika upotrebljava se kao najbliža dostupna Eurostatova procjena jer nije objavljena nijedna raščlamba za prag od 100 zaposlenika. ERM obuhvaća sva poduzeća s više od 250 zaposlenika i podskupinu poduzeća koja zapošljavaju između 50 i 250 zaposlenika.

Grafikon B

Sektorska distribucija najavljenih restrukturiranja i zaposlenosti u velikim poduzećima



Izvori: Eurofound, Eurostat Structural Business Statistics i izračun stručnjaka ESB-a
Napomene: Na vertikalnoj osi prikazana je sektorska distribucija radnih mjesta zahvaćenih restrukturiranjima zabilježenima u ERM-u, a koja obuhvaća sve vrste restrukturiranja. Na horizontalnoj osi prikazana je sektorska distribucija zaposlenosti u poduzećima s 50 ili više zaposlenika. Prikazano je deset najvećih sektora, pri čemu su svi preostali sektori svrstani u kategoriju „Ostalo”. Isprekidana linija jest linija pod kutom od 45 stupnjeva duž koje je udio restrukturiranja u nekom sektoru jednak njegovu udjelu zaposlenosti u velikim poduzećima, a sektori iznad te linije prekomjerno su zastupljeni u aktivnosti restrukturiranja u odnosu na njihov udio zaposlenosti. Podatci se odnose na prosječne vrijednosti u razdoblju od 2021. do 2024., tj. posljednje razdoblje za koje su dosljedno dostupni sektorski podatci o zaposlenosti iz strukture poslovne statistike Eurostata koji su usporedivi među državama i sektorima, nakon promjena u statističkim klasifikacijama i pokrivenosti podataka prethodnih godina.

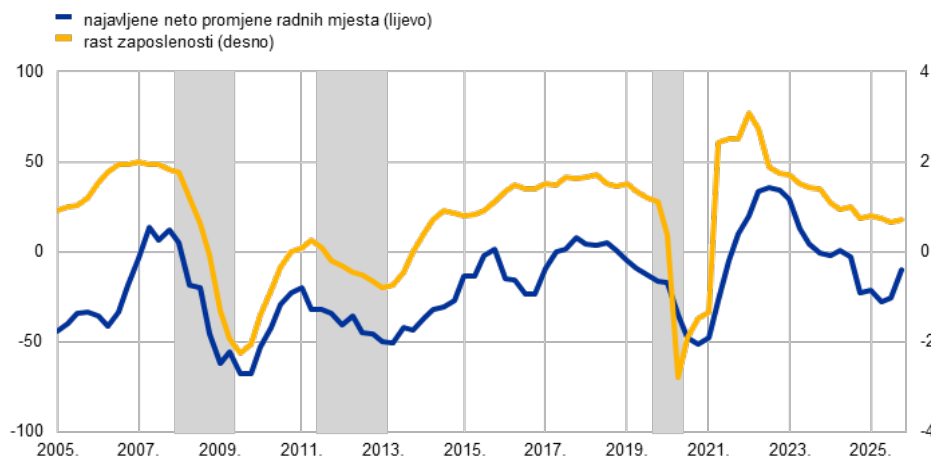
Na osnovi razlike između radnih mjesta koja su stvorena i koja su ukinuta može se izračunati pokazatelj najavljenih neto promjena radnih mjesta (NPRM), koji se uglavnom kreće usporedno s rastom zaposlenosti u europodručju.

Pokazatelj NPRM definira se kao sezonski prilagođena najavljena nova radna mjesta umanjena za najavljena ukidanja radnih mjesta zabilježena u ERM-u. U uzorku se promatraju podatci od 2005. nadalje i on sadržava prosječno oko 190 opažanja po tromjesečju, čemu odgovara otprilike 52 000 najavljenih ukidanja radnih mjesta i 33 000 najavljenih novih radnih mjesta. Ukinuta radna mjesta u prosjeku premašuju nova radna mjesta iako se zaposlenost na agregatnoj razini povećala u razdoblju uzorka. To je odraz strukture baze podataka, s obzirom na to da su smanjenja radnih mjesta velikih razmjera uglavnom istaknuti i dobro medijski popraćeni događaji i stoga lako prelaze ERM-ove pragove izvješćivanja. S druge strane, nova zapošljavanja uglavnom su postupnija i manje je vjerojatno da će se smatrati kvalificiranim događajem te privlače manje medijske pozornosti. Unatoč tome, kada je izražen kao pomični prosjek četiriju tromjesečja, pokazatelj NPRM uglavnom slijedi rast zaposlenosti u europodručju i, što je još važnije, odgovara njegovim glavnim prekretnicama u razdoblju uzorka (Grafikon C).

Grafikon C

Rast zaposlenosti u europodručju i najavljene neto promjene radnih mjesta

(lijevo: tisuće radnih mjesta, desno: postotci)



Izvori: Eurofound, Eurostat i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Sezonski prilagođene neto promjene radnih mjesta zabilježene u ERM-u prikazane su kao retrospektivni pomični prosjek četiriju tromjesečja. Rast zaposlenosti u europodručju prikazan je na godišnjoj razini. Osjenčana područja označuju recesije u europodručju koje je utvrdila Mreža za poslovne cikluse europodručja (engl. *Euro Area Business Cycle Network*) u sklopu Centra za istraživanja na području ekonomske politike. Podatci se odnose na razdoblje od prvog tromjesečja 2005. do prvog tromjesečja 2026.

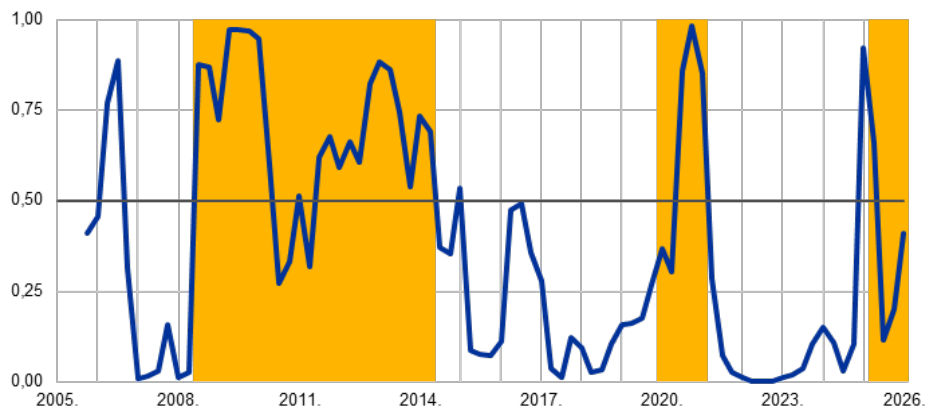
Analiza zasnovana na modelu pokazuje da najave restrukturiranja pružaju korisne ključne informacije o kretanjima rasta zaposlenosti u europodručju.

Primijenjen je probit model u kojemu se upotrebljavaju najavljene neto promjene radnih mjesta kako bi se procijenila vjerojatnost da će rast zaposlenosti u europodručju na godišnjoj razini pasti ispod povijesnog prosjeka uzorka. Kad se uključe vrijednosti pokazatelja NPRM s vremenskim odmakom, model pruža pravodobne i komplementarne informacije o uvjetima na tržištu rada uz službene statističke podatke o zaposlenosti, što pomaže u praćenju preokreta rasta zaposlenosti i vraćanja na iznadprosječne razine (Grafikon D).

Grafikon D

Predviđena vjerojatnost ispodprosječnog rasta zaposlenosti u europodručju

(vjerojatnost)



Izvori: Eurofound, Eurostat i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Grafikon prikazuje predviđenu vjerojatnost ispodprosječnog rasta zaposlenosti u europodručju iz probit modela upotrebom trenutačno najavljenih neto promjena radnih mjesta zajedno s trima vremenskim odmacima pokazatelja. Ispodprosječni rast definiran je kao godišnji rast zaposlenosti ispod povijesnog prosjeka uzorka od 0,7 %. Dijelovi osjenčani žutom bojom označuju tromjesečja realiziranoga ispodprosječnog rasta zaposlenosti. Vodoravna linija označuje prag vjerojatnosti od 0,5. Podatci se odnose na razdoblje od prvog tromjesečja 2005. do prvog tromjesečja 2026.

Nedavne najave restrukturiranja upućuju na to da bi rast zaposlenosti mogao ostati ispod povijesnog prosjeka u prvoj polovini 2026.

Rast zaposlenosti u europodručju usporio se i od sredine 2025. nalazi se na razinama oko povijesnog prosjeka ili na razinama ispod povijesnog prosjeka, a vjerojatnosti ispodprosječnog rasta zaposlenosti koje se zasnivaju na modelu također su se povećale tijekom godine. Iako su te vjerojatnosti malo kolebljive, one upućuju na kontinuiranu vjerojatnost ispodprosječnog rasta u prvom tromjesečju 2026., što je u skladu s realiziranom godišnjom stopom rasta zaposlenosti od 0,6 %. Podatci za travanj i svibanj upućuju na vjerojatnost kontinuirano slabog rasta zaposlenosti u drugom tromjesečju, iako uz malo pozitivnije stanje kada je riječ o najavama restrukturiranja. Na razini država, Francuska i Španjolska glavni su pokretači tog poboljšanja, uz pozitivne neto promjene radnih mjesta u obama gospodarstvima. U Njemačkoj smanjivanje radnih mjesta i nadalje premašuje stvaranje radnih mjesta. Na razini sektora, informacijski i računalni sektor te javna uprava i obrana i nadalje daju pozitivan doprinos. Za razliku od toga, prerađivačka industrija pokazuje negativniju neto poziciju, pri čemu ukinuta radna mjesta sve više premašuju nova radna mjesta u odnosu na uglavnom neutralno stanje u prvom tromjesečju.

Izvori

Europska zaklada za poboljšanje životnih i radnih uvjeta (Eurofound) (2025.), „[European Restructuring Monitor \(ERM\)](#)”

Litardi, C. i Brattlund, E. (2025.), „[European Restructuring Monitor: The database and its methodology](#)”, *Working Paper*, br. WPEF25058, Europska zaklada za poboljšanje životnih i radnih uvjeta (Eurofound), 18. rujna

Europska komisija, Glavna uprava za zapošljavanje, socijalna pitanja i uključivanje (2025.), „[Labour Market and Wage Developments in Europe 2025](#)”, Ured za publikacije Europske unije, Luxembourg

6. Zašto je inflacija cijena dobara i nadalje niska? Uloga izloženosti uvozu iz Kine

Pablo Anaya Longaric, Claudia Esposito, Vanessa Gunnella, Noémie Lecourt, Catalina Martínez Hernández i Giacomo Pongetti

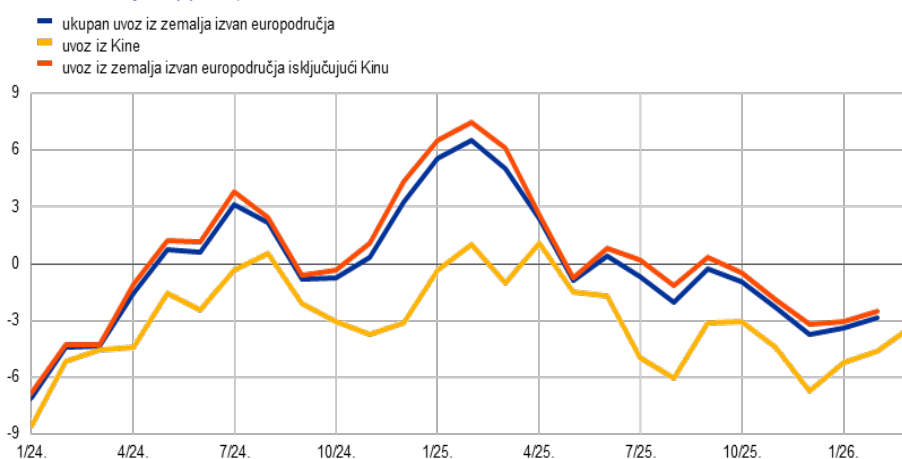
Cijene uvoza iz Kine smanjuju se na godišnjoj razini od druge polovine 2025., što stvara pritisak na smanjenje inflacije cijena dobara u europodručju. U

ožujku 2026. cijene uvoza iz Kine smanjile su se za 3,3 % na godišnjoj razini, nakon smanjenja od 4,6 % u veljači. To je smanjenje bilo znatno veće od smanjenja cijena ukupnog uvoza iz država izvan europodručja i cijena uvoza iz drugih zemalja osim Kine, koje su se u veljači 2026. smanjile za 2,4 % na godišnjoj razini (Grafikon A). Istodobno se udio uvoza iz Kine u uvozu iz država izvan europodručja od 2024. povećao s 14 % na 17 %, čemu je pridonijela sve veća konkurentnost kineskih proizvoda. Visoka izloženost uvozu iz Kine i pad cijena nekih proizvoda za široku potrošnju pridonijeli su održavanju inflacije industrijskih proizvoda bez energije (IPE) u europodručju na niskim razinama. U ovom okviru analizira se način na koji povećanje uvoza iz Kine u europodručje te relativno niske cijene tih uvoznih proizvoda i njihovo smanjivanje utječu na inflaciju cijena dobara u europodručju.¹

Grafikon A

Uvozne cijene u europodručju

(postotni bodovi na godišnjoj razini)



Izvor: Eurostat

Napomena: Posljednji podatci odnose se na veljaču 2026. za ukupan uvoz iz država izvan europodručja i uvoz iz država izvan europodručja isključujući Kinu, a na ožujak 2026. za uvoz iz Kine.

Dinamika cijena proizvoda za široku potrošnju u europodručju koji znatno ovise o uvozu iz Kine nedavno je bila relativno prigušena. Taj prigušeni trend vidljiv je iz podindeksa IPE-a koji je usmjeren na stavke s relativno visokom izloženošću uvozu iz Kine, odnosno stavke s udjelom uvoza iz Kine iznad medijana. Inflacija cijena tih proizvoda izloženih Kini kontinuirano je niža od ukupne inflacije cijena dobara, za razliku od veće dinamike inflacije zabilježene u podindeksu IPE-a

¹ Vidi Di Sano *et al.* (2023.), Boeckelmann *et al.* (2025.) i Al-Haschimi *et al.* (2025.).

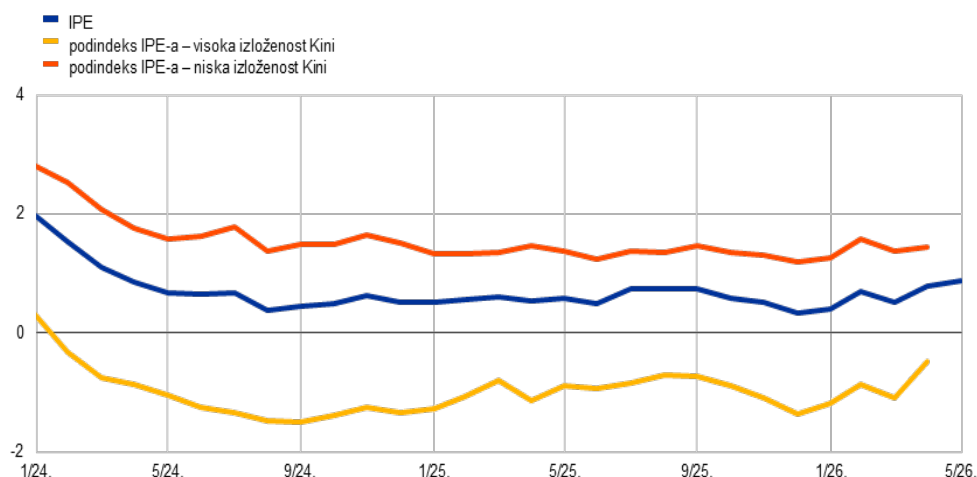
koji obuhvaća proizvode s niskom izloženošću Kini (Grafikon B, panel a)). U 2025. su stavke za koje se udio uvoza iz Kine povećao, kao što su bicikli, alati, kućanski aparati, namještaj, tekstil te informacijska i komunikacijska tehnologija, pokazale osobito izražen pad uvoznih cijena. Te su stavke (žute točke na Grafikonu B, panelu b)) u prosjeku imale niže stope inflacije u odnosu na druge proizvode, a u većini slučajeva njihove stope inflacije i nadalje su bile ispod njihovih povijesnih prosjeka. Međutim, kada je riječ o različitim kategorijama proizvoda, ne postoji jasna trenutačna korelacija između rasta cijena uvoza iz Kine i inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije (IPE), što je vjerojatno rezultat poteškoća poput odgođenih učinaka tečaja, prilagodba marža, reguliranih cijena i rigidnosti na strani potražnje koji na različite načine utječu na tržišta proizvoda. Kako bi se ta heterogenost uzela u obzir, u analizi se primjenjuje granularan pristup za svaki proizvod, pri čemu se stopa inflacije cijena dobara modelira zasebno za svaku stavku IPE-a.

Grafikon B

Međuodnos inflacije cijena dobara u europodručju i uvoza iz Kine

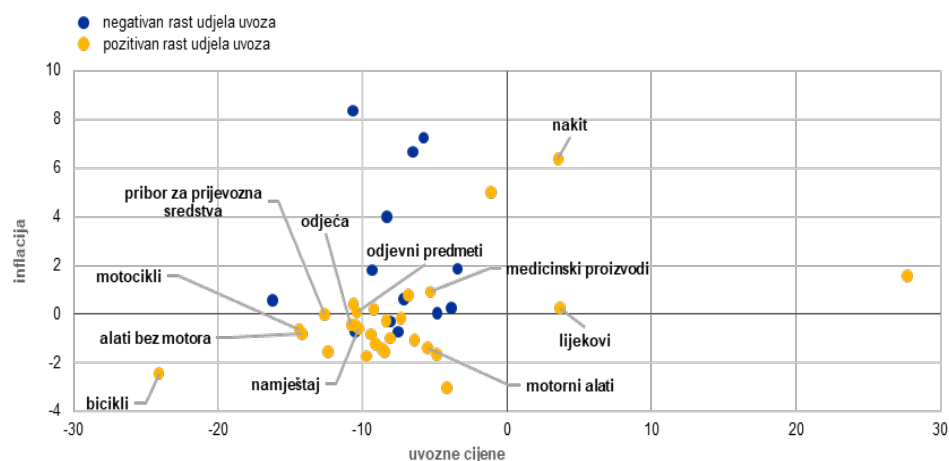
a) inflacija cijena industrijskih proizvoda bez energije i stavke s visokom izloženošću Kini

(godišnje stope rasta)



b) inflacija cijena industrijskih proizvoda bez energije, udjeli uvoza i inflacija uvoznih cijena

(postotci)



Izvori: Panel a): Eurostat, Trade Data Monitor i izračun ESB-a, panel b): Trade Data Monitor, Eurostat i izračun ESB-a
Napomene: Panel a): Podindeksi IPE-a ponderirani su zbroj inflacije cijena dobara u stavkama s visokom ili niskom izloženošću uvozu iz Kine (iznad/ispod medijana). Posljednji podatci odnose se na travanj 2026. Panel b): Obje osi prikazuju godišnja odstupanja od dugoročnog kretanja prije pandemije. Grafikon obuhvaća sve stavke koje odgovaraju inflaciji cijena industrijskih proizvoda bez energije, osim opskrbe vodom koja se ne uvozi. Promjene udjela uvoza iz Kine izračunavaju se na osnovi posljednjih dvanaest mjeseci u odnosu na 2023. Posljednji podatci odnose se na svibanj 2026. (brza procjena) za inflaciju cijena industrijskih proizvoda bez energije (IPE), travanj 2026. za podindekse IPE-a i veljaču 2026. za udjele uvoza i uvozne cijene.

Empirijski dokazi upućuju na to da je prijenos uvoznih cijena iz Kine vrlo heterogen među stavkama uključenima u inflaciju cijena industrijskih proizvoda bez energije. Bajesovski model vektorske autoregresije primijenjen je na 39 stavki IPE-a za koje su dostupni podatci o cijenama uvoza iz Kine, a u modelu se utvrđuju šokovi uvoznih cijena specifični za pojedini sektor za odgovarajuće stavke

IPE-a.² Sektori su svrstani u kategoriju „Osjetljivo na uvoz iz Kine” ako stope inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije znatno reagiraju na takve šokove. Na Slici A od ukupno 39 stavki proizvoda prikazuju se učinci na 21 stavku proizvoda koji znatno reagiraju na šokove cijena uvoza iz Kine, čime se objašnjava oko polovina ukupne košarice IPE-a, na temelju pondera HIPC-a za 2026. Rezultati upućuju na zaključak da je smanjenje rasta cijena uvoza iz Kine na razini sektora od 10 % povezano s maksimalnim učinkom pada inflacije cijena dobara od 0,1 do 0,7 postotnih bodova u najosjetljivijim sektorima (podcrtane stavke na Slici A), odnosno onda kada je riječ o namještaju, malim električnim kućanskim aparatima, tekstilnim proizvodima za kućanstvo, staklenom i stolnom posuđu te velikim kućanskim aparatima. Mnoge od njih stavke su s relativno visokom izloženošću udjelu uvoza iz Kine. Međutim, postoje druge stavke s nižom izloženošću koje su također osjetljive na šokove cijena uvoza iz Kine, što upućuje na to da bi određivanje cijena u europodručju moglo biti pod utjecajem Kine putem neizravnih kanala, kao što su niže cijene zbog preusmjerenja trgovine iz drugih zemalja, ili putem snažnije konkurencije kineskih proizvođača na globalnim tržištima. Gornja granica tih procjena uglavnom je u skladu s grubom procjenom učinka kretanja cijena uvoza iz Kine s obzirom na udio uvoza iz Kine u košarici IPE-a i pod pretpostavkom potpunog prijenosa.³ Brzina prilagodbe razlikuje se među stavkama, a reakcije se povećavaju postupno, pri čemu do najsnažnijeg negativnog učinka dolazi u razdoblju nakon 9 do 18 mjeseci.

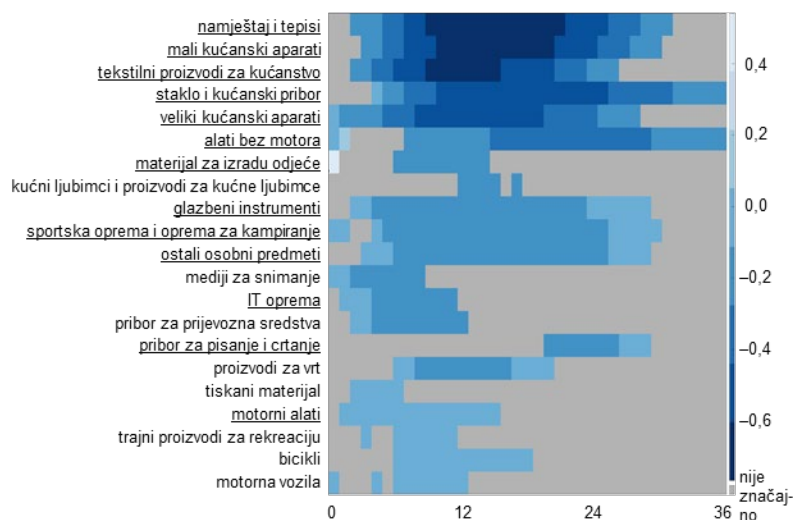
² Svaki granularan bayesovski model vektorske autoregresije, s Minnesota apriornom distribucijom i zadebljanim krajevima, uključuje cijene nafte u eurima, globalne gospodarske uvjere (iz [Baumeister et al., 2022.](#)), tečaj EUR/USD, granularne indekse jedinične vrijednosti uvoza iz Kine, industrijsku proizvodnju i granularni IPE. Granularni šok uvoznih cijena utvrđuje se shemom rekurzivne identifikacije prema prethodno navedenom redosljedu. Upotrebljava se samo 39 stavki od ukupno 44 stavke IPE-a, na razini klasifikacije COICOP4, jer jedinične vrijednosti uvoza iz Kine nisu dostupne za opskrbu vodom, opremu za mobilnu telefoniju, audiovizualne medije, novine i periodiku te vjerske predmete. Te isključene stavke zajedno čine 4,6 % košarice IPE-a.

³ S obzirom na to da ukupan uvoz iz država izvan europodručja čini oko 18 % ukupne košarice IPE-a (oko 32 % ako se u obzir uzmu izravni i neizravni doprinosi) i da uvoz iz Kine čini oko 24 % IPE-a koji se uvozi iz država izvan europodručja, pad cijena uvoza iz Kine od 10 % značio bi smanjenje inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije za raspon od 0,4 do 0,7 postotnih bodova.

Slika A

Toplinska karta impulsnih reakcija stavki IPE-a osjetljivih na granularne šokove cijena uvoza iz Kine

(postotni bodovi)



Izvori: izračun stručnjaka ESB-a, Eurostat, Statistical Data Warehouse, Trade Data Monitor, Baumeister *et al.* (2022.) kada je riječ o pokazatelju globalnih gospodarskih uvjeta.

Napomene: Na toplinskoj karti prikazani su medijani impulsnih reakcija stavki IPE-a osjetljivih na šokove cijena uvoza iz Kine u istom sektoru stavke IPE-a, u razdoblju do tri godine. Reakcije su normalizirane na smanjenje godišnje inflacije uvoznih cijena odgovarajuće stavke IPE-a od 1 %. Negativni brojevi prikazani su u plavim nijansama, a neznajni segmenti impulsnih reakcija prikazani su u sivom, s rasponom pouzdanosti od 68 %. Stavke s visokim udjelom uvoza iz Kine podcrtane su.

Procjene utjecaja šokova cijena uvoza iz Kine iz ove granularne analize upućuju na sve negativniji, ali ograničen doprinos inflaciji cijena industrijskih proizvoda bez energije u 2025. i na početku 2026.

Povijesna dekompozicija ukupne inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije konstruirana je agregiranjem procijenjenog učinka takvih šokova uvoznih cijena na inflaciju cijena pojedinačnih dobara, uz primjenu pondera HIPC-a. Procijenjeni učinak šokova cijena uvoza iz Kine kontinuirano je negativan i čini se da je potaknuo pad inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije u drugoj polovini 2025. i prvom tromjesečju 2026. (Grafikon C). To je u skladu s time da su cijene uvoza iz Kine ostale niže od cijena uvoza iz drugih zemalja kao i s time da su stavke IPE-a izložene Kini imale negativnu inflaciju gotovo cijelu 2025. (grafikoni A i B). Povijesna dekompozicija pokazuje da su šokovi cijena uvoza iz Kine doveli do smanjenja inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije za oko 0,27 postotnih bodova u travnju 2026.⁴ Nasuprot tome, ti su šokovi dali mali pozitivan doprinos od oko 0,01 postotnog boda u siječnju 2024.⁵ Jedno od ograničenja ove analize jest to da šokovi cijena uvoza iz Kine mogu djelomično biti posljedica kretanja tečaja. U modelu se taj rizik u mjeranju smanjuje tako da tečaj USD/EUR bude u redoslijedu prije cijena uvoza iz Kine, pa su promjene uvoznih cijena povezane s kretanjima

⁴ Granularni podatci o HIPC-u dostupni su za razdoblje do travnja 2026., a granularni podatci o uvoznim cijenama za Kinu dostupni su samo za razdoblje do veljače 2026. Kako bi se taj jaz premostio, podatci za veljaču i ožujak 2026. koji nedostaju ekstrapolirani su primjenom Kalmanova filtra koji je ugrađen u svaki od granularnih modela (vidi bilješku 2).

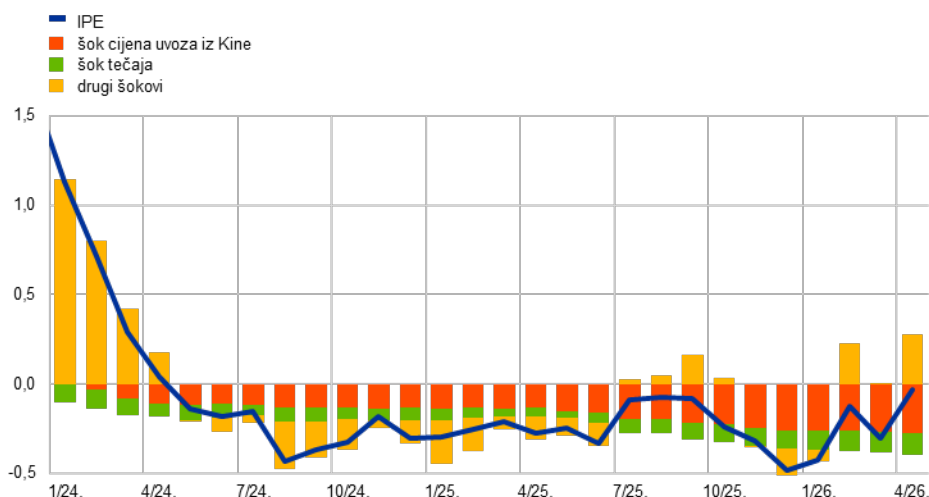
⁵ Drugi šokovi uključuju šokove koji se odnose na cijenu nafte, globalne gospodarske uvjete, industrijsku proizvodnju i inflaciju cijena industrijskih proizvoda bez energije, što je sve utvrđeno primjenom Choleskyjeve dekompozicije. Pojam „konstanta” označuje doprinos inflaciji cijena industrijskih proizvoda bez energije vlastitom stabilnom vrijednošću.

američkog dolara prve obuhvaćene određenim šokom tečaja. To je važno jer se veliki udio uvoza iz Kine u europodručje fakturira u američkim dolarima. Procijenjeni šok tečaja trebao bi apsorbirati učinke tečaja koji proizlaze iz kretanja tečaja USD/EUR. Preostali šok cijena uvoza iz Kine stoga obuhvaća promjene cijena koje se ne mogu objasniti kretanjima tečaja.⁶

Grafikon C

Povijesna dekompozicija ukupne inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije

(godišnje promjene u postotcima, doprinos u postotnim bodovima u odstupanju od srednjih i početnih uvjeta)



Izvor: izračun stručnjaka ESB-a zasnovan na granularnim bajesovskim modelima vektorske autoregresije za komponente IPE-a
Napomena: Posljednji podatci odnose se na travanj 2026.

Općenito, cijene uvoza iz Kine i nadalje su važan izvor vanjskih cjenovnih pritisaka za europodručje, čak i ako je njihov procijenjeni učinak na inflaciju proizvoda za široku potrošnju ograničen. Te uvozne cijene sve više smanjuju inflaciju cijena industrijskih proizvoda bez energije, osobito od 2025. nadalje.

Nekoliko činitelja upućuje na to da bi taj dezinflacijski pritisak mogao potrajati. Cijene uvoza iz Kine mogle bi ostati relativno prigušene zbog perzistentnog viška kapaciteta, slabe domaće potražnje i deprecijacije kineske valute. Određeno preusmjeravanje kineskog izvoza sa Sjedinjenih Američkih Država na druge zemlje također bi moglo potrajati, što bi moglo potencijalno povećati ponudu kineskih proizvoda na drugim tržištima, uključujući europodručje. Međutim, pojavljuju se znakovi pritisaka na rast zbog viših cijena nafte i viših proizvođačkih cijena u Kini, što bi moglo poduprijeti reflaciju.

Izvori

Al-Haschimi, A., Dvořáková, N., Le Roux, J. i Spital, T. (2025.), „China's growing trade surplus: why exports are surging as imports stall”, *Ekonomski bilten*, broj 7, ESB

⁶ Prema prilagođenim podacima na razini poduzeća za Francusku, udio uvoza iz Kine fakturiran u kineskoj valuti relativno je malen (11 % u 2024.).

Baumeister, C., Korobilis, D. i Lee, T. K. (2022.), „[Energy Markets and Global Economic Conditions](#)”, *The Review of Economics and Statistics*, 104(4), str. 828. – 848.

Boeckelmann, L., Emter, L., Gunnella, V., Klieber, K. i Spital, T. (2025.), „[China-US trade tensions could bring more Chinese exports and lower prices to Europe](#)”, *ESB-ov blog*, ESB, 30. srpnja

Di Sano, M., Pongetti, G., Schuler, T. i Toh, S. G. (2023.), „[Spillovers to the euro area from recent negative inflation in China](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 7, ESB

7. Likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike u razdoblju od 11. veljače do 5. svibnja 2026.

Samuel Bieber i Christelle Puyo

U ovom se okviru opisuju likvidnosni uvjeti i operacije monetarne politike Eurosustava tijekom prvog i drugog razdoblja održavanja pričuva u 2026. Ta su dva razdoblja zajedno trajala od 11. veljače do 5. svibnja 2026. („promatrano razdoblje”).

Prosječan višak likvidnosti u bankovnom sustavu europodručja nastavio se smanjivati. Puštanje likvidnosti smanjilo se tijekom promatranog razdoblja, uglavnom zbog nižeg stanja vrijednosnih papira u Eurosustavu kupljenih u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (APP) i hitnog programa kupnje zbog pandemije (PEPP) nakon obustave reinvestiranja u sklopu APP-a na početku srpnja 2023. i reinvestiranja u sklopu PEPP-a na kraju prosinca 2024. To je smanjenje djelomično nadomješteno smanjenjem neto autonomnih činitelja koji su povećali likvidnost bankovnog sustava.

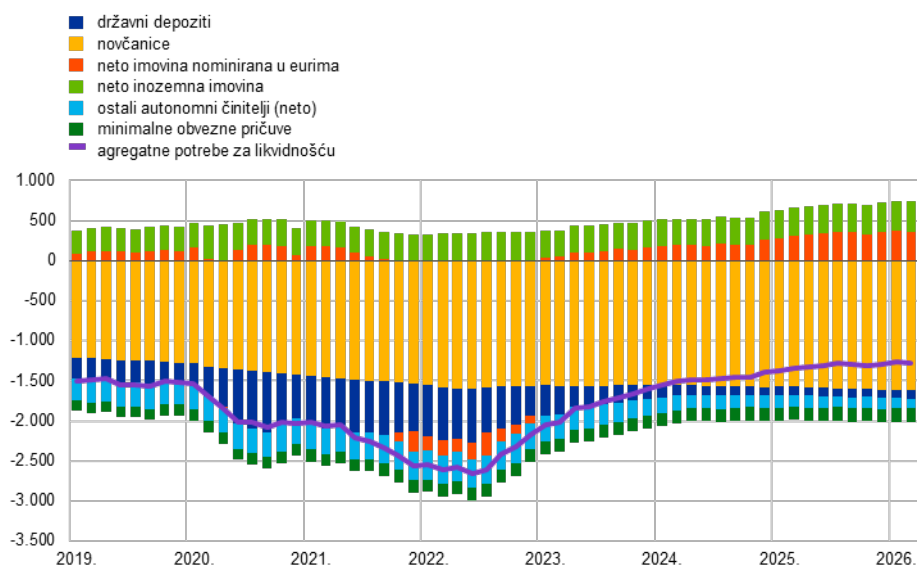
Potrebe za likvidnošću

Prosječne dnevne potrebe za likvidnošću bankovnog sustava europodručja, definirane kao zbroj neto autonomnih činitelja i obveznih pričuva, smanjile su se za 33 mlrd. EUR u promatranom razdoblju, odnosno na 1.273 mlrd. EUR (Tablica A). Posljedica je to smanjenja neto autonomnih činitelja prouzročenog povećanjem autonomnih činitelja puštanja likvidnosti, dok su autonomni činitelji povlačenja likvidnosti ostali stabilni (Grafikon A). Međutim, minimalne obvezne pričuve ostvarile su porast od 3 mlrd. EUR i iznosile su 172 mlrd. EUR, što je blago smanjilo utjecaj na potrebe 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 drugo razdoblje održavanja u 2026.

Autonomni činitelji puštanja likvidnosti povećali su se za 35 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, uglavnom zbog povećanja neto imovine nominirane u eurima za 28 mlrd. EUR. To se povećavanje pripisuje smanjenju depozita nominiranih u eurima koji se ne odnose na operacije monetarne politike i služe za povlačenje likvidnosti te povećanju ulaganja nominiranih u eurima koja se ne odnose na operacije monetarne politike i služe za puštanje likvidnosti. Osim toga, neto inozemna imovina povećala se za 8 mlrd. EUR.

Autonomni činitelji povlačenja likvidnosti ostali su stabilni tijekom promatranog razdoblja. Neznatno povećanje prosječne vrijednosti novčanica u optjecaju (5 mlrd. EUR) i državnih depozita koji se drže u Eurosustavu (2 mlrd. EUR) neutralizirano je smanjenjem neto ostalih autonomnih činitelja u iznosu od 8 mlrd. EUR.

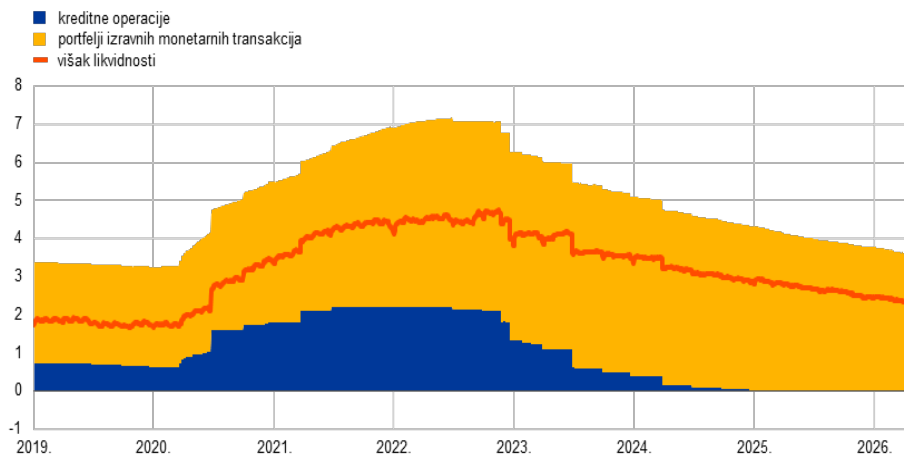
Likvidnost osigurana instrumentima monetarne politike

Prosječan iznos likvidnosti osigurane instrumentima monetarne politike smanjio se za 145 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja, odnosno na 3.632 mlrd. EUR (Grafikon B). Do smanjenja je gotovo isključivo došlo zbog smanjenja portfelja izravnih monetarnih transakcija Eurosustava u iznosu od 144 mlrd. EUR, koje je, budući da nije bilo reinvestiranja, uslijedilo nakon kontinuiranog otkupa vrijednosnih papira u sklopu APP-a i u sklopu PEPP-a. Time se iznos likvidnosti osigurane tim portfeljima smanjio na 3.608 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 drugo razdoblje održavanja u 2026.

Prosječan iznos likvidnosti osigurane kreditnim operacijama ostao je stabilan tijekom promatranog razdoblja i iznosio je 24 mlrd. EUR. Prosječni nepodmireni iznosi u sklopu glavnih operacija refinanciranja (MRO) i tromjesečnih operacija dugoročnijeg refinanciranja (LTRO) ostali su nepromijenjeni i iznosili su 13 mlrd. EUR i 11 mlrd. EUR. Sudjelovanje banaka u tim redovitim operacijama i nadalje je ograničeno te upućuje na njihove dostatne likvidnosne pozicije i dobru dostupnost alternativnih tržišnih izvora financiranja. Međutim, sve veći broj banaka koje testiraju održivost svojeg sudjelovanja u 2026. upućuje na to da jačaju operativnu spremnost za pristup tim operacijama s obzirom na to da se bilanca Eurosustava nastavlja smanjivati.

Višak likvidnosti

Višak likvidnosti bio je niži za 112 mlrd. EUR tijekom promatranog razdoblja i iznosio je 2.358 mlrd. EUR (Grafikon B). Višak likvidnosti je zbroj pričuva banaka na njihovim tekućim računima iznad njihovih minimalnih obveznih pričuva i korištenja mogućnosti novčanog depozita umanjeno za korištenje mogućnosti posudbe na kraju dana. On pokazuje razliku između ukupne likvidnosti osigurane bankovnom sustavu instrumentima monetarne politike i potreba banaka za likvidnošću radi pokrivanja minimalnih pričuva. Otkako je dosegno najvišu razinu od 4.748 mlrd. EUR u studenome 2022., višak likvidnosti postojano se smanjuje.

Kretanja kamatnih stopa

Upravno vijeće zadržalo je tri ključne kamatne stope ESB-a nepromijenjenima tijekom promatranog razdoblja, uključujući stopu na novčani depozit kojom usmjerava stajalište monetarne politike. Kamatne stope za novčani depozit,

glavne operacije refinanciranja i mogućnost posudbe na kraju dana ostale su nepromijenjene i iznosile su 2,00 %, 2,15 % i 2,40 % (Tablica B).

Prosječna eurska kratkoročna kamatna stopa (€STR) neznatno se povećala tijekom promatranog razdoblja, što je dovelo do malo manje negativne razlike u odnosu na kamatnu stopu na novčani depozit. €STR je bio prosječno za 6,8 baznih bodova niži od kamatne stope na novčani depozit, u usporedbi s 7,0 baznih bodova u sedmom i osmom razdoblju održavanja u 2025.

Prosječna repo stopa europodručja, mjerena indeksom RepoFunds Rate Euro, ostala je bliže kamatnoj stopi na novčani depozit nego €STR-u u promatranom razdoblju. Repo stopa bila je prosječno za 0,7 baznih bodova viša od kamatne stope na novčani depozit, što je neznatno više nego u prethodnom promatranom razdoblju.

Tablica A

Likvidnosni uvjeti u Eurosustavu

(prosjeci, mlrd. EUR)

	sadašnje promatrano razdoblje: 11. veljače 2026. – 5. svibnja 2026.						prethodno promatrano razdoblje: 5. studenoga 2025. – 10. veljače 2026.	
	prvo i drugo razdoblje održavanja		prvo razdoblje održavanja: 11. veljače – 24. ožujka 2026.		drugo razdoblje održavanja: 25. ožujka – 5. svibnja 2026.		sedmo i osmo razdoblje održavanja	
činitelji puštanja likvidnosti								
autonomni činitelji	740	(+35)	746	(+23)	735	(-11)	705	(-8)
– neto inozemna imovina	371	(+8)	369	(+4)	374	(+5)	364	(+8)
– neto imovina nominirana u eurima	369	(+28)	377	(+19)	361	(-16)	341	(-16)
operacije monetarne politike	3.632	(-145)	3.671	(-86)	3.592	(-79)	3.776	(-125)
– MRO	13	(-0)	11	(-4)	14	(+4)	13	(+4)
– LTRO	11	(+0)	11	(-1)	12	(+1)	11	(-1)
– portfelji izravnih monetarnih transakcija	3.608	(-144)	3.650	(-81)	3.566	(-84)	3.752	(-128)
– ostalo puštanje likvidnosti	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
činitelji povlačenja likvidnosti								
autonomni činitelji	1.842	(-0)	1.844	(-9)	1.840	(-4)	1.842	(+9)
– novčanice u optjecaju	1.612	(+5)	1.607	(-8)	1.616	(+9)	1.607	(+15)
– državni depoziti	104	(+2)	105	(+3)	103	(-3)	102	(-9)
– ostali autonomni činitelji (neto)	126	(-8)	132	(-4)	121	(-11)	134	(+2)
operacije monetarne politike								
– ostalo povlačenje likvidnosti	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
likvidnost i stalno raspoložive mogućnosti								
– tekući računi kreditnih institucija	177	(+3)	176	(+1)	178	(+2)	174	(+0)
– minimalne obvezne pričuve ¹⁾	172	(+3)	171	(+2)	172	(+0)	169	(+1)
– mogućnost posudbe na kraju dana	0	(-0)	0	(-0)	0	(+0)	0	(+0)
– novčani depozit	2.353	(-112)	2.397	(-56)	2.308	(-89)	2.465	(-143)
– višak likvidnosti ²⁾	2.358	(-112)	2.402	(-56)	2.315	(-87)	2.470	(-143)
ostale informacije zasnovane na likvidnosti								
– agregatne potrebe za likvidnošću ³⁾	1.273	(-33)	1.269	(-30)	1.277	(+8)	1.306	(+18)
– neto autonomni činitelji ⁴⁾	1.102	(-35)	1.098	(-32)	1.105	(+7)	1.137	(+17)

Izvor: ESB

Napomene: Svi podatci u tablici zaokruženi su na najbližu 0,1 mlrd. EUR. Podatci u zagradama pokazuju promjenu u odnosu na prethodno promatrano razdoblje ili razdoblje održavanja. „MRO“ označuje glavnu operaciju refinanciranja, 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: 11. veljače – 5. svibnja 2026.				prethodno promatrano razdoblje: 5. studenoga 2025. – 10. veljače 2026.			
	prvo razdoblje održavanja: 11. veljače – 24. ožujka 2026.		drugo razdoblje održavanja: 25. ožujka – 5. svibnja 2026.		sedmo razdoblje održavanja: 5. studenoga – 22. prosinca 2025.		osmo razdoblje održavanja: 23. prosinca 2025. – 10. veljače 2026.	
MRO	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
moгуćnost posudbe na kraju dana	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
novčani depozit	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
€STR	1,93	(+0,00)	1,93	(-0,00)	1,93	(+0,00)	1,93	(+0,00)
RepoFunds Rate Euro	2,01	(+0,01)	2,01	(-0,00)	2,00	(+0,01)	2,00	(-0,00)

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

Napomene: Podatci u zagradama pokazuju promjenu u postotnim bodovima u odnosu na prethodno promatrano razdoblje ili razdoblje održavanja. „MRO“ označuje glavnu operaciju refinanciranja, a „€STR“ eurisku kratkoročnu kamatnu stopu.

8. Smanjenje salda tekućeg računa europodručja u 2025.

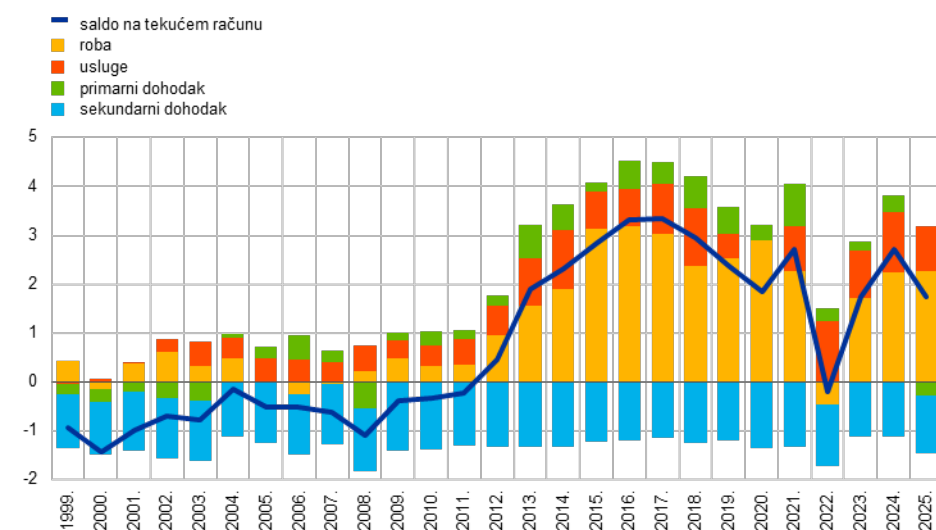
Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris i Martin Schmitz

Višak na tekućem računu europodručja znatno se smanjio u 2025. pod utjecajem trgovinskih carina SAD-a, aktivnosti multinacionalnih poduzeća iz SAD-a, strukturnih promjena u globalnoj trgovini robom te povećanja ulaganja povezanih s digitalnim tehnologijama i umjetnom inteligencijom. Višak se smanjio s 2,7 % BDP-a u 2024. na 1,7 % BDP-a u 2025. (Grafikon A). Isključujući razdoblje od 2022. do 2023., koje je bilo obilježeno energetske šokom nakon ruske invazije na Ukrajinu u punom opsegu, to je najniži višak od 2012., kada se saldo tekućeg računa europodručja promijenio iz manjka u višak nakon krize državnog duga.¹ U ovom se okviru razmatraju glavni pokretači smanjenja viška na tekućem računu europodručja u 2025.

Grafikon A

Saldo i komponente tekućeg računa europodručja

(postotci BDP-a)



Izvor: ESB

Smanjenje viška na tekućem računu europodručja u 2025. ponajprije je potaknuto kretanjima u trgovini uslugama i tokovima dohotka, a ne robnom razmjenom. Višak u robnoj razmjeni neznatno se povećao, s 2,2 % BDP-a u 2024. na 2,3 % BDP-a u 2025. Stoga je smanjenje viška na tekućem računu uglavnom bilo posljedica promjena u nerobnim komponentama, posebice promjena salda primarnog dohotka s viška od 0,4 % BDP-a na manjak od 0,3 % te smanjenja viška na računu usluga s 1,2 % BDP-a na 0,9 %.

Smanjenje viška na tekućem računu europodručja u 2025. uglavnom je posljedica kretanja u odnosu na Sjedinjene Američke Države i Kinu (Grafikon B). Unatoč većem višku u robnoj razmjeni bilateralni saldo tekućeg računa

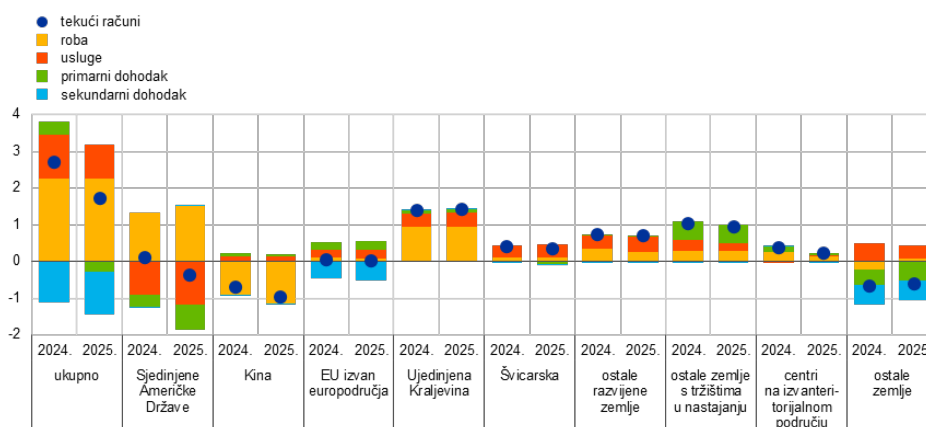
¹ Vidi Emter *et al.* (2023.).

platne bilance sa Sjedinjenim Američkim Državama znatno se promijenio, s viška od 0,1 % BDP-a u 2024. na manjak od 0,4 % u 2025., zbog većeg manjka na računu usluga i većeg manjka na računu primarnog dohotka u europodručju. Manjak na tekućem računu europodručja u odnosu na Kinu povećao se s 0,7 % BDP-a u 2024. na 1,0 % u 2025., što je u skladu s povećanjem manjka na računu robne razmjene.

Grafikon B

Saldo tekućeg računa europodručja: geografska raščlamba

(postotci BDP-a)



Izvor: ESB

Napomene: „EU izvan europodručja“ obuhvaća države članice EU-a izvan europodručja te one institucije i tijela EU-a za koje se smatra da su izvan europodručja, kao što su Europska komisija i Europska investicijska banka. „Ostale razvijene zemlje“ obuhvaćaju Australiju, Kanadu, Japan, Norvešku i Južnu Koreju. „Ostale zemlje s tržištima u nastajanju“ obuhvaćaju Argentinu, Brazil, Indiju, Indoneziju, Meksiko, Rusiju, Saudijsku Arabiju, Južnoafričku Republiku i Tursku. „Ostale zemlje“ obuhvaćaju sve zemlje koje inače nisu uključene u grafikon te neraspoređene transakcije.

Promjena s viška na manjak salda tekućeg računa europodručja u odnosu na Sjedinjene Američke Države u 2025. povezana je s aktivnostima multinacionalnih poduzeća iz SAD-a, čiji su povezani subjekti u europodručju podupirali veći neto izvoz robe te generirali povećanje manjka na računima usluga i dohotka. Na povećanje viška u robnoj razmjeni sa Sjedinjenim Američkim Državama najviše je utjecao izvoz farmaceutskih proizvoda (Grafikon C), čiji se znatan dio odnosi na povezane subjekte multinacionalnih poduzeća iz SAD-a koji su rezidenti europodručja, osobito u Irskoj.² Naime, dio rasta izvoza rezultat je i ugovorne proizvodnje, u skladu s kojom se roba bilježi kao izvoz europodručja u statistici platne bilance čak i ako nije fizički proizvedena u europodručju, u skladu s međunarodnim statističkim standardima. Proizvodne strukture povezanih subjekata multinacionalnih poduzeća iz SAD-a u europodručju – u farmaceutskom i tehnološkom sektoru – često se oslanjaju na intelektualno vlasništvo matičnih poduzeća iz SAD-a. Odgovarajuće naknade evidentiraju se kao uvoz usluga europodručja iz Sjedinjenih Američkih Država, a dobit koju ostvaruju povezani subjekti multinacionalnih poduzeća iz SAD-a pridonosi isplatama na osnovi primarnog dohotka (inozemna izravna ulaganja). Procjene u skladu s Emterom *et al.* (2025.) upućuju na to da se oko 40 % viška u robnoj razmjeni europodručja sa Sjedinjenim Američkim Državama u 2025. odnosilo na trgovinu povezanih subjekata multinacionalnih poduzeća iz SAD-a u europodručju, dok je na ta poduzeća otpadalo gotovo 90 % manjka u trgovini uslugama u europodručju. Doista, Irska, koja ima

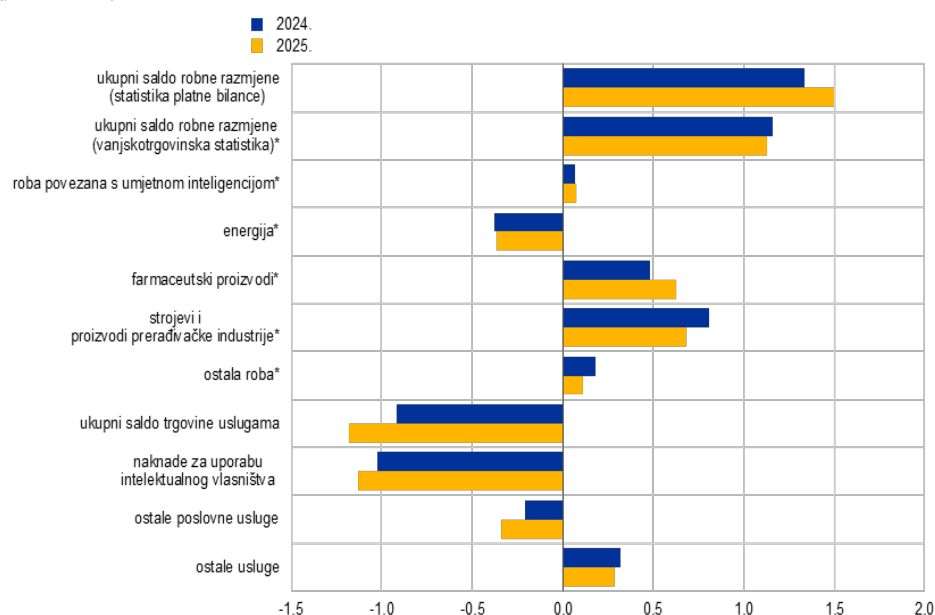
² Vidi Emter *et al.* (2025.).

visok udio aktivnosti multinacionalnih poduzeća iz SAD-a, pridonijela je smanjenju viška europodručja u iznosu od 0,3 postotna boda BDP-a u razdoblju od 2024. do 2025. jer se njezin manjak na računima usluga i primarnog dohotka izvan europodručja povećao više od njezina viška u robnoj razmjeni. Istodobno se smanjio izvoz strojeva i proizvoda prerađivačke industrije europodručja u Sjedinjene Američke Države u 2025., djelomično zbog utjecaja trgovinskih carina SAD-a najavljenih u travnju 2025.³ Općenito, ta kretanja pokazuju da se učinak promjena carina i trgovinske politike na tekući račun europodručja ne može procijeniti samo na temelju trgovine robom, posebno kada trgovinu oblikuju opskrbeni lanci i pravila o intelektualnom vlasništvu multinacionalnih poduzeća.

Grafikon C

Saldo vanjskotrgovinske razmjene u europodručju u odnosu na Sjedinjene Američke Države

(postotci BDP-a)



Izvori: ESB, Eurostat i izračun stručnjaka ESB-a

Napomene: Serije podataka označene zvjezdicom (*) odnose se na statistiku međunarodne trgovine, dok se ostale serije odnose na statistiku platne bilance. Raščlamba salda robne razmjene po kategorijama proizvoda u skladu je sa Standardnom međunarodnom trgovinskom klasifikacijom, rev. 3. „Roba povezana s umjetnom inteligencijom“ odnosi se na košaricu robe koja se odnosi na izgradnju i rad infrastrukture podatkovnih centara za umjetnu inteligenciju, a procjenjuju je stručnjaci ESB-a na temelju Eurostatovih podataka COMEXT klasificiranih prema kombiniranoj nomenklaturi na osmeroznamenastoj razini (KN8), u skladu s metodologijom iz Waugh (2026.).

Drugi glavni činitelj smanjenja viška na tekućem računu europodručja odnosi se na jačanje konkurencije iz Kine.

Povećanje manjka na tekućem računu europodručja u odnosu na Kinu uglavnom je posljedica većeg manjka u trgovini strojevima i proizvodima prerađivačke industrije (Grafikon D). Povećanje je u skladu sa snažnim položajem Kine u globalnim opskrbnim lancima, viškom kapaciteta u kontekstu slabe domaće potražnje i netržišnim industrijskim politikama.⁴ Ti su činitelji smanjili kineske proizvođačke cijene, što je povećalo konkurentnost Kine na europskim tržištima, a obujam uvoza porastao je gotovo za 10 % u 2025. Sve veći

³ Vidi Schaefer *et al.* (2026.).

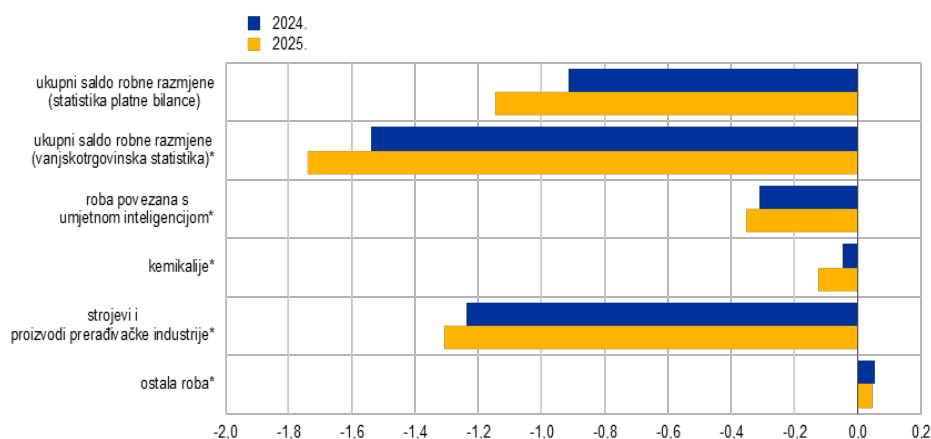
⁴ Vidi Amicucci *et al.* (2026.).

konkurentski pritisci, uključujući one koji proizlaze iz kineskih strukturnih politika kojima se promiče samodostatnost, posebno u srednjotehnološkim i visokotehnološkim sektorima, također su nepovoljno utjecali na konkurentnost izvoza europodručja u Kinu, koji se smanjio za 0,3 postotna boda BDP-a europodručja, i na treća tržišta, na kojima se sve više smanjuje izvozni udjel europodručja u usporedbi s kineskim poduzećima, posebno u srednjotehnološkim sektorima.⁵

Grafikon D

Saldo robne razmjene u europodručju u odnosu na Kinu

(postotci BDP-a)



Izvori: ESB, Eurostat i izračun stručnjaka ESB-a

Napomena: Vidi napomene uz Grafikon C.

Trgovina robom povezanom s umjetnom inteligencijom imala je relativno ograničen utjecaj na saldo robne razmjene u europodručju, iako je vjerojatno da je povećano uvođenje rješenja povezanih s umjetnom inteligencijom kod klijenata iz europodručja pridonijelo povećanju uvoza usluga u europodručju.

Europodručje je neto uvoznik robe potrebne za proizvodnju i funkcioniranje infrastrukture podatkovnih centara za umjetnu inteligenciju, pri čemu se manjak vezan uz te proizvode povećao s 0,2 % BDP-a u 2024. na gotovo 0,3 % u 2025., djelomično zbog većeg uvoza iz Kine (Grafikon D).⁶ Roba povezana s umjetnom inteligencijom činila je oko 13 % uvoza robe europodručja i oko 9 % izvoza 2025., pri čemu se važnost takvih proizvoda posljednjih godina postupno povećava.⁷ Uvođenje umjetne inteligencije utječe i na tekući račun zbog uvoza digitalnih usluga, osobito iz SAD-a, jer uvođenje sustava umjetne inteligencije također zahtijeva softver, mogućnost računalstva u oblaku, obradu podataka, pristup modelima i intelektualno vlasništvo. Sve veći manjak glede naknada za uporabu intelektualnog vlasništva i ostalih poslovnih usluga u odnosu na Sjedinjene Američke Države u skladu je s povećanim plaćanjima za digitalne usluge koje omogućuju umjetnu inteligenciju.⁸ S

⁵ Vidi Al-Haschimi *et al.* (2025.).

⁶ Roba povezana s umjetnom inteligencijom utvrđena je u Waugh (2026.).

⁷ Waugh (2026.) procjenjuje da je roba povezana s umjetnom inteligencijom činila 23 % ukupnog uvoza robe u SAD u 2025., a Rice i Scally (2026.) procjenjuju da je roba povezana s umjetnom inteligencijom činila 13 % ukupnog uvoza robe u Irsku u 2025.

⁸ Vidi Lane (2026.).

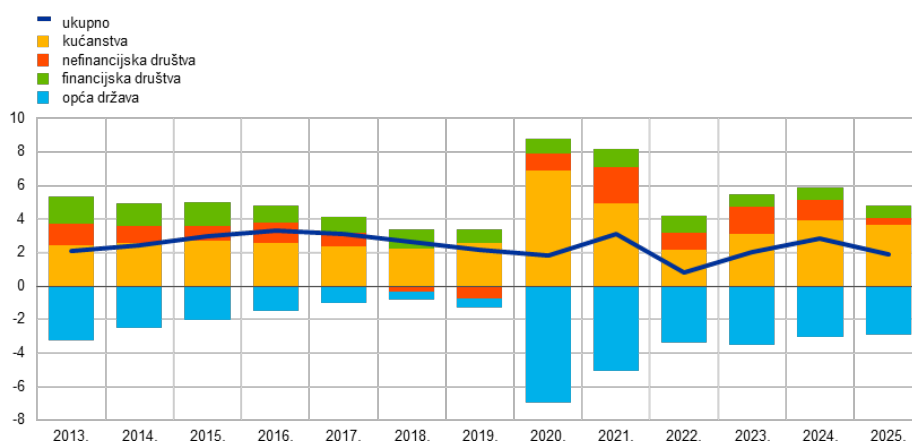
druge strane, Kina i Tajvan ključni su dobavljači hardvera povezanog s umjetnom inteligencijom.

Sa stajališta štednje i ulaganja, smanjivanje vanjskog salda europodručja odraz je smanjivanja neto kreditiranja nefinancijskih društava u skladu sa sve većim potrebama za domaćim ulaganjima (Grafikon E). Bruto štednja poduzeća smanjila se s 12,3 % BDP-a u 2024. na 11,7 % u 2025., dok su bruto investicije poduzeća porasla s 12,0 % na 12,3 %. To je smanjilo neto kreditiranje sektora poduzeća⁹ te djelomično upućuje na veću mobilizaciju štednje u europodručju za domaća ulaganja. Budući da su se ulaganja u digitalne tehnologije u europodručju ubrzala u 2025., ulaganja povezana s umjetnom inteligencijom vjerojatno će biti dio te promjene.¹⁰ Dio rashoda poduzeća europodručja povezanih s umjetnom inteligencijom bilježi se kao domaća ulaganja, čime se povećavaju bruto investicije i smanjuje neto kreditiranje. Ostala plaćanja, kao što su stalne naknade za pristup modelima, računalstvo u oblaku i softverske licencije, mogu se umjesto toga smatrati intermedijarnom potrošnjom, čime se smanjuju dobit poduzeća i štednja.

Grafikon E

Neto kreditiranje/zaduživanje u europodručju

(postotci BDP-a)



Izvori: ESB i Eurostat

Napomena: „Kućanstva” obuhvaćaju neprofitne institucije koje služe kućanstvima.

Očekuje se da će višak na tekućem računu europodručja u srednjoročnom razdoblju ostati ispod razine iz 2024. Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja 2026. upućuju na daljnje smanjenje viška na oko 1,3 % BDP-a u 2026. zbog viših uvoznih cijena energije zbog rata na Bliskom istoku, nakon čega će uslijediti oporavak na oko 1,5 % do 2028. Očekuje se da će stalne potrebe za ulaganjima, uključujući, na primjer, one povezane s digitalizacijom, umjetnom inteligencijom, obranom i energetske tranzicijom, negativno utjecati na vanjski saldo. Neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama, uključujući trgovinske

⁹ Unatoč tome što su bruto investicije u 2025. bile više od bruto štednje, nefinancijska društva europodručja ostala su neto zajmodavci u 2025. zbog neto kapitalnih transfera u iznosu od 0,9 % BDP-a i neto prodaje neproizvedene nefinancijske imovine u iznosu od 0,1 % BDP-a.

¹⁰ Vidi Andersson *et al.* (2026.).

carine SAD-a, i kontinuirani konkurentski pritisci iz Kine vjerojatno će i nadalje biti važni činitelji koji nepovoljno utječu na tekući račun europodručja.

Izvori

Al-Haschimi, A., Dvořáková, N., Le Roux, J. i Spital, T. (2025.), „[China's growing trade surplus: why exports are surging as imports stall](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 7, ESB

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

Andersson, M., Colombo, S., Jarvis, V. i Morris, R. (2026.), „[From bricks to clicks: an assessment of euro area digital investment](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 2, ESB

Emter, L., Fidora, M., Pastoris, F. i Schmitz, M. (2023.), „[The euro area current account after the pandemic and energy shock](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB

Emter, L., Fidora, M., Pastoris, F., Schmitz, M. i Schuler, T. (2025.), „[US trade policies and the activity of US multinational enterprises in the euro area](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB

Lane, P. R. (2026.), „[AI and the euro area economy](#)”, središnji govor na međunarodnoj konferenciji ESB-a – SAFE-a – RCEA Climate-Macro-Finance Interface (3CMFI), 23. ožujka

Rice, J. i Scally, J. (2026.), „[AI-related imports, modified investment and the data centre build-out](#)”, *Quarterly Bulletin*, br. 2, Central Bank of Ireland

Schaefer, S., Gerland, L. i Tirpák, M. (2026.), „[Where do the costs of higher US tariffs fall?](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 2, ESB

Waugh, M. E. (2026.), „Trade in AI-Related Products”, *NBER Working Paper*, br. 35053, travanj

© **Europska središnja banka, 2026.**

Poštanska adresa 60640 Frankfurt na Majni, Njemačka

Telefon +49 69 1344 0

Mrežne stranice www.ecb.europa.eu

Sva prava pridržana. Dopušta se reprodukcija u obrazovne i nekomercijalne svrhe uz navođenje izvora.

Objašnjenje terminologije i pokrata možete pronaći u [Pojmovniku ESB a](#) (samo na engleskom jeziku).

Krajnji datum za statističke podatke uključene u ovaj broj bio je 10. lipnja 2026.

PDF ISSN 2363-3603, QB-01-26-062-HR-N