HNB
EUROSUSTAV

Makroekonomska kretanja i prognoze

godina X · broj 18 · lipanj 2025.

HRVATSKA NARODNA BANKA
EUROSUSTAV

HNB
EUROSUSTAV

Makroekonomska kretanja i prognoze

Zagreb, lipanj 2025.
godina X, broj 18

HRVATSKA NARODNA BANKA
EUROSUSTAV

HNB
EUROSUSTAV

Sadržaj

Sažetak ... **3**

1. Svjetsko gospodarstvo ... **6**

2. Europodručje ... **10**

2.1. Realna kretanja ... **10**

2.2. Cjenovna kretanja ... **12**

2.3. Monetarna politika ... **14**

2.4. Financijska tržišta i bankovni sustav ... **16**

3. Hrvatsko gospodarstvo ... **21**

3.1. Realna kretanja ... **21**

3.2. Tržište rada ... **25**

3.3. Cjenovna kretanja ... **28**

Okvir 1. Recentno kretanje inflacijskog diferencijala između Hrvatske i prosjeka europodručja ... **35**

3.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom ... **42**

Okvir 2. Trgovinski odnosi Europske unije i SAD-a te mogući utjecaj nove američke trgovinske politike na europsko gospodarstvo ... **45**

3.5. Bankovni sustav ... **50**

Okvir 3. Anketa o uvjetima financiranja malih i srednjih poduzeća ... **55**

4. Projekcije za Hrvatsku ... **61**

4.1. Temeljne pretpostavke ... **61**

4.2. Projekcije makroekonomskih varijabla ... **62**

Okvir 4. Izdvajanje za obranu u EU-u i potencijalni makroekonomski učinci povećanja obrambenih izdataka ... **68**

Kratice i znakovi ... **75**

HNB
EUROSUSTAV

Sažetak

Krajem 2024. i početkom 2025. globalno se gospodarstvo našlo pod snažnim utjecajem rastuće neizvjesnosti povezane s trgovinskim politikama američke administracije. Posljedica toga bilo je usporavanje globalne gospodarske aktivnosti, osobito u zemljama s tržištima u nastajanju, iako se glavnina nepovoljnih učinaka očekuje u idućih nekoliko tromjesečja. Za kinesko se gospodarstvo nastavio bilježiti rast, uvelike zahvaljujući fiskalnim poticajima i privremenim učincima pojačanog izvoza u SAD prije uvođenja carina. Nasuprot tome, američko gospodarstvo počelo je pokazivati znakove usporavanja, iako bi takva kretanja mogla biti djelomično posljedica ubrzanog uvoza robe zbog najave carina, koji možda nije u cijelosti statistički obuhvaćen u pozitivnom doprinosu promjene zaliha. Kao reakcija na najave proširenja američkih carina globalna trgovina tako se privremeno ubrzala početkom 2025., no prerađivački sektor ostao je pod pritiskom visokih troškova i slabe potražnje, dok su se i u uslužnom sektoru počeli pokazivati znakovi usporavanja. U međuvremenu su cijene sirovina i energenata počele padati zbog sve izraženije zabrinutosti povezane s izgledima za globalnu potražnju. U takvom okružju sve veći broj središnjih banaka nastavio je s postupnim popuštanjem monetarne politike, unatoč neizvjesnosti glede učinaka američkih carina na globalnoj razini.

Gospodarstvo europodručja početkom 2025. vidljivo je ojačalo. Takva kretanja posljedica su ubrzanog izvoza, poglavito farmaceutskih proizvoda u SAD, neposredno prije povećanja carina. Iako je tromjesečni rast gospodarske aktivnosti bio snažniji od očekivanog, u nastavku godine trebao bi biti slabijeg intenziteta, na što upućuju i visokofrekventni pokazatelji. Tome doprinosi nepovoljno djelovanje jednokratnih čimbenika povezanih sa spomenutim pojačanim izvozom u SAD tijekom prvog tromjesečja, kao i pojačana neizvjesnost zbog globalnih trgovinskih politika. Negativni kratkoročni učinci spomenutih čimbenika mogli bi biti izraženiji od pozitivnih učinaka najavljenih povećanja ulaganja u obranu i infrastrukturu, koji bi se ipak trebali snažnije materijalizirati sljedećih godina. Tržište rada u europodručju i dalje je relativno snažno, s povijesno niskom stopom nezaposlenosti, no potražnja za radnom snagom postupno se smanjuje. Inflacija u europodručju tijekom prvih pet mjeseci 2025. znatno se usporila, čemu je najviše pridonijelo usporavanje inflacije cijena energije i usluga. Temeljna se inflacija pod utjecajem kretanja cijena usluga u svibnju spustila na najnižu razinu u posljednje tri godine.

Upravno vijeće ESB-a smanjilo je ključne kamatne stope za 25 baznih bodova na sastanku održanom 5. lipnja, stoga se nastavilo postupno ublažavanje karaktera monetarne politike započeto u lipnju prethodne godine. Upravno vijeće tako je u posljednjih dvanaest mjeseci u osam navrata smanjilo kamatnu stopu na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke, koja je u trenutnim uvjetima visokih viškova likvidnosti relevantan pokazatelj monetarne politike ESB-a, i to ukupno za 200 baznih bodova na razinu od 2,00%, nakon što je ključne kamatne stope držalo stabilnima od rujna 2023. godine. Upravno vijeće odlučno je u tome da postojano stabilizira inflaciju na srednjoročnoj ciljanoj razini od 2%, pri čemu će se u sadašnjim uvjetima iznimne neizvjesnosti odluke na svakom sastanku i nadalje zasnivati na pristiglim podacima.

Uvjeti financiranja poduzeća i stanovništva u Hrvatskoj nastavili su se poboljšavati u prva četiri mjeseca 2025. godine, a smanjile su se i kamatne stope na oročene depozite poduzeća

i stanovništva. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima nastavile su trend smanjivanja započet još početkom prošle godine. Također su se vidljivo smanjile kamatne stope na kredite stanovništvu, posebice na stambene kredite, nakon što se tijekom 2024. nisu bitno mijenjale. Rezultati Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka također upućuju na ublažavanje uvjeta financiranja stanovništva. Krediti poduzećima i stanovništvu porasli su početkom 2025. godine, dok su se ukupni depoziti smanjili odražavajući pad prekonoćnih depozita, posebice poduzeća, i u manjoj mjeri oročenih depozita, uglavnom stanovništva.

Cijene obveznica europskih zemalja bile su iznimno kolebljive tijekom ožujka i travnja, no na kraju svibnja naposljetku su bile slične onima s početka godine. Tečaj eura prema američkom dolaru snažno je aprecirao od kraja prošle godine te je dosegnuo najvišu razinu u posljednje tri godine. Kamatne stope na novčanom tržištu od početka godine nalaze se na silaznoj putanji i u potpunosti su prenijele višestruko smanjenje ključnih kamatnih stopa ESB-a. Pritom tržišni sudionici trenutačno očekuju daljnje smanjenje stopa do kraja godine, što je u skladu sa smanjenjem inflacijskih očekivanja, i to uglavnom zbog nižih cijena energenata i jačanja eura. Prinosi na dugoročne obveznice europskih država snažno su porasli u ožujku nakon najavljenog povećanja izdataka za obranu u Njemačkoj, a onda potencijalno i u drugim europskim državama s obzirom na to da je Europska komisija početkom ožujka iznijela plan ublažavanja proračunskih pravila i poticaja za povećanje izdataka za obranu. No, već početkom travnja ti su prinosi počeli padati kao reakcija na objavu predsjednika SAD-a o uvođenju dodatnih tzv. recipročnih carina u odnosu na ono što su tržišni sudionici očekivali, što je izazvalo nervozu investitora. Pritom je prinos na desetogodišnje američke obveznice u prvim tjednima nakon objave carina rastao, dok je euro ojačao u odnosu na američki dolar, a to potencijalno upućuje na veću orijentiranost investitora na europska financijska tržišta, koja se u trenutačnom okružju percipiraju kao sigurnije utočište. Odgoda provedbe tih carina na 90 dana i početak bilateralnih razgovora, uključujući razgovore s Kinom koji su rezultirali dogovorom o znatnom spuštanju carina u odnosu na inicijalne, primirili su stres na tržištima. Prinosi na dugoročne obveznice europskih država u svibnju su oscilirali oko razina s kraja travnja odnosno razina sličnih onima s početka godine. Pritom je tečaj eura prema dolaru dodatno aprecirao i dosegnuo najvišu razinu u posljednje tri godine.

Rast realnog BDP-a u Hrvatskoj bi se trebao postupno usporiti u sljedeće dvije godine u okružju iznimno povišene neizvjesnosti povezane s trgovinskim napetostima, iako će i nadalje biti relativno snažan. Nakon snažne ekspanzije u 2024. hrvatsko se gospodarstvo blago povećalo na početku 2025. godine, ali bi prema kraju godine rast mogao ponovno ojačati u okružju snažnog rasta zaposlenosti i dohodaka. Prema prvim procjenama DZS-a realni BDP u prvom se tromjesečju tako povećao za skromnih 0,3% u odnosu na kraj 2024. godine, ali takva kretanja djelomično odražavaju privremene čimbenike vezane uz bojkot maloprodajnih lanaca pa se osobna potrošnja u prvom tromjesečju smanjila u odnosu na kraj protekle godine. Do kraja godine očekuje se postupno jačanje tekućeg rasta, ali bi se očekivani godišnji rast mogao usporiti na 3,3%, s relativno visokih 3,9% ostvarenih u 2024. godini. Osobna bi potrošnja trebala najviše pridonositi rastu i u ovoj godini, no slabijim intenzitetom s obzirom na postupno usporavanje rasta zaposlenosti i plaća. Tako bi se rast zaposlenosti mogao usporiti s 3,3% u 2024. na 2,8% u 2025., uz nastavak pada stope anketne nezaposlenosti na ispod 5%. Nakon snažnog rasta prosječne nominalne bruto plaće od 15% u 2024., u 2025. se očekuje usporavanje na 9,5%, dok bi realne

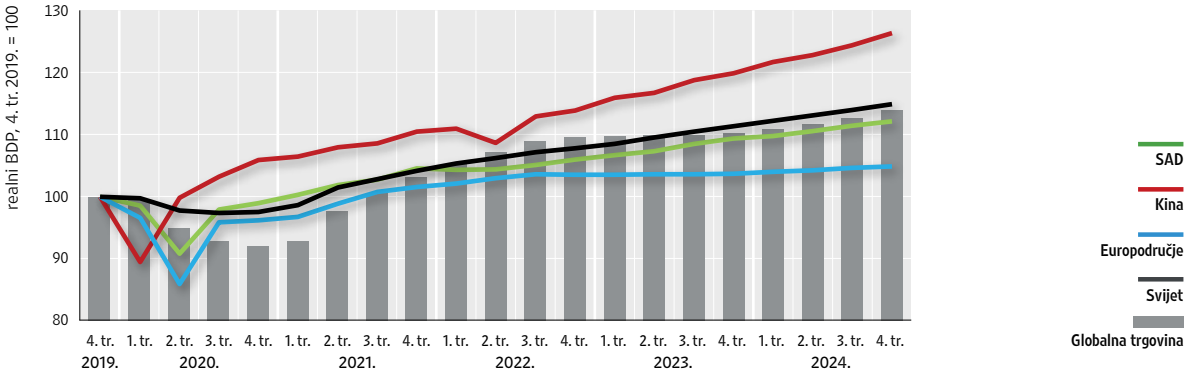
plaće mogle porasti za oko 6,5%, u usporedbi s oko 11,4% u 2024. Istodobno bi povećana neizvjesnost povezana s neizvjesnim izgledima za globalno gospodarstvo mogla potaknuti potrošače na oprez pa bi se stopa štednje mogla dodatno povećati s već povišene razine. Očekuje se rast i ostalih komponenata domaće potražnje, no također slabijim intenzitetom nego u 2024. Vanjska bi potražnja mogla ojačati unatoč trgovinskim napetostima, što bi moglo donekle ojačati rast izvoza robe i usluga. Valja napomenuti da su takva očekivanja podložna znatnoj neizvjesnosti jer počivaju na pretpostavci da će uz američke carine uvedene prije 2. travnja ove godine u ostatku godine na snazi ostati tzv. recipročne carine uz sniženu stopu od 10%. U takvom bi scenariju izravni učinci smanjenja hrvatskoga robnog izvoza na američko tržište, kao i neizravni učinci zbog slabije potražnje glavnih vanjskotrgovinskih partnera, mogli biti razmjerno ograničeni. Snažna domaća potražnja poticat će porast uvoza, koji bi trebao znatno nadmašiti rast izvoza pa bi doprinos neto izvoza rastu mogao i u 2025. ostati negativan. U 2026. godini i dalje se očekuje relativno snažan rast gospodarske aktivnosti, na razini od gotovo 3,0%, potaknut daljnjim jačanjem vanjske potražnje i daljnjim snažnim priljevom sredstava iz fondova EU-a. Rast realnih plaća mogao bi se nastaviti usporavati, iako će i dalje biti relativno snažan, što će podupirati rast osobne potrošnje.

Inflacija bi se u 2025. mogla usporiti treću godinu zaredom, na 3,6% mjereno harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC-om), nakon čega bi u 2026. mogla iznositi 2,6%. Inflacija mjerena nacionalnim indeksom potrošačkih cijena (IPC-om) mogla bi se usporiti na 2,8% u 2025. i na 2,2% u 2026. godini. Očekivano usporavanje inflacije u 2025. u najvećoj bi mjeri moglo odražavati usporavanje temeljne inflacije (koja ne uključuje cijene energije i hrane), čemu pridonosi očekivano usporavanje rasta plaća i osobne potrošnje, zatim prigušeni rast inozemne potražnje za uslugama povezanima s turizmom u uvjetima izraženog rasta cijena koje su se već uvelike približile prosjeku europodručja, kao i smanjivanje troškovnih pritisaka zbog jačanja eura i prelijevanja recentnog pada cijena energenata na ostale komponente inflacije. Osim toga, na smanjivanje inflacijskih pritisaka mogle bi djelovati i nove makrobonitetne mjere HNB-a. U manjoj mjeri usporavanju ukupne inflacije u 2025. moglo bi pridonijeti i smanjenje inflacije cijena hrane; za razliku od toga, prosječna godišnja stopa inflacije cijena energije mogla bi se ubrzati zbog rasta administrativnih cijena plina, električne i toplinske energije krajem 2024. i početkom 2025. godine. U 2026. se očekuje daljnje usporavanje ukupne inflacije zahvaljujući usporavanju inflacije svih glavnih komponenata.

1. Svjetsko gospodarstvo

Globalna gospodarska kretanja krajem 2024. i početkom 2025. bila su obilježena povećanom neizvjesnošću i trgovinskim napetostima koje su u travnju eskalirale u trgovinski rat između SAD-a i Kine, uz povećanje carina na američki uvoz iz ostalih zemalja. U takvim je uvjetima globalna gospodarska aktivnost rasla nešto sporije nego prethodne godine, posebno u zemljama s tržištima u nastajanju (Slika 1.1.). Ipak, kinesko se gospodarstvo, zahvaljujući fiskalnim poticajima i jačanju izvoza, ubrzalo krajem godine te je dosegnulo planiranu godišnju stopu rasta od 5%. U iščekivanju uvođenja carina kineski je izvozni sektor nastavio doprinositi gospodarskoj aktivnosti snažnijoj od očekivanja i tijekom prvog tromjesečja 2025. Istodobno je američko gospodarstvo, nakon snažnog rasta tijekom 2024., na početku 2025. počelo pokazivati znakove usporavanja, kao rezultat pogoršanog povjerenja i rasta neizvjesnosti glede utjecaja nove carinske politike na gospodarsku aktivnost i inflaciju. Promatrano na globalnoj razini, uslužni je sektor u većini zemalja i dalje glavni nositelj gospodarskog rasta, premda se i tu vide prvi znakovi usporavanja, ponajprije zbog slabljenja potrošačkog optimizma. Prerađivački sektor, koji se prije suočavao s izazovima energetske krize, izložen je sve većoj neizvjesnosti zbog trgovinske politike i njezina utjecaja na američko i globalno gospodarstvo.

Slika 1.1. Gospodarska aktivnost na najvećim tržištima i globalna trgovina

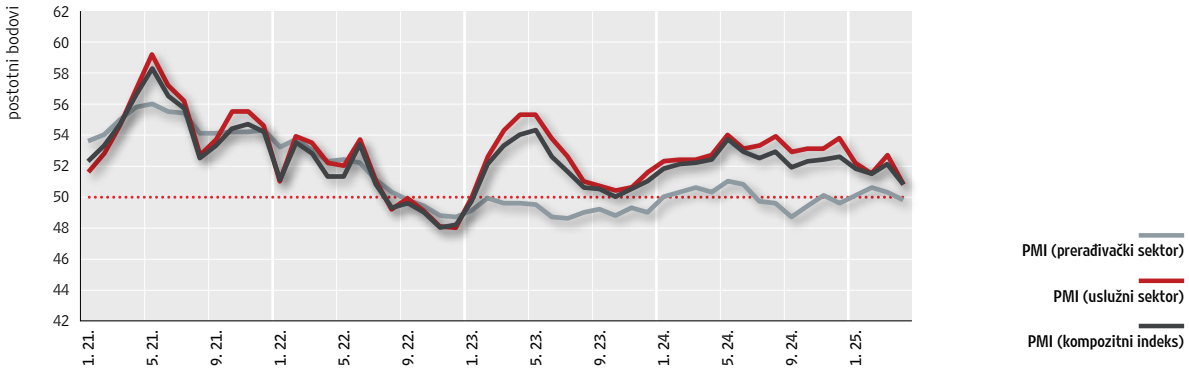


Izvori: Eurostat; BEA; NBS

Globalni kompozitni indeks menadžera nabave (PMI) snažno se usporio na početku drugog tromjesečja, a neizvjesnost zbog globalne trgovinske politike i nadalje je ključna prepreka stabilnijem gospodarskom rastu. Nakon blagog oporavka u ožujku, koji je signalizirao skroman rast globalnoga gospodarstva, u travnju je globalni PMI pao na najnižu razinu u posljednjih godinu i pol (Slika 1.2.). Usporavanje je bilo osobito izraženo u uslužnom sektoru, dok je u prerađivačkoj industriji zabilježen vrlo blag rast. Posebno zabrinjava pad inozemnih narudžba, koji je bio

najizraženiji još od kraja 2022. godine. Takva kretanja dodatno potvrđuju nastavak izražene neizvjesnosti i slabe izglede za snažniji globalni gospodarski zamah na početku drugog tromjesečja.

Slika 1.2. Pokazatelji pouzdanja za globalno gospodarstvo



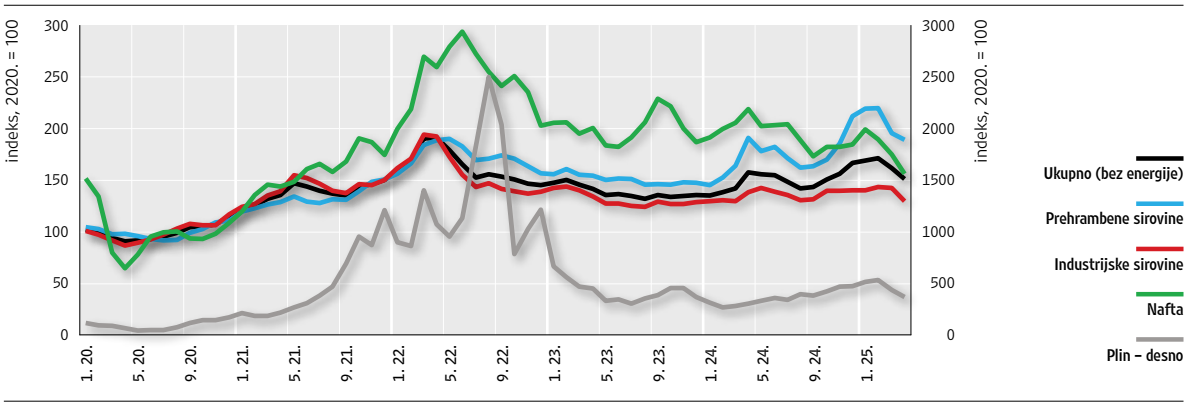
Napomena: Vrijednost indeksa PMI iznad 50 označuje ekspanziju, a vrijednost ispod 50 kontrakciju gospodarske aktivnosti. Podaci zaključno s travnjem.
Izvor: S&P Global

Globalna se trgovina potkraj 2024. i početkom 2025. godine dodatno dinamizirala, ali to je uglavnom posljedica najava da će se povećati američke carine i proširiti njihov obuhvat. Djelomični oporavak globalne potražnje, osobito za robom povezanom s energetskom tranzicijom, i dalje podupire trgovinsku aktivnost. Uz to, potražnja za međunarodno razmjenjivim uslugama poput turizma ostaje razmjerno snažna. Opskrbni lanci u velikoj su mjeri stabilizirani, iako su početak godine obilježili povremeni poremećaji povezani s ekstremnim vremenskim uvjetima, koji su nakratko pojačali pritiske u logističkom sektoru. Ipak, najveći utjecaj na dinamiziranje globalne trgovine krajem 2024. i početkom 2025. godine imale su najave nove američke administracije o proširenju carina i pooštravanju trgovinske politike, što je potaknulo američka poduzeća na dodatan uvoz robe u nastojanju da osiguraju zalihe prije stupanja novih mjera na snagu. Tako je američka trgovinska politika imala dvojak učinak na globalnu trgovinu, kratkoročno potičući trgovinsku aktivnost, ali istodobno povećavajući neizvjesnost u vezi s budućim kretanjima na globalnom tržištu.

Cijena energenata na svjetskom tržištu ostale su kolebljive i na početku 2025. godine, što se dodatno pojačalo nakon eskalacije trgovinskog rata i rasta neizvjesnosti zbog utjecaja američke trgovinske politike na globalno gospodarstvo. Nakon privremenog rasta u siječnju, potaknutog optimizmom glede globalnog rasta i potražnje iz Kine, cijene nafte počele su padati i početkom svibnja spustile su se ispod 60 USD/barel (Slika 1.3.). Glavni čimbenici koji su doprinijeli njihovu padu uključuju višak ponude na globalnom tržištu zbog povećane proizvodnje iz zemalja izvan OPEC-a (SAD, Brazil, Kanada) te sve slabiju potražnju u uvjetima povećane geopolitičke neizvjesnosti i trgovinske napetosti. Eskalacija trgovinskog rata početkom travnja unijela je dodatnu neizvjesnost i povećala zabrinutost s obzirom na moguće posljedice američke carinske politike na globalnu gospodarsku aktivnost, što je rezultiralo padom cijena nafte za čak 20% u samo nekoliko dana. Slična kretanja bilježila su se i kod cijena plina na europskom tržištu. Nakon što su cjenovni pritisci ojačali početkom godine zbog predviđanja nešto hladnije zime u sjeverozapadnoj Europi, cijene su ponovno počele padati te su se zahvaljujući vrlo visokim zalihama

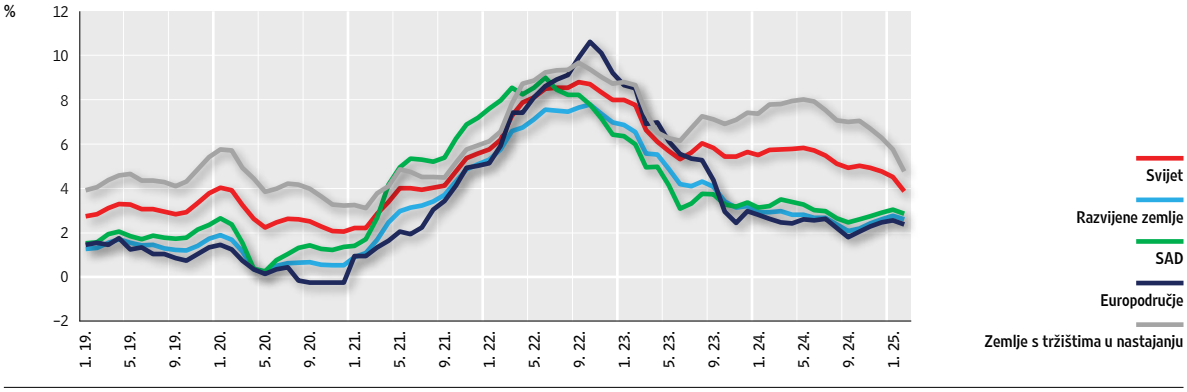
uskladištenog plina i očekivanom povećanju kapaciteta za LNG do sredine svibnja spustile ispod 35 EUR/MWh.

Slika 1.3. Cijene energenata i drugih sirovina



Izvor: HWWI (Euroland, EUR)

Slika 1.4. Globalna inflacija



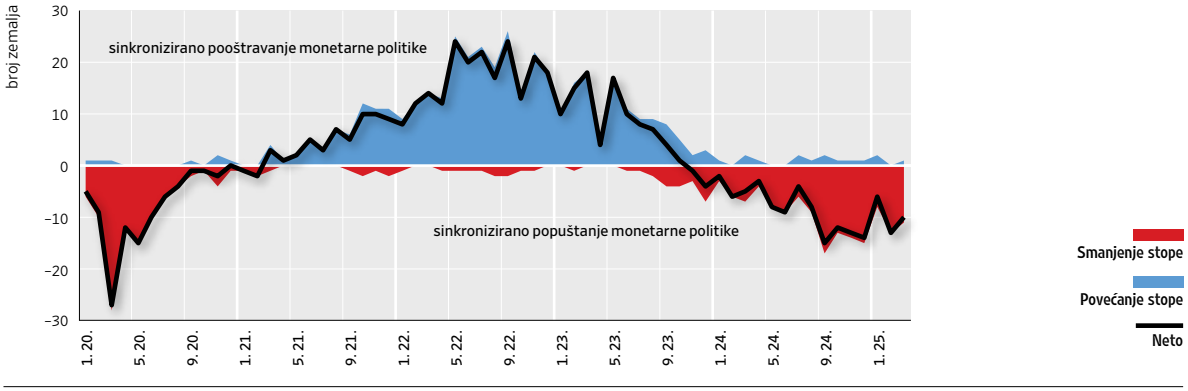
Izvori: Federal Reserve Bank of Dallas; prilagodba HNB-a

Nakon snažnog rasta krajem prošle godine, cijene većine sirovina bez energije na svjetskom tržištu smanjile su se u prvom i na početku drugog tromjesečja 2025., a posebice cijene prehrambenih sirovina. Promatramo li najvažnije poljoprivredne kulture, rast cijena pšenice i kukuruza ostao je prigušen, dok su cijene riže nastavile padati nakon ukidanja ograničenja za izvoz iz Indije, najvećega svjetskog izvoznika te kulture, što je dovelo do rasta ponude na globalnom tržištu. Što se tiče cijena kakaa, koje su u siječnju 2025. dosegnule vrhunac, pod utjecajem ograničenja na strani ponude izazvanih nepovoljnim klimatskim prilikama u sljedećim su se mjesecima djelomične korigirale, ali ostaju izrazito povišene u povijesnim okvirima. Slično je i kod cijena kave, koje su se tek u ožujku blago korigirale. Rast cijena industrijskih sirovina, posebice metala, također se usporio pod utjecajem povećane neizvjesnosti glede globalnoga gospodarskog rasta (Slika 1.3.).

Trend globalne dezinflacije dodatno se intenzivirao krajem 2024. i početkom 2025., premda su rizici povezani s trgovinskim i geopolitičkim napetostima ostali razmjerno povišeni. Taj je trend posebno vidljiv u zemljama s tržištima u nastajanju (Slika 1.4.), gdje su, uz pozitivne

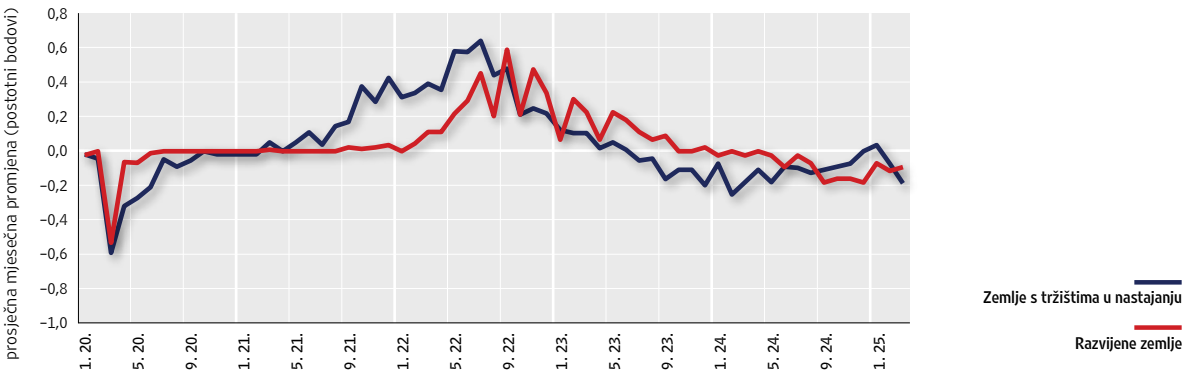
učinke pada cijena energenata i sirovina, počeli iščezavati i negativni učinci prijašnje deprecijacije tečaja njihovih valuta koji su doprinosili rastu cijena. Kod razvijenih zemalja trend smanjenja inflacije koji traje još od početka 2023. nastavio se i na početku 2025., ali sporijom dinamikom s približavanjem inflacije ciljanim razinama. U slučaju razvijenih zemalja i dalje je razmjerno ustrajna inflacija cijena usluga, čemu pridonose troškovni pritisci s tržišta rada te i nadalje naglašena potražnja za uslugama. Istodobno se inflacija cijena industrijske robe na globalnoj razini stabilizirala na vrlo niskim razinama. U takvim je okolnostima sve više središnjih banaka nastavilo popuštati monetarnu politiku (Slika 1.5.), pri čemu se intenzitet popuštanja usporava kako se inflacija približava ciljanim razinama, ali raste zabrinutost zbog mogućeg utjecaja američkih carina na globalnu inflaciju (Slika 1.6.).

Slika 1.5. Promjene smjera monetarne politike odabranih središnjih banaka



Napomena: Podaci prikazuju promjene ključnih kamatnih stopa 38 središnjih banaka.
Izvor: BIS

Slika 1.6. Promjene ključnih stopa središnjih banaka prema skupinama zemalja



Napomena: Podaci prikazuju prosječnu mjesečnu promjenu ključnih kamatnih stopa 38 središnjih banaka.
Izvor: BIS

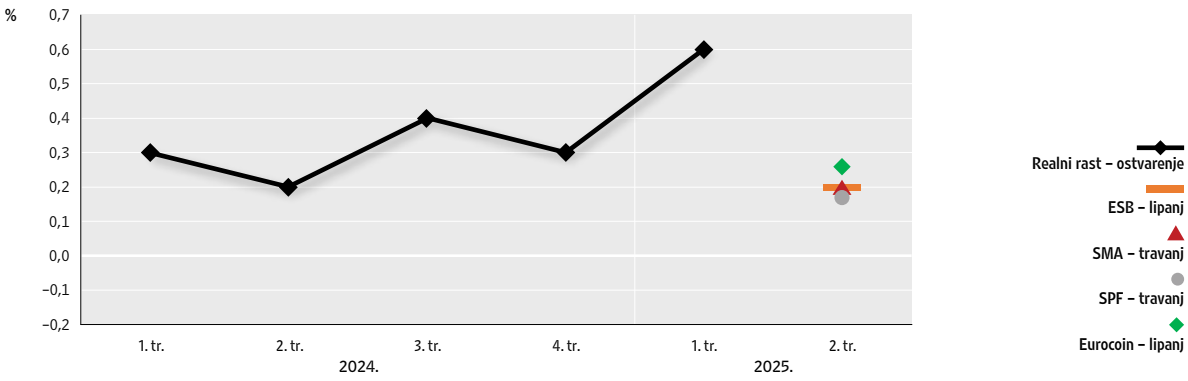
2. Europodručje

2.1. Realna kretanja

Gospodarska aktivnost europodručja u prvom je tromjesečju 2025. vidljivo ojačala. Takvim je kretanjima uvelike pridonio ubrzani izvoz, poglavito farmaceutskih proizvoda u SAD, neposredno prije povećanja carina. Prema preliminarnim podacima Eurostata rast realnog BDP-a europodručja iznosio je 0,6% na tromjesečnoj razini, pri čemu je od četiri najveća gospodarstva najbrži rast ostvarila Španjolska (0,6%), dok je u Njemačkoj (0,4%), Italiji (0,3%) i Francuskoj (0,1%) rast bio nešto sporiji. Pritom je tromjesečni rast gospodarske aktivnosti u prva tri mjeseca tekuće godine bio snažniji od očekivanog, prvenstveno zahvaljujući snažnom doprinosu Irske (Slika 2.1.1.). Isključujući Irsku, rast realnog BDP-a bio je tek nešto jači u odnosu na prošlu službenu projekciju ESB-a.

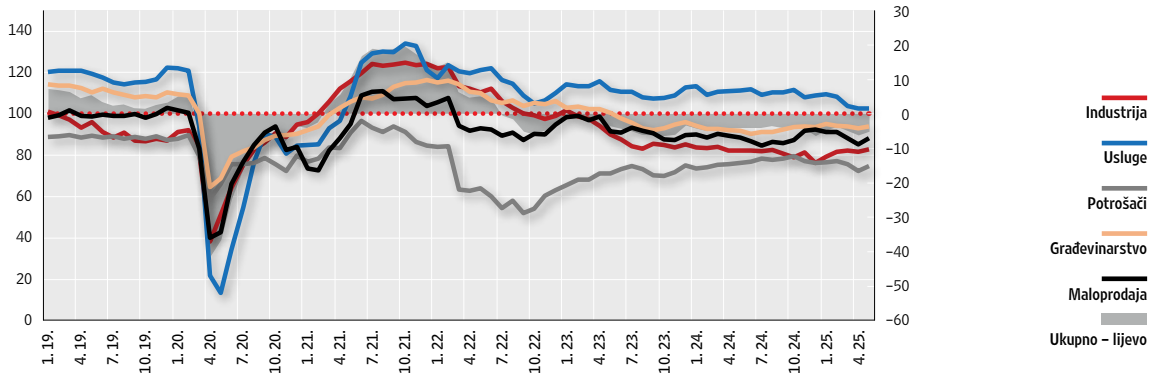
Većina procjena za drugo tromjesečje pokazuje da bi se rast mogao primjetno usporiti u uvjetima rasta neizvjesnosti i jačanja trgovinskih napetosti. Na usporavanje gospodarstva sredinom ove godine upućuju i dostupni visokofrekventni pokazatelji. Tako je indeks menadžera nabave (PMI) u uslužnom sektoru u travnju prešao u fazu kontrakcije, dok se indeks ekonomskog raspoloženja (ESI) u uslugama dodatno pogoršao, što upućuje na razmjerno slaba ostvarenja u uslužnom sektoru tijekom drugog tromjesečja. S druge strane, oporavak indeksa menadžera nabave u industriji, koji je započeo još u siječnju, nastavio se i tijekom drugog tromjesečja, a to se vjerojatno donekle može povezati s najavom povećanih ulaganja u obranu i infrastrukturu.

Slika 2.1.1. Gospodarska aktivnost u europodručju



Napomena: Kratica ESB – lipanj odnosi se na ESB-ovu projekciju iz lipnja 2025. Kratice SMA (engl. *Survey of Monetary Analysts*) i SPF (engl. *Survey of Professional Forecasters*) odnose se na rezultate ESB-ovih anketa tržišnih sudionika iz travnja. Indikator Eurocoin razvila je Banka Italije, a predstavlja brzu modelsku procjenu tromjesečne promjene realnog BDP-a europodručja izvedene iz dostupnih visokofrekventnih podataka (ocjena iz svibnja).
Izvor: Eurostat

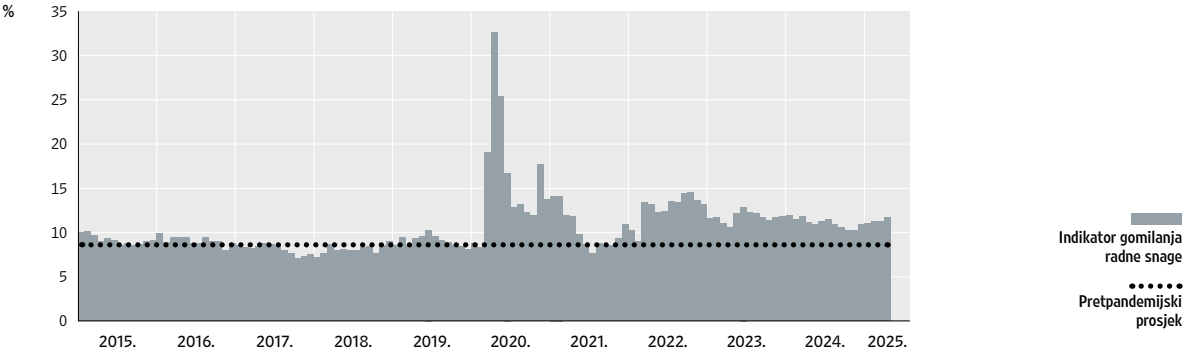
Slika 2.1.2. Pokazatelji ekonomskog raspoloženja za europodručje



Napomena: Vrijednost ukupnog indeksa iznad (ispod) 100 označuje vrijednosti veće (manje) od dugoročnog prosjeka.
Izvor: Eurostat

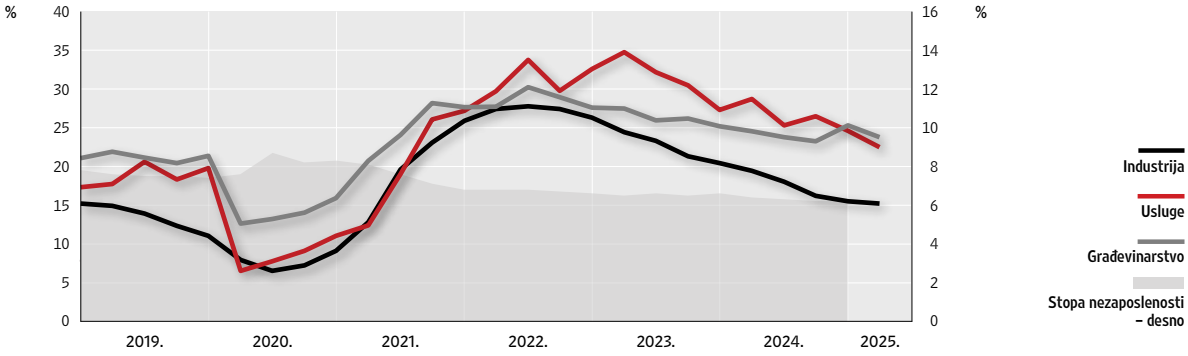
Tržište rada u europodručju ostalo je vrlo robusno na početku godine, no prisutni su znakovi daljnjeg slabljenja potražnje za radom. Nezaposlenost je na povijesno niskim razinama, a stopa nezaposlenosti tijekom prvog tromjesečja dodatno se smanjila (6,2% krajem ožujka), dok se rast zaposlenosti blago ubrzao u odnosu na 2024. godinu. Istodobno se nastavio smanjivati broj poduzeća koji nedostatak radne snage navodi kao glavnu zapreku poslovanju, i to najviše u uslugama, gdje je primjetljivo i pogoršanje ekonomskog raspoloženja (Slika 2.1.4.). Rast nominalnih plaća i dalje je povišen u odnosu na povijesne razine pa je prosječna naknada po zaposleniku u 2024. porasla tako za 4,5% u odnosu na 2023. godinu (5,3%). Pritom je vidljivo kontinuirano usporavanje tog rasta (s 4,8% početkom godine na 4,1% u četvrtom tromjesečju), a naznake daljnjeg usporavanja rasta plaća pruža i sporiji rast ugovorenih plaća u europodručju početkom 2025.

Slika 2.1.3. Indikator gomilanja radne snage u europodručju



Napomena: Indikator gomilanja radne snage (engl. *labour hoarding indicator*) izveden je iz ankete poduzeća (očekivanja glede domaćeg proizvoda i zaposlenosti). Pretpandemijski prosjek odnosi se na prosječno stanje indikatora u razdoblju od 2015. do 2019. godine.
Izvor: Europska komisija

Slika 2.1.4. Manjak radne snage i stopa nezaposlenosti u europodručju

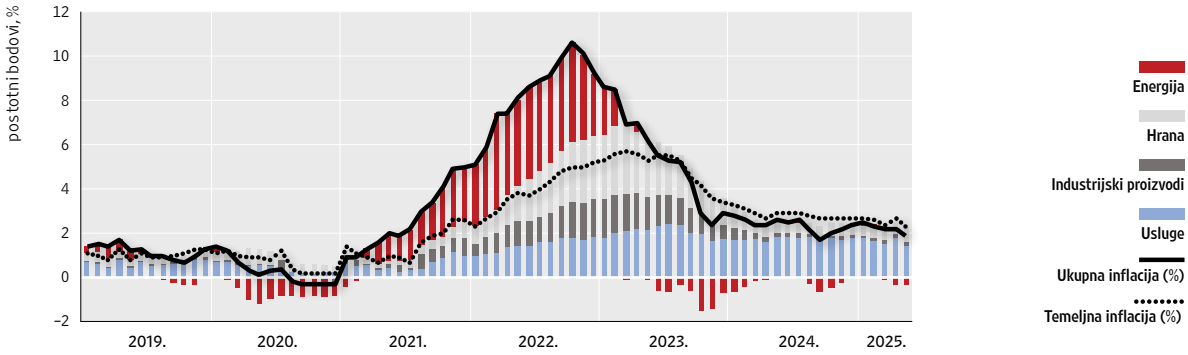


Napomena: Manjak radne snage mjeren je tromjesečnom anketom te prikazuje postotak poduzeća koja se izjašnjavaju da je manjak radne snage glavna prepreka poslovanju.
Izvori: Europska komisija; Eurostat

2.2. Cjenovna kretanja

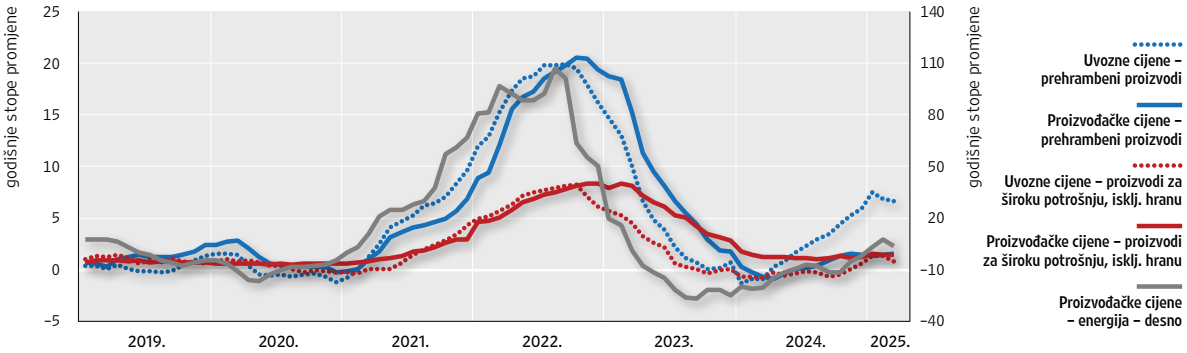
Tijekom prvih pet mjeseci 2025. inflacija u europodručju znatno se usporila. Inflacija, mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena, u svibnju se tako smanjila na 1,9% s 2,4% u prosincu 2024. godine (Slika 2.2.1.), što ponajviše odražava usporavanje inflacije cijena energije (na –3,6% s 0,1%) zbog pojeftinjenja sirove nafte na svjetskom tržištu, te usporavanje inflacije cijena usluga (na 3,2% s 4,0%). Nasuprot tome, inflacija cijena hrane povećala se na 3,3%, s 2,6% zabilježenih u prosincu, što je u cijelosti rezultat većeg doprinosa cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda. Ubrzavanje inflacije cijena neprerađene hrane djelomično odražava nepovoljne učinke baznog razdoblja, odnosno postupno isključivanje neuobičajeno niskih stopa mjesečne inflacije ostvarenih u istom razdoblju 2024. iz izračuna godišnje stope inflacije.

Slika 2.2.1. Pokazatelji inflacije u europodručju



Napomena: Temeljna inflacija mjerena je harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena koji isključuje cijene energije, hrane, alkohola i duhana.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

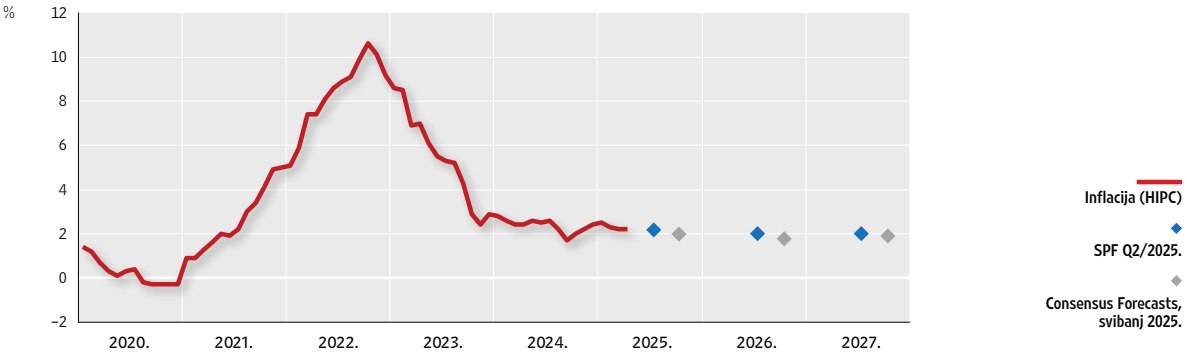
Slika 2.2.2. Pokazatelji inflacijskih pritisaka u cjenovnom lancu u europodručju



Napomene: Proizvođačke cijene odnose se na domaće tržište. Cijene prehrambenih proizvoda uključuju pića i duhan.
Izvor: Eurostat

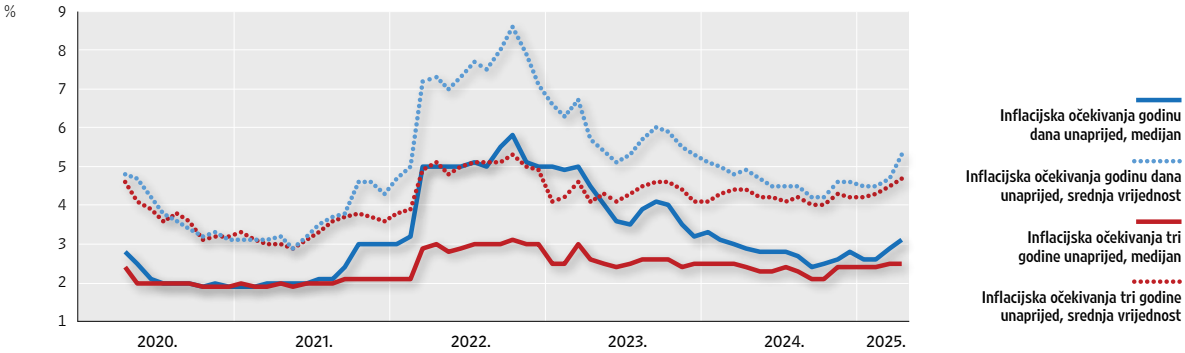
Temeljna inflacija (koja isključuje cijene energije i hrane) u europodručju se pod utjecajem kretanja inflacije cijena usluga tijekom prvih pet mjeseci 2025. usporila na 2,3% s 2,7% u prosincu 2024. Inflacija cijena usluga tijekom prva tri mjeseca 2025. i u svibnju usporavala se u uvjetima postupnog usporavanja rasta plaća, koje smanjuje inflatorne pritiske osobito u radno intenzivnim uslužnim djelatnostima. Privremeni porast inflacije cijena usluga u travnju na razinu od 4,0% s kraja prošle godine bio je povezan sa znatnim ubrzavanjem inflacije cijena zračnoga putničkog prijevoza i paket-aranžmana. U svibnju se inflacija cijena usluga spustila na 3,2%, što je najniža razina u posljednje tri godine. Za razliku od toga, inflacija cijena industrijskih proizvoda tijekom prvih pet mjeseci 2025. bila je niska i stabilna te se kretala oko dugoročne vrijednosti iz pretpandemijskog razdoblja od 0,6%. Niskoj inflaciji cijena industrijskih proizvoda pogoduju blagi inflatorni pritisci u opskrbnom lancu (Slika 2.2.2.), koji se ogledaju u niskim stopama rasta proizvođačkih i uvoznih cijena potrošačkih dobara (isključujući hranu i energiju).

Slika 2.2.3. Kratkoročna i srednjoročna inflacijska očekivanja profesionalnih prognostičara u europodručju



Napomena: SPF Q2/2025. (engl. *Survey of Professional Forecasters*) odnosi se na rezultate ESB-ove ankete stručnjaka za prognoziranje koja je provedena od 1. do 4. travnja 2025.
Izvori: *Survey of Professional Forecasters* **(SPF), ESB;** *Consensus Forecasts*

Slika 2.2.4. Kratkoročna i srednjoročna inflacijska očekivanja potrošača u europodručju



Izvor: *Consumer Expectations Survey* **(CES) – travanj 2025., ESB, 28. svibnja 2025.**

Rezultati ESB-ove ankete za drugo tromjesečje 2025. pokazuju da profesionalni prognostičari očekuju usporavanje inflacije u europodručju na 2,2% u 2025. te na 2,0% u 2026. i 2027. godini (Slika 2.2.3.). Prognostičari smatraju da bi povećanje američkih carina moglo imati blagi učinak na povećanje inflacije u europodručju u kratkom roku, pri čemu su rizici povezani s intenzitetom tog učinka vrlo izraženi jer on uvelike ovisi o opsegu i intenzitetu mogućih protumjera Europske unije. Usto, povećanje izdataka za obranu moglo bi imati blagi učinak na porast inflacije u srednjem roku. Kada je riječ o inflacijskim očekivanjima potrošača, iz ESB-ove ankete (Slika 2.2.4.) vidljivo je da su kratkoročna očekivanja u europodručju (za godinu dana unaprijed, medijan) u travnju iznosila 3,1%, a srednjoročna očekivanja (za tri godine unaprijed, medijan) 2,5% te su oba pokazatelja bila viša u odnosu na razine s kraja 2024. godine.

2.3. Monetarna politika

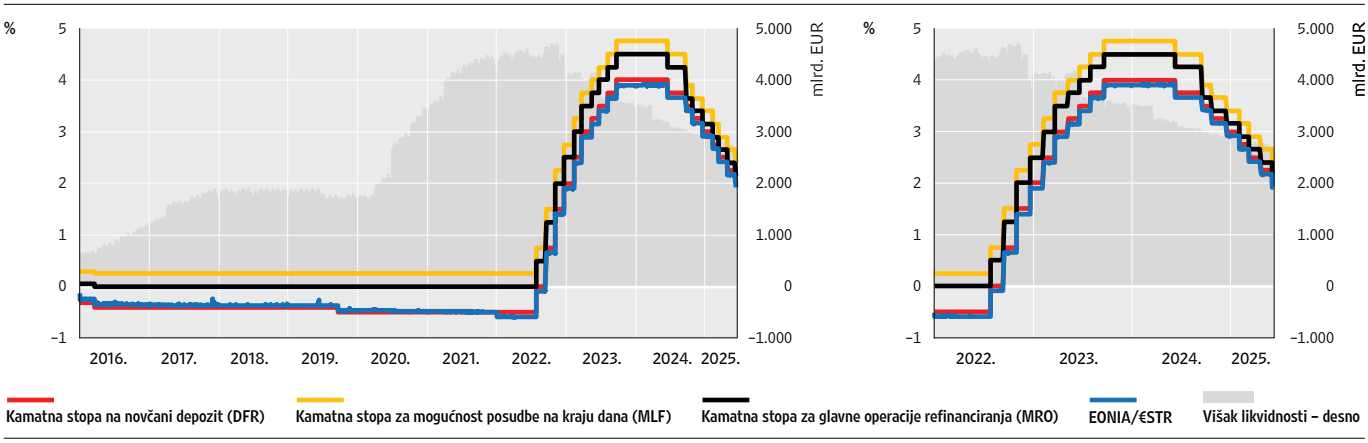
Upravno vijeće ESB-a smanjilo je ključne kamatne stope za 25 baznih bodova na sastanku održanom 5. lipnja, stoga se nastavilo postupno ublažavanje karaktera monetarne politike započeto u lipnju prethodne godine. Upravno vijeće tako je u posljednjih dvanaest mjeseci u osam navrata smanjilo kamatnu stopu na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke (engl. *deposit facility rate*, DFR, koja je u trenutnim uvjetima visokih viškova likvidnosti relevantan pokazatelj monetarne politike ESB-a), i to za 200 baznih bodova, nakon što je ključne kamatne stope držalo stabilnima od rujna 2023. godine. Navedeno ublažavanje monetarne politike uslijedilo je nakon najsnažnijeg ciklusa pooštravanja od uvođenja eura kao valute, tijekom kojeg su ključne kamatne stope u razdoblju od srpnja 2022. do rujna 2023. godine porasle za 450 baznih bodova.

U obrazloženju odluke Upravno vijeće naglasilo je da je inflacija trenutačno na razinama oko srednjoročnog cilja od 2% te da većina pokazatelja temeljne inflacije upućuje na postojano stabiliziranje inflacije na tim razinama. Rast plaća primjetno se smanjuje, iako je i dalje povišen, a dobit poduzeća ublažava utjecaj porasta troška rada na inflaciju. Očekuje se da će neizvjesnost povezana s trgovinskom politikom američke administracije nepovoljno utjecati na poslovna ulaganja i izvoz, posebno u kratkom roku. No, oporavak cijena vrijednosnih papira i smanjenje prinosa na obveznice europskih država smanjili su opasnost da povećana neizvjesnost

i kolebljivost cijena na financijskim tržištima pooštre uvjete financiranja. Također, rastuća državna ulaganja u obranu i infrastrukturu u sve će većoj mjeri podupirati rast tijekom srednjeg roka. Zamjetan rast realnih dohodaka u posljednjim godinama i snažno tržište rada, u kombinaciji s povećanom štednjom akumuliranom u proteklom razdoblju, omogućit će veću potrošnju kućanstava, što bi s povoljnijim uvjetima financiranja trebalo pridonijeti otpornosti gospodarstva na globalne šokove.

Odlukom u lipnju kamatna stopa na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke smanjena je s 2,25% na 2,00%, kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja (engl. *main refinancing operations*, MRO) s 2,40% na 2,15% te kamatna stopa na mogućnost posudbe na kraju dana (engl. *marginal lending facility*, MLF) s 2,65% na 2,40%. Upravno vijeće odlučno je u tome da postojano stabilizira inflaciju na srednjoročnoj ciljanoj razini od 2%. U sadašnjim uvjetima iznimne neizvjesnosti odluke o primjerenoj razini kamatnih stopa na svakom će se sastanku i nadalje zasnivati na pristiglim podacima (engl. *data-dependent and meeting-by-meeting approach*). Pritom se Upravno vijeće ne opredjeljuje unaprijed za određenu dinamiku promjene stopa.

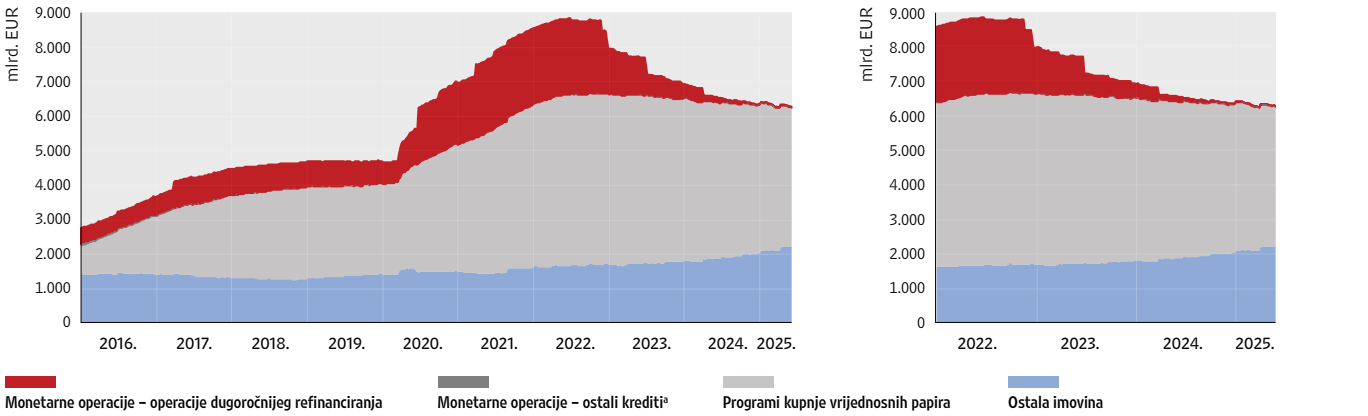
Slika 2.3.1. Ključne kamatne stope ESB-a



Izvor: ESB

Bilanca Eurosustava nastavlja se postupno smanjivati. Banke su sredinom prosinca 2024. otplatile preostale iznose pozajmljene u sklopu ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja pa je završio taj dio normalizacije bilance. Portfelj nastao u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (engl. *asset purchase programme*, APP) i portfelj hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase programme*, PEPP) Eurosustava nastavljaju se smanjivati umjerenim i predvidivim tempom, pri čemu se glavnice dospjelih vrijednosnih papira APP-a ne reinvestiraju od srpnja 2023., a reinvestiranje PEPP-a završeno je krajem prošle godine. S druge strane, smanjenje bilance ublažava nastavak rasta ostale imovine koja nije vezana uz provođenje monetarne politike. Pritom se porastom u nemonetarnoj imovini posebno ističe zlato, čija se vrijednost u bilanci Eurosustava zamjetno povećala od početka 2024. zbog rasta cijene zlata na financijskim tržištima.

Slika 2.3.2. Bilanca Eurosustava



[a] Ostali krediti uključuju glavne operacije refinanciranja, obratne operacije fine prilagodbe, obratne strukturne operacije, mogućnost posudbe na kraju dana te kredite vezane uz poziv na uplatu marže.
Napomena: Sivom i crvenom bojom prikazane su monetarne stavke aktive bilance Eurosustava, a plavom nemonetarne.
Izvor: ESB

2.4. Financijska tržišta i bankovni sustav

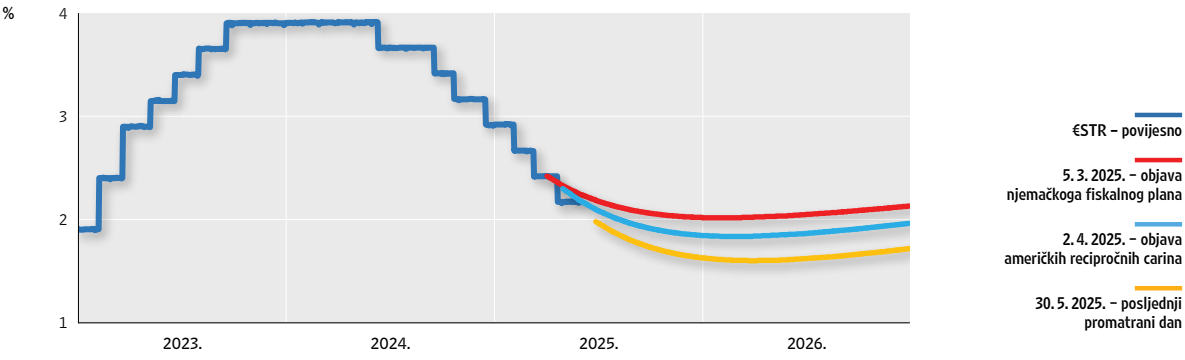
Kamatne stope na novčanom tržištu od početka godine nalaze se na silaznoj putanji i u potpunosti su prenijele višestruko smanjenje ključnih kamatnih stopa ESB-a. Nakon što je ESB u travnju ponovno snizio ključne kamatne stope za 25 baznih bodova, stopa €STR, koja je referentna kamatna stopa za novčano tržište, pala je na 2,2% te se na toj razini zadržala do kraja svibnja, a na kraju prošle godine iznosila je 2,9%. Tržišni sudionici očekuju daljnje smanjivanje stopa do kraja godine. Terminska se krivulja stope €STR nakon objave američke administracije o uvođenju recipročnih carina u travnju pomaknula prema nižim vrijednostima (pomak na žutu liniju, Slika 2.4.1.). Na ovu promjenu utjecali su, prije svega, pad cijena energenata i jačanje eura, što je tržišne sudionike potaknulo na smanjenje inflacijskih očekivanja.

Cijene obveznica europskih zemalja posebno su bile kolebljive tijekom ožujka i travnja kada su zabilježeni povijesno veliki dnevni i tjedni pomaci, no cijene su na kraju svibnja naposljetku bile slične onima s početka godine. Početkom ožujka u Njemačkoj je predložen fiskalni plan koji predviđa povećano zaduživanje za obranu kao i osnivanje posebnog fonda od 500 mlrd. EUR za investicije u infrastrukturu i klimu. Za provedbu takvog plana bila je potrebna promjena ustava, koju je njemački parlament u ožujku i donio. Najavljeno povećanje fiskalnih izdataka početkom ožujka potaknulo je snažan rast prinosa na njemačke desetogodišnje obveznice, koji su 5. ožujka porasli za oko 30 baznih bodova na 2,8%, što je najveći dnevni skok još od ujedinjenja Njemačke 1990. Prinos na dugoročne državne obveznice europodručja ponderiran BDP-om porastao je tek nešto slabije taj dan, za 27 baznih bodova na 3,3%, zahvaljujući relativno stabilnim razlikama prinosa zemalja članica europodručja u odnosu na njemački prinos. Europski dugogodišnji prinosi preokrenuli su smjer i počeli padati već početkom travnja kao reakcija na objavu predsjednika SAD-a o uvođenju tzv. recipročnih carina. Iako je odluka bila prije najavljena, objavljene carine bile su više nego što su tržišni sudionici očekivali. Nervoza investitora bila je, između ostalog, vidljiva u većem alociranju sredstava u imovinske klase koje se obično percipiraju kao sigurnija utočišta. U skladu s tim prinos na njemačku desetogodišnju obveznicu pao je s 2,7% na kraju ožujka na razine blizu 2,4% na kraju travnja, dok je prinos na dugoročne državne obveznice

europodručja ponderiran BDP-om pao s 3,2% na kraju ožujka na 2,9% na kraju travnja. Slično se kretao i desetogodišnji prinos na hrvatske obveznice, koji je na kraju ožujka iznosio 3,4%, a na kraju travnja spustio se na 3,1% (Slika 2.4.3.). Odgoda provedbe američkih recipročnih carina na 90 dana i početak bilateralnih razgovora, uključujući razgovore s Kinom koji su rezultirali dogovorom o značajnom spuštanju carina u odnosu na inicijalno planirane, primirili su stres na tržištima te su u svibnju prinosi oscilirali oko razina s kraja travnja.

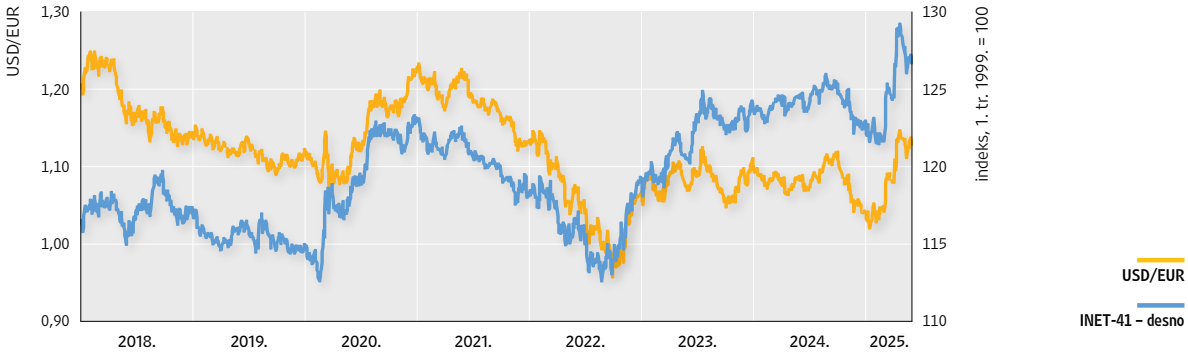
Tečaj eura prema američkom dolaru snažno je aprecirao od kraja prošle godine te je dosegnuo najvišu razinu u posljednje tri godine. Na aprecijaciju tečaja eura prema američkom dolaru na početku godine vjerojatno je, između ostalog, snažno utjecala sve veća zabrinutost tržišnih sudionika da bi američko gospodarstvo moglo ući u recesiju. Euro je osobito snažno aprecirao početkom ožujka nakon najavljenog povećanja izdataka za obranu u Njemačkoj, a onda potencijalno i u drugim europskim zemljama s obzirom na to da je Europska komisija početkom ožujka iznijela plan ublažavanja proračunskih pravila i poticaja za povećanje izdataka za obranu. Još jedna snažna epizoda jačanja eura dogodila se neposredno nakon objave predsjednika SAD-a o uvođenju tzv. recipročnih carina, unatoč rastu američkih prinosa. Moguće je da je do toga došlo, između ostalog, zbog nepredvidljivosti američke politike pa su investitori počeli zahtijevati višu premiju za rizik i stoga se više orijentirati prema europskoj imovini. Tečaj eura prema američkom dolaru na kraju svibnja kretao se na razinama oko 1,13 USD/EUR, što je deprecijacija od 9% u odnosu na razinu s kraja prošle godine, a ujedno i najviša razina u posljednje tri godine. U istom razdoblju nominalni efektivni tečaj eura prema košarici valuta glavnih trgovinskih partnera europodručja aprecirao je gotovo za 4% (Slika 2.4.2.). Euro je, osim prema američkom dolaru, ojačao prema većini ostalih valuta glavnih trgovinskih partnera europodručja, pri čemu je jačanje nominalnoga efektivnog tečaja eura bilo ublaženo poglavito slabljenjem eura prema švicarskom franku, češkoj kruni i švedskoj kruni.

Slika 2.4.1. Terminska krivulja stope €STR



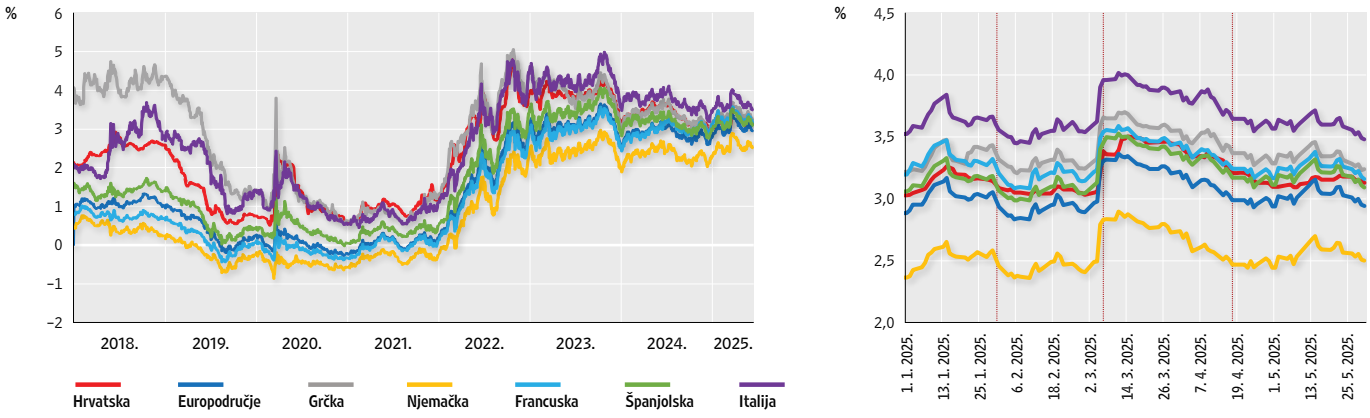
Napomena: Terminska krivulja procjenjuje se s pomoću stope iz promptnoga prekonoćnoga indeksiranog ugovora o razmjeni (engl. *overnight indexed swap rate, OIS*). Terminske krivulje označuju odabrane terminske krivulje formirane na odabrane datume oko ključnih događaja te na posljednji promatrani dan (30. 5. 2025.)
Izvori: Bloomberg; izračun HNB-a

Slika 2.4.2. Tečajevi izabranih valuta prema euru i nominalni efektivni tečaj eura



Napomena: INET-41 je indeks nominalnoga efektivnog tečaja eura prema 41 najvažnijem trgovinskom partneru europodručja. Rast tečaja predstavlja aprecijaciju eura. Zadnji je podatak za 30. 5. 2025.
Izvor: ESB

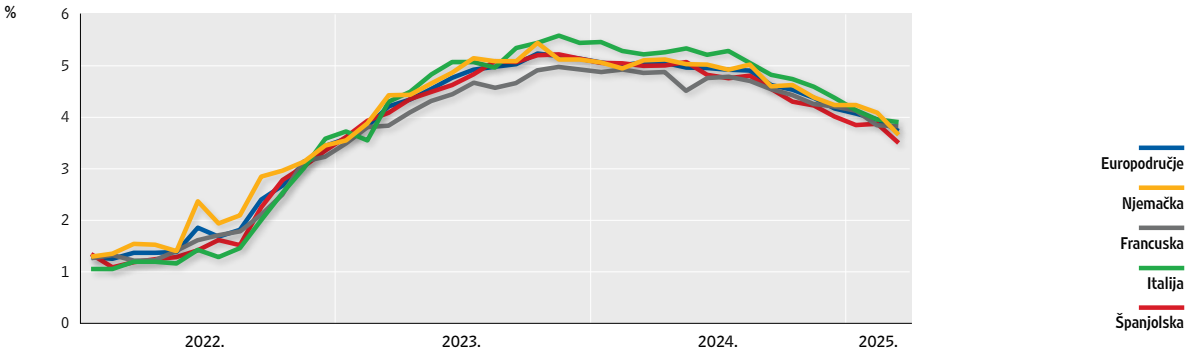
Slika 2.4.3. Prinosi na dugoročne državne obveznice s preostalim dospijećem od oko 10 godina



Napomena: Prinosi za europodručje ponderirani su udjelom u BDP-u uključenih zemalja. Europodručje ne uključuje podatke za Litvu, Latviju, Estoniju, Luksemburg i Maltu. Crvenim isprekidanim linijama označeni su sastanci Upravnog vijeća ESB-a u prikazanom razdoblju.
Izvori: Bloomberg; Eurostat; izračun HNB-a

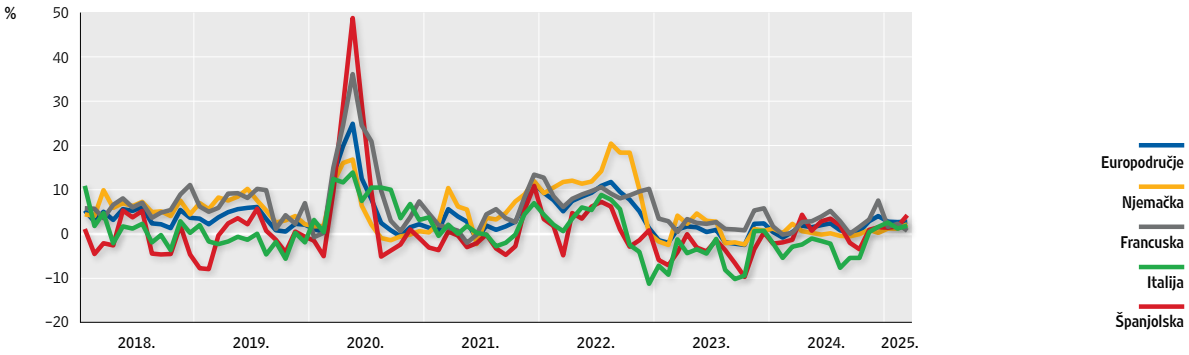
Kamatne stope banaka na kredite poduzećima i stanovništvu u europodručju nastavile su se postupno smanjivati, pri čemu se kreditna aktivnost nastavila postupno oporavljati. Na razini europodručja prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima iznosila je u ožujku 3,7% (Slika 2.4.4.), što je za 44 bazna boda niže nego u prosincu 2024. godine. Kod stanovništva je prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene stambene kredite u ožujku iznosila 3,3% (Slika 2.4.6.), odnosno za 2 bazna boda niže nego na kraju prošle godine. Porast dugoročnih kamatnih stopa na financijskim tržištima tijekom prve polovine godine usporio je transmisiju ključnih kamatnih stopa ESB-a na troškove stambenog financiranja u odnosu na kredite poduzećima jer stambeni krediti imaju dulje prosječno dospijeće i u većoj se mjeri odobravaju uz fiksne kamatne stope. Tromjesečne anualizirane stope rasta kredita nefinancijskim poduzećima (Slika 2.4.5.) bile su pozitivne tijekom prva tri mjeseca 2025. u sve četiri najveće zemlje europodručja, a nastavio se i postupni oporavak stambenoga kreditiranja (Slika 2.4.7.).

Slika 2.4.4. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima



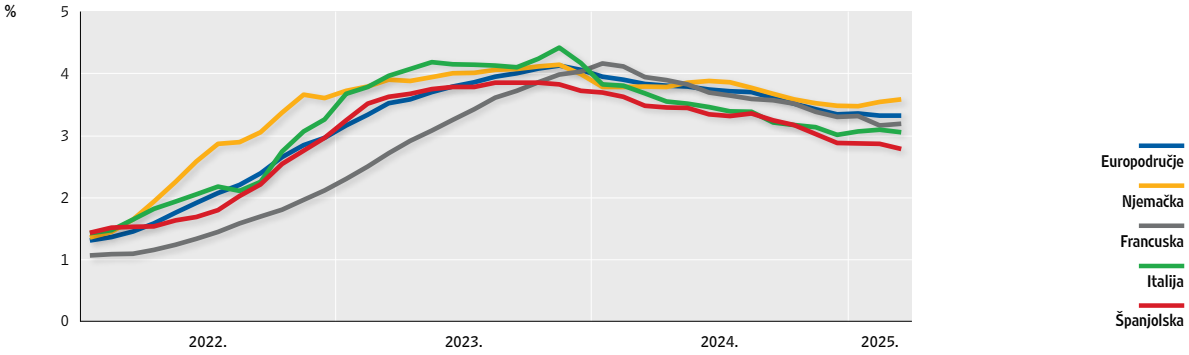
Izvor: ESB

Slika 2.4.5. Kreditni zamah (moment) u europodručju (poduzeća)



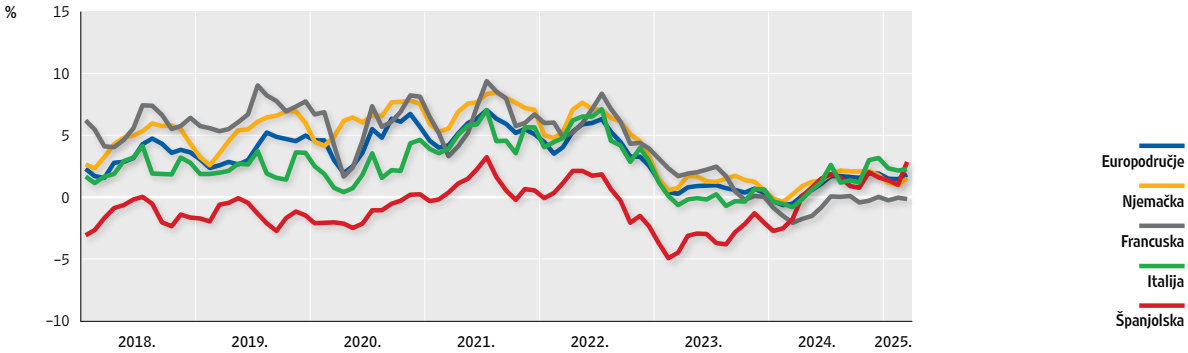
Izvori: ESB; izračun HNB-a

Slika 2.4.6. Kamatne stope na prvi put ugovorene stambene kredite stanovništvu



Izvor: ESB

Slika 2.4.7. Kreditni zamah (moment) u europodručju (stambeni krediti stanovništvu)



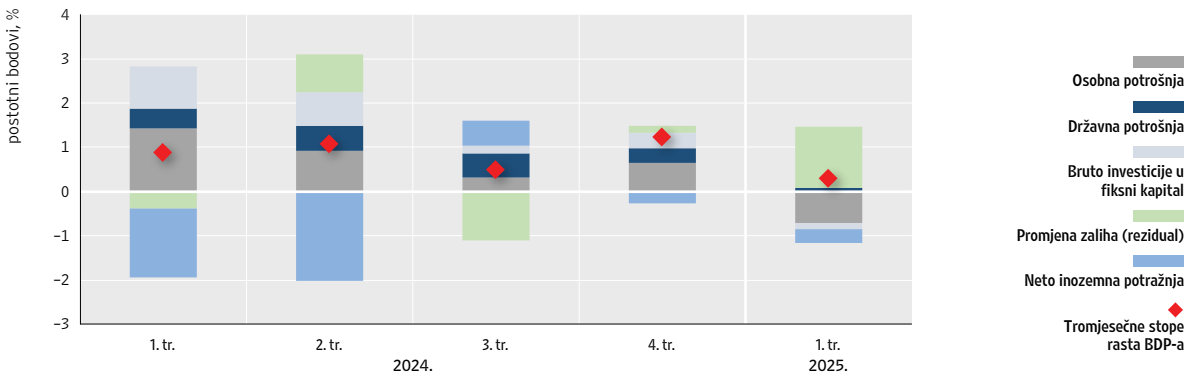
Izvori: ESB; izračun HNB-a

3. Hrvatsko gospodarstvo

3.1. Realna kretanja

Nakon što se na razini cijele 2024. rast realnog BDP-a ubrzao na relativno visoku razinu od 3,9%, na početku 2025. rast se ekonomske aktivnosti snažno usporio. Tako je realni BDP u prva tri mjeseca porastao relativno skromno za 0,3% na tromjesečnoj razini (Slika 3.1.1.), odnosno za 2,9% u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine. Usporavanje rasta pritom bi se moglo povezati s privremenim čimbenicima povezanima s bojkotom maloprodajnih lanaca, što je rezultiralo padom osobne potrošnje u odnosu na prethodno tromjesečje, unatoč nastavku snažnog rasta realnoga raspoloživog dohotka kućanstava. Osim toga, smanjile su se i investicije u odnosu na prethodno tromjesečje, dok je doprinos snažnog rasta izvoza poništilo intenziviranje rasta uvoza, pa je neto inozemna potražnja također dala negativan doprinos na tromjesečnoj razini. Usporio se i rast državne potrošnje, dok su, s druge strane, zalihe, koje uključuju i statističku diskrepanciju, pozitivno pridonijele ukupnom rastu, što bi djelomice mogla biti posljedica i bojkota trgovačkih lanaca. Promatrajući po glavnim djelatnostima, usporavanje rasta u prvom tromjesečju uvelike odražava spomenuti pad u trgovini, iako su i u većini drugih djelatnosti zabilježena nepovoljna kretanja. Dostupni podaci za početak drugog tromjesečja, međutim, upućuju na ponovno vidno jačanje gospodarskog rasta.

Slika 3.1.1. Doprinosi tromjesečnoj promjeni realne gospodarske aktivnosti

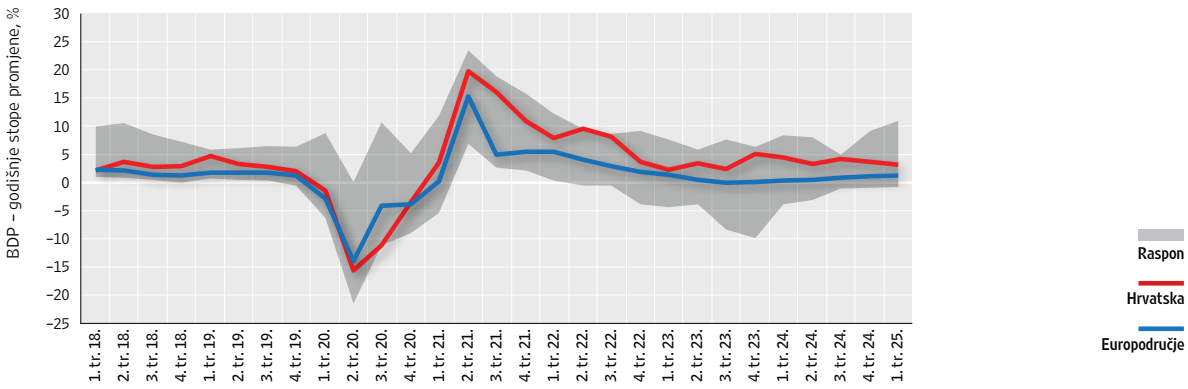


Izvor: Eurostat

Nakon dvije godine uzastopnog rasta, osobna je potrošnja u prvom tromjesečju 2025. pala relativno snažno (1,2%) u odnosu na prosjek prethodna tri mjeseca (Slika 3.1.4.). Taj pad odražava utjecaj bojkota maloprodajnih lanaca, koji je bio najsnažniji u siječnju i osobito veljači, a u ožujku je oslabio. Tako je realni promet od trgovine na malo u prvom tromjesečju bio manji za 0,9% u odnosu na prosjek posljednjeg tromjesečja 2024., što je povezano s padom u siječnju i veljači, a u ožujku se maloprodaja vidno oporavila. Istodobno je realni raspoloživi dohodak kućanstava nastavio snažno rasti u okružju snažnog tržišta rada te zamjetnog rasta zaposlenosti i plaća, što je bilo praćeno usporavanjem inflacije. Rastu plaća na samom početku godine pridonijelo je i znatno povećanje minimalne plaće. S obzirom na rast dohodaka i pad osobne potrošnje, stopa

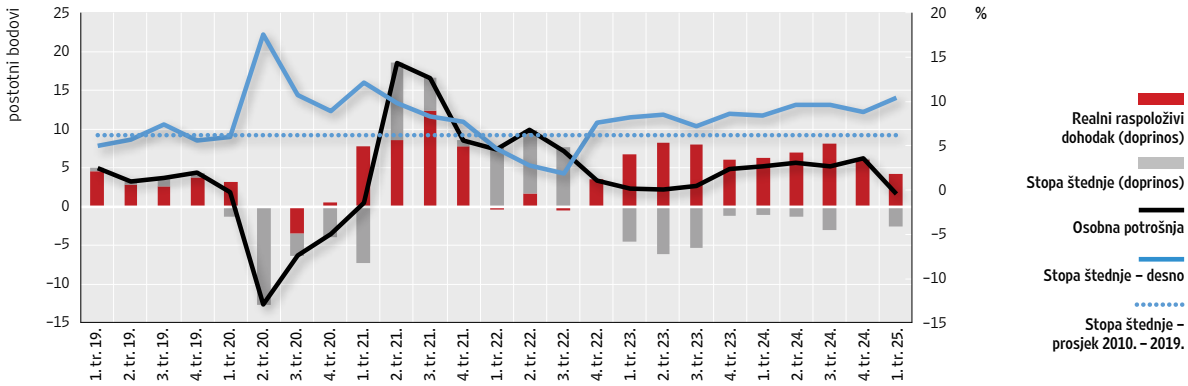
štednje, koja je znatno porasla prošle godine i dosegla visoku razinu, na početku 2025. dodatno se povećala.

Slika 3.1.2. Kretanje gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj i europodručju



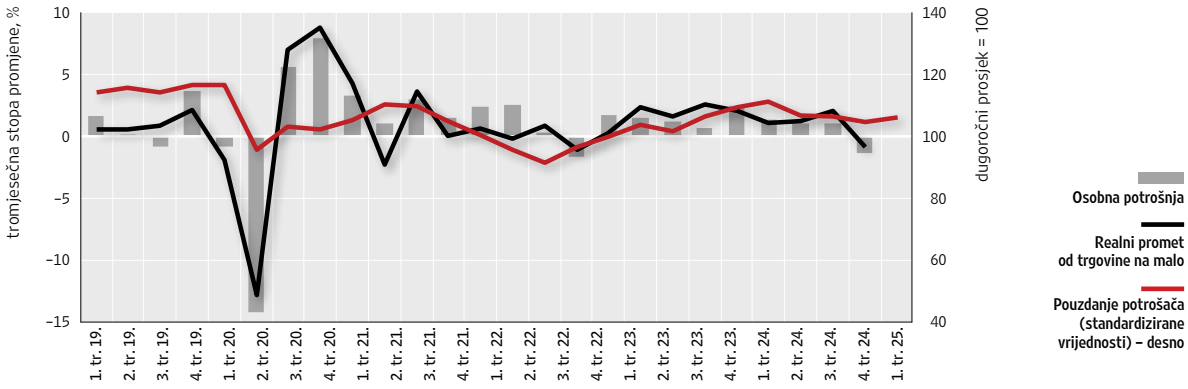
Napomena: Slika prikazuje raspon ostvarenja rasta realnog BDP-a pojedinih zemalja članica europodručja.
Izvor: Eurostat

Slika 3.1.3. Doprinos raspoloživog dohotka i stope štednje godišnjoj promjeni osobne potrošnje



Napomene: Tromjesečne vrijednosti raspoloživog dohotka procijenjene su primjenom Chow-Linove metode i serija naknada zaposlenicima te bruto operativnog viška i mješovitog dohotka kao indikatora. Stopa štednje izračunata je kao omjer procijenjenoga nominalnog iznosa štednje i procijenjenoga raspoloživog dohotka te isključuje prilagodbe za promjene u mirovinskim pravima.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 3.1.4. Osobna potrošnja, trgovina na malo i pouzdanje potrošača

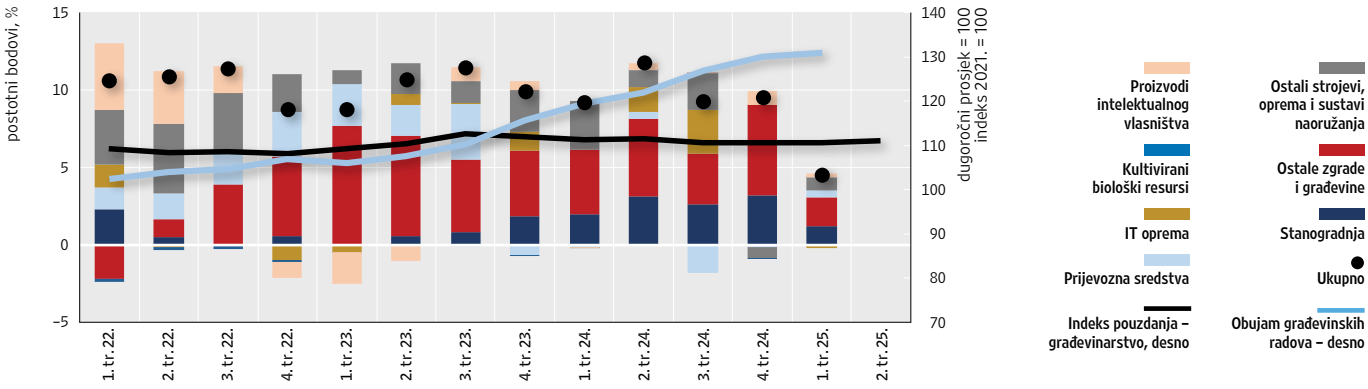


Izvori: DZS; Ipsos

Uz osobnu potrošnju, i investicije su pale na početku 2025. nakon više od dvije godine snažnoga tromjesečnog rasta. Takva je dinamika, čini se, dijelom određena smanjenjem javnih investicija, na što upućuje pad investicija u ostale zgrade i građevine na tromjesečnoj razini, no smanjene su i investicije u stanogradnju, a pala su i ulaganja u IT opremu. S druge strane, investicije u strojeve i opremu vidno su porasle, no nakon zamjetnog pada krajem prošle godine. Navedeno se odrazilo na znatno usporavanje godišnjeg rasta ukupnih investicija (Slika 3.1.5.).

Snažan tekući rast robnog izvoza nastavio se i na početku 2025., dok se realni izvoz usluga jako smanjio. Nakon kontinuiranog jačanja od sredine prošle godine, robni je izvoz u prva tri mjeseca 2025. porastao za 3,8% na tromjesečnoj razini. Rast robnog izvoza tako je ojačao znatno snažnije u usporedbi sa skromnim rastom aktivnosti u zemljama koje su hrvatski glavni vanjski trgovinski partneri. Detaljni podaci robne razmjene dostupni za siječanj i veljaču pokazuju da je pritom rast izvoza bio široko rasprostranjen, a najviše se povećao izvoz energenata, prehrambenih proizvoda, brodova i kemijskih proizvoda. Nasuprot tome, izvoz usluga nakon slabe 2024. u prva je tri mjeseca 2025. smanjen za 2,7% na tromjesečnoj razini. Čini se da je tome, uz slaba turistička ostvarenja u prva tri mjeseca, pridonio i slabiji izvoz ostalih usluga. Unatoč slabom izvozu usluga, ukupni izvoz robe i usluga porastao je i na godišnjoj i na tromjesečnoj razini, no negativan doprinos neto izvoza rastu i nadalje je bio relativno visok, s obzirom na znatan rast uvoza u prva tri mjeseca ove godine. Tako je uvoz robe relativno snažno porastao unatoč slabom rastu domaće potražnje, a nastavio je rasti i uvoz usluga.

Slika 3.1.5. Pokazatelji investicijske aktivnosti i pouzdanje u sektoru građevinarstva

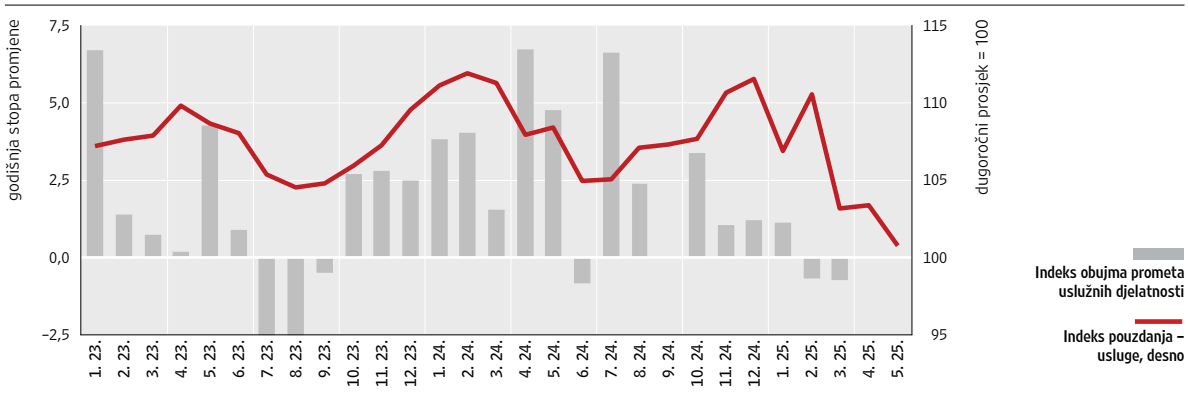


Napomena: Podaci o pouzdanju u sektoru građevinarstva za četvrto tromjesečje 2024. odnose se na listopad i studeni.
Izvori: DZS; Ipsos; HNB

Rast bruto dodane vrijednosti u prvom je tromjesečju bio u skladu s rastom BDP-a, pri čemu su većinu djelatnosti obilježila nepovoljnija kretanja u odnosu na prethodno tromjesečje. Pad osobne potrošnje i izvoza usluga odrazio se na vidno smanjenje bruto dodane vrijednosti u djelatnosti trgovine te djelatnostima vezanima uz turizam. S druge strane, kada je riječ o ostalim uslugama, u većini djelatnosti kretanja su bila uglavnom povoljnija nego u prethodnom tromjesečju, no to je nadmašeno nepovoljnim kretanjima u djelatnostima povezanima s turizmom, tako da je ukupan obujam prometa uslužnih djelatnosti naposljetku smanjen (Slika 3.1.6.). Nadalje, unatoč rastu robnoga izvoza, tijekom prvog tromjesečju smanjila se i aktivnost u industriji, a pad

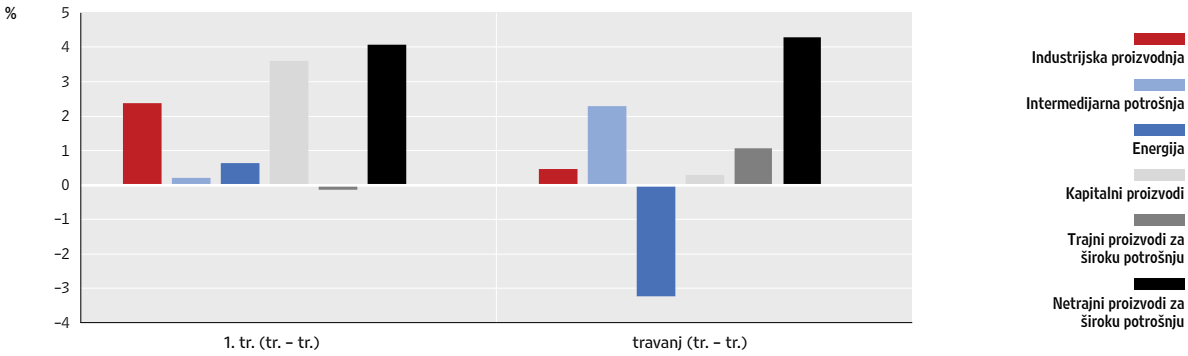
investicija utjecao je pak na vidno usporavanje rasta u građevinarstvu te je razina građevinske aktivnosti bila samo malo veća u odnosu na kraj prošle godine.

Slika 3.1.6. Kretanje obujma prometa uslužnih djelatnosti i pouzdanje u sektoru usluga



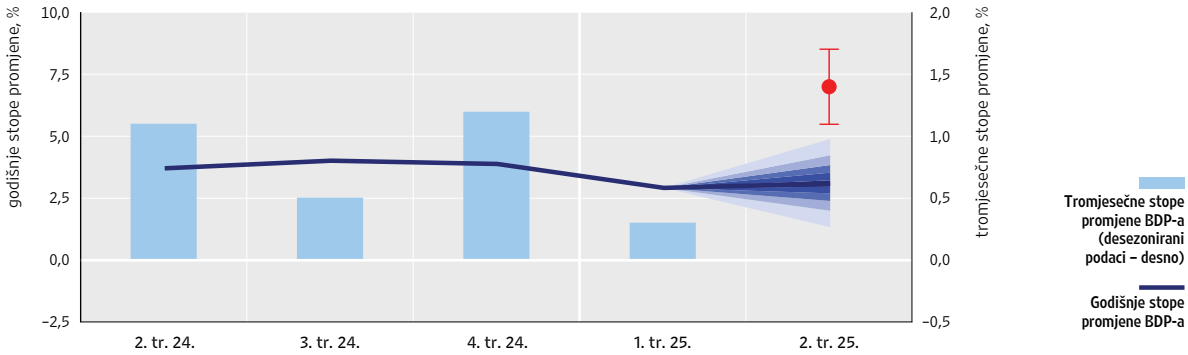
Napomena: Usluge uključuju sektore H, I, J, L, M i N
Izvori: DZS; Ipsos; HNB

Slika 3.1.7. Industrijska proizvodnja



Napomena: Tekst (tr. – tr.) označuje rast u odnosu na prosjek prethodnog tromjesečja.
Izvor: DZS

Slika 3.1.8. Tromjesečni BDP, sezonski prilagođene realne vrijednosti



Napomene: Ocjena za drugo tromjesečje 2025. odnosi se na mjesečni pokazatelj realne gospodarske aktivnosti HNB-a (opširnije o izračunu MRGA-e vidi u istraživanju HNB-a "Brza procjena BDP-a upotrebom dostupnih mjesečnih indikatora", autora Kunovca i Špalata). Modeli su procijenjeni na osnovi podataka objavljenih do 29. svibnja 2025. Crvenom je točkom označena ocjena tromjesečne promjene realnog BDP-a, uz povijesne greške procjene u rasponu od ± jedne standardne devijacije.
Izvori: Eurostat; DZS; HNB

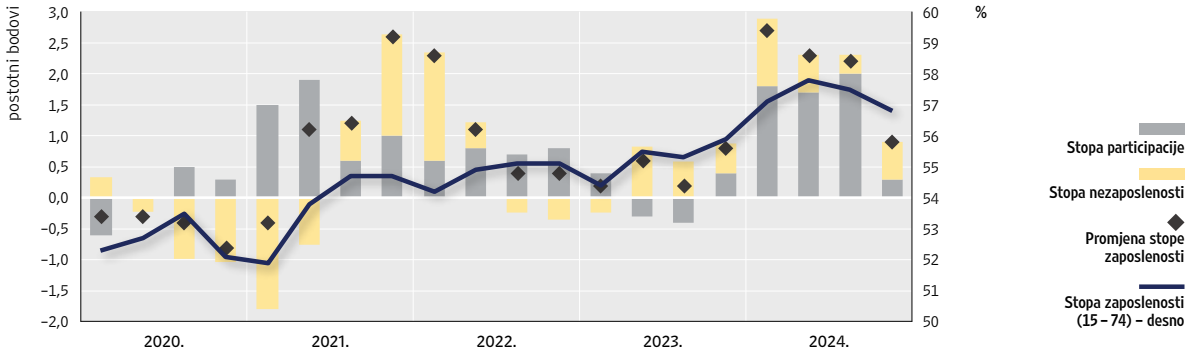
Visokofrekventni pokazatelji za drugo tromjesečje 2025. upućuju na zamjetno ubrzavanje rasta ekonomske aktivnosti na tromjesečnoj razini. Prema modelu brze procjene ekonomske aktivnosti HNB-a, rast realnog BDP-a u drugom bi tromjesečju mogao iznositi 1,4% na tromjesečnoj razini (nakon zabilježenih 0,3% u prvom tromjesečju), a na godišnjoj bi se razini rast mogao ubrzati na 3,1%, s 2,9%, koliko je iznosio u prvom tromjesečju (Slika 1.). Tako je realni promet od trgovine na malo u travnju povećan za 1,0% u odnosu na ožujak, dok je u odnosu na prethodno tromjesečje porast iznosio 1,5%. Istodobno, obujam industrijske proizvodnje u travnju povećan je za 2,5% na mjesečnoj razini te za 0,5% u usporedbi s prvim tromjesečjem 2025. godine, a blago je porastao i optimizam poduzeća u djelatnosti industrije u travnju i svibnju. Pritom je rast industrijske proizvodnje u travnju u odnosu na prethodno tromjesečje bio relativno široko rasprostranjen, osim u kategorijama energije, rudarstva i vađenja te opskrbe plinom, parom i klimatizacijom. S druge strane, pouzdanje poduzeća u uslužnim djelatnostima snažno je palo u travnju i svibnju te se gotovo vratilo na razinu dugoročnog prosjeka, što bi moglo odražavati i relativno snažan pad fizičkih pokazatelja u turizmu u prvih 20 dana svibnja.

3.2. Tržište rada

Anketni podaci o kretanjima na tržištu rada za kraj prošle godine i nadalje upućuju na relativno snažan porast zaposlenosti i participacije na tržištu rada kao i smanjenje nezaposlenosti. Stopa zaposlenosti (15 – 74) u četvrtom je tromjesečju 2024. porasla na 56,8%, s 55,9% u četvrtom tromjesečju 2023., te je na razini cijele 2024. godine iznosila 57,3%, što je za 2 postotna boda više nego u 2023. Spomenuto povećanje odražava ponajprije nastavak smanjivanja broja nezaposlenih, ali i ulazak u radnu snagu prethodno neaktivnog stanovništva (Slika 3.2.1.). Stopa participacije (15+) u četvrtom tromjesečju 2024. porasla je na 53,4% s 53,2% krajem 2023., isključivo kao odraz veće participacije u segmentu stanovništva srednje radne dobi (25 – 49), dok su ostale dobne skupine imale negativan doprinos ukupnoj stopi participacije radne snage (Slika 3.2.2.). Na razini cijele 2024. godine, stopa participacije iznosila je 53,9%, što je za 1,2 postotna boda više nego u 2023. godini, uz najveći pozitivan doprinos stanovništva u srednjoj radnoj dobi (25 – 49), ali i osoba starije dobi (50 – 64 te 65+) s obzirom na sve veći broj umirovljenika koji rade pola radnog vremena. Tijekom 2024. godine prosječno je bilo oko 31 tisuću umirovljenika zaposlenih na pola radnog vremena, što čini malo manje od 1,8% ukupne zaposlenosti, a njihov bi broj mogao dodatno narasti nakon najavljenih zakonskih izmjena.[1] S druge strane, mladi (15 – 24) sve manje sudjeluju na tržištu rada, pa je stopa participacije niska.

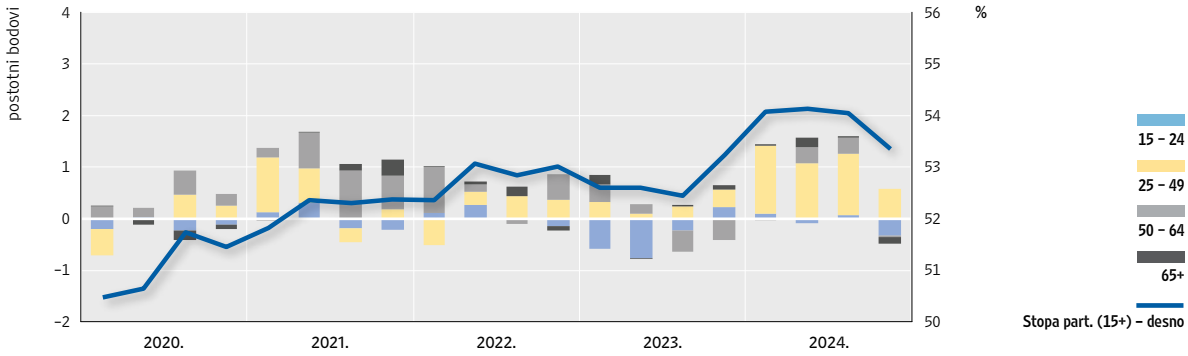
1 Od srpnja 2025. godine izmjenama Zakona o mirovinskom osiguranju omogućit će se umirovljenicima rad na puno radno vrijeme uz zadržavanje prava na isplatu 50% mirovine.

Slika 3.2.1. Doprinosi godišnjoj promjeni stope zaposlenosti (15 – 74)



Napomene: Stopa zaposlenosti izračunata je za stanovništvo u rasponu od 15 do 74. Prikazani su podaci na osnovi rezultata Popisa stanovništva iz 2021. godine.
Izvori: DZS; izračun HNB-a

Slika 3.2.2. Stopa participacije (15+) i doprinosi godišnjoj promjeni po dobnim skupinama

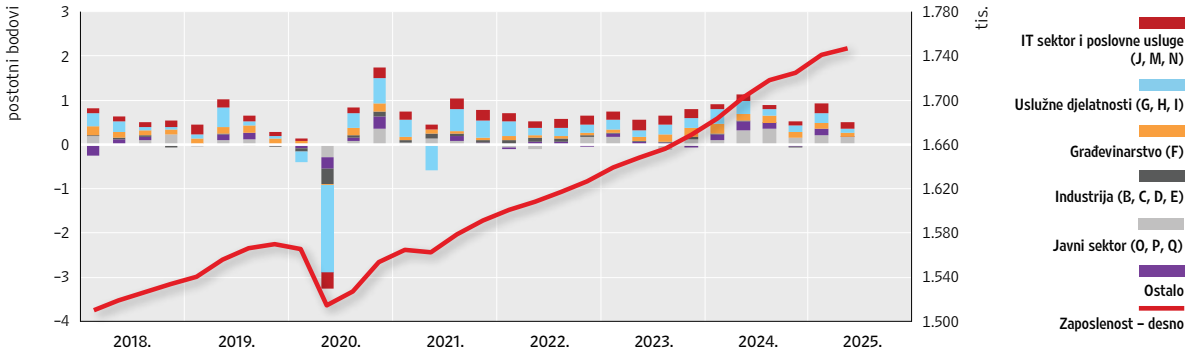


Napomena: Stopa participacije izračunata je za stanovništvo u rasponu od 15+. Prikazani su podaci na osnovi rezultata Popisa stanovništva iz 2021. godine.
Izvori: DZS; izračun HNB-a

Rast zaposlenosti nastavio se postupno usporavati u prva četiri mjeseca 2025. godine. Na razini prvog tromjesečja, rast zaposlenosti prema administrativnim podacima ubrzao se na 0,9% (0,4% krajem 2024.). Spomenuto ubrzavanje pritom odražava tzv. učinak prijenosa povezan sa snažnim porastom broja zaposlenih u prosincu 2024. godine, neposredno prije ukidanja olakšica za zapošljavanje mladih, nakon što se u studenome zaposlenost privremeno smanjila.[2] No, isključe li se navedeni statistički učinci, godišnji rast zaposlenosti nastavio se usporavati. Nastavak te tendencije vidljiv je i u travnju 2025., kada se zadržala slična mjesečna dinamika rasta zaposlenosti kao i u prvom tromjesečju (0,2%) te je broj zaposlenih bio za 0,5% viši nego u siječnju, odnosno za 3% viši nego u travnju 2024. godine. Gledano prema djelatnostima NKD-a, u razdoblju od siječnja do travnja ove godine najviše je porasla zaposlenost u uslužnim djelatnostima i građevinarstvu. Usto je nastavilo snažno rasti zapošljavanje u obrazovanju, zdravstvu i socijalnoj skrbi (djelatnosti O, P i Q, u nastavku teksta javni sektor), koje je do prošle godine bilo prigušeno (Slika 3.2.3.).

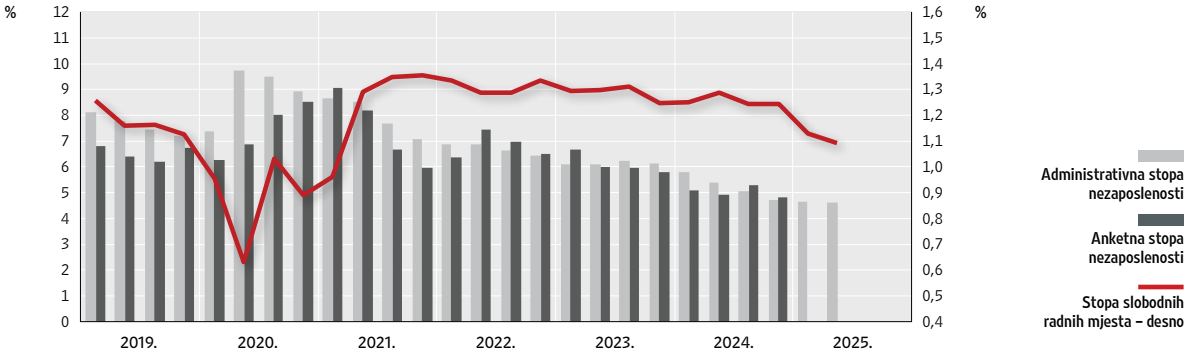
2 Od siječnja 2025. godine ukinuta je olakšica kojom su poslodavci pet godina bili oslobođeni plaćanja doprinosa na plaću nakon što zaposle mladu osobu (do 29 godina) na neodređeno vrijeme.

Slika 3.2.3. Zaposlenost po djelatnostima NKD-a, sezonski prilagođeni podaci, doprinosi tromjesečnoj stopi promjene



Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2025. godine odnose se na travanj te su prikazani doprinosi stopi promjene u odnosu na siječanj iste godine.
Izvor: HZMO (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.2.4. Stope nezaposlenosti i slobodnih radnih mjesta, sezonski prilagođeni podaci



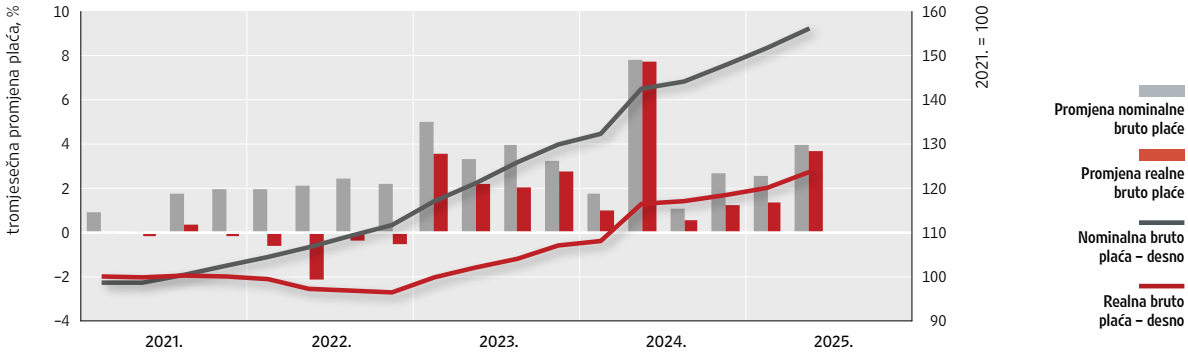
Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2025. godine odnose se na travanj.
Izvori: DZS; HZZ; Eurostat; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

Pad nezaposlenosti vidno se usporio početkom godine u okružju slabljenja potražnje za radom, a u travnju nezaposlenost je ponovo snažno pala. Usporavanje mjesečne dinamike rasta zaposlenosti početkom 2025. i pad oglašenih radnih mjesta (Slika 3.2.4.) odrazili su se i na sporiji pad nezaposlenosti. U prva tri mjeseca nezaposlenost je bila manja za 1,6% nego u četvrtom tromjesečje 2024., kada je zabilježen pad od 6,2%. U travnju 2025., međutim, intenzivirao se pad broja nezaposlenih (smanjenje od 1,8% u odnosu na siječanj) i na kraju mjeseca bile su nezaposlene 83 tisuće (prema sezonski prilagođenim podacima), odnosno 18% manje nego u istom mjesecu 2024. Međunarodno usporediva (anketna) stopa nezaposlenosti, prema posljednjim dostupnim podacima za četvrto tromjesečje 2024., spustila se na 4,8% s 5,3% iz prethodnog tromjesečja.

U prvom tromjesečju 2025. plaće su nastavile rasti relativno snažno, a njihov se rast u travnju dodatno ubrzao, velikim dijelom zbog jednokratnih isplata u informacijskoj i komunikacijskoj djelatnosti. Prosječna nominalna bruto plaća nastavila je stabilno rasti po visokim stopama na početku 2025. godine. Tako je u prvom tromjesečju 2025. prosječna nominalna bruto plaća bila viša za 2,6% nego u četvrtom tromjesečju 2024. (Slika 3.2.5.). Pritom se u javnom sektoru ubrzao tromjesečni rast plaća (1,8% s 0,7%), i to zbog povećanja osnovice plaća državnih i javnih službenika od 3% za plaće isplaćene u ožujku. Rast plaća u ostatku gospodarstva bio je i nadalje snažan

i široko rasprostranjen po djelatnostima uz samo blago usporavanje (2,7% u prvom tromjesečju ove godine u odnosu na 3,3% iz posljednjeg tromjesečja protekle godine). U travnju 2025. vidno se ubrzao rast prosječne nominalne bruto plaće zbog snažnijeg rasta plaća u ostatku gospodarstva, koji ponajviše odražava jednokratne isplate u djelatnosti emitiranja programa.[3] Prosječna nominalna bruto plaća u ukupnom gospodarstvu tako je u travnju 2025. bila za 3,9% viša nego u siječnju, dok je realna plaća istodobno porasla za 3,7% (1,4% u prvom tromjesečju). S druge strane, godišnja stopa rasta prosječne nominalne bruto plaće znatno se usporila u travnju 2025. (s 14,7% u prvom tromjesečju na 9,9% u travnju) zbog iščezavanja baznog učinka snažnog rasta plaća u javnom sektoru nakon provedene reforme sustava plaća u travnju prošle godine, dok se u ostatku gospodarstva godišnji porast plaća samo malo usporio u odnosu na prvo tromjesečje.

Slika 3.2.5. Prosječna nominalna i realna plaća, sezonski prilagođeni podaci



Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2025. godine odnose se na travanj, a stopa promjene izračunata je u odnosu na siječanj.
Izvori: DZS; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

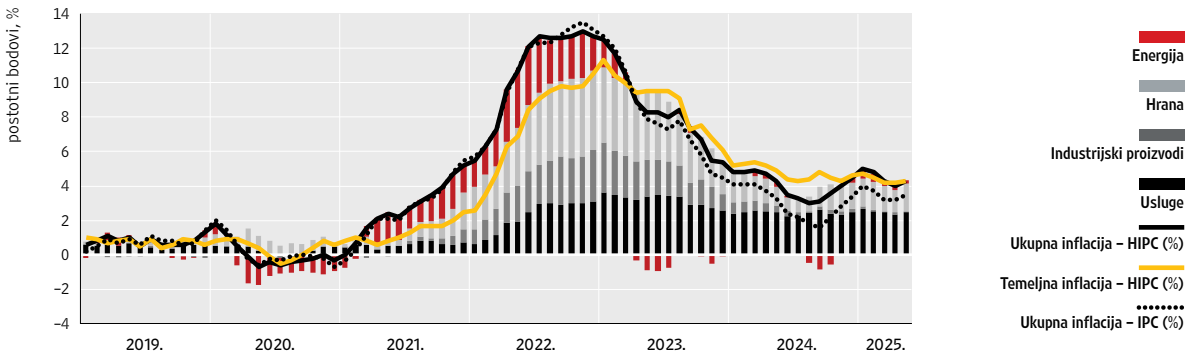
3.3. Cjenovna kretanja

Nakon ubrzavanja krajem 2024. i u siječnju 2025., godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena u sljedeća se tri mjeseca usporavala te je unatoč porastu u svibnju i nadalje niža nego početkom godine. Usporavanje inflacije u razdoblju od veljače do travnja odražavalo je pojeftinjenje energenata i prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu, kao i statističke činitelje vezane uz povoljan učinak baznog razdoblja na inflaciju cijena usluga (relativno visoka tekuća inflacija tih cijena u istom razdoblju protekle godine više ne ulazi u izračun godišnje stope inflacije). U skladu s tim ukupna se inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) u travnju 2025. spustila na 4,0%, nakon što je u razdoblju od kolovoza prošle do siječnja ove godine porasla s 3,0% na 5,0% (Slika 3.3.1.). U tom se razdoblju usporila i inflacija mjerena nacionalnim indeksom potrošačkih cijena (IPC), koji ne obuhvaća potrošnju stranih gostiju i institucionalnih kućanstava (poput obrazovnih, zdravstvenih, vjerskih institucija i sl.), i to s 4,0% u siječnju 2025. na 3,2% u travnju. Unatoč porastu inflacije u svibnju (na 4,3% mjereno HIPC-om, odnosno na 3,5% mjereno IPC-om) koji je rezultat povećanja godišnje inflacije cijena hrane i usluga, inflacija je i nadalje bila niža nego na početku godine, a zamah temeljne inflacije ostao je nepromijenjen u odnosu

3 Početkom 2025. konsolidirana je Hrvatska radio televizija (HRT) u skladu s Vladinim Planom konsolidacije rada i poslovanja HRT-a te je s danom 31. ožujka znatan dio zaposlenika prihvatio sporazumne ponude za otpremnine.

na prethodni mjesec, upućujući na stabilne i umjerene tekuće pritiske ako se gleda posljednjih nekoliko mjeseci. Postojano viša inflacija mjerena harmoniziranim u odnosu na nacionalni pokazatelj odražava razlike u strukturi košarice dobara i usluga za izračun harmoniziranog odnosno nacionalnog pokazatelja (Tablica 3.3.1.), pri čemu je udio usluga, osobito ugostiteljskih i usluga smještaja na koje mnogo troše strani turisti, a čije cijene osobito snažno rastu, u potrošačkoj košarici za izračun HIPC-a znatno viši u odnosu na IPC, a udio hrane i energije niži je nego u IPC-u. U skladu s tim, cijene usluga znatno više pridonose ukupnoj inflaciji mjerenoj harmoniziranim u odnosu na nacionalni pokazatelj (Slika 3.3.2.).

Slika 3.3.1. Pokazatelji inflacije u Hrvatskoj



Napomena: Temeljna inflacija mjerena je harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena, koji isključuje cijene energije, hrane, alkohola i duhana.
Izvori: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

Tablica 3.3.1. Struktura harmoniziranoga i nacionalnog indeksa potrošačkih cijena, 2025.

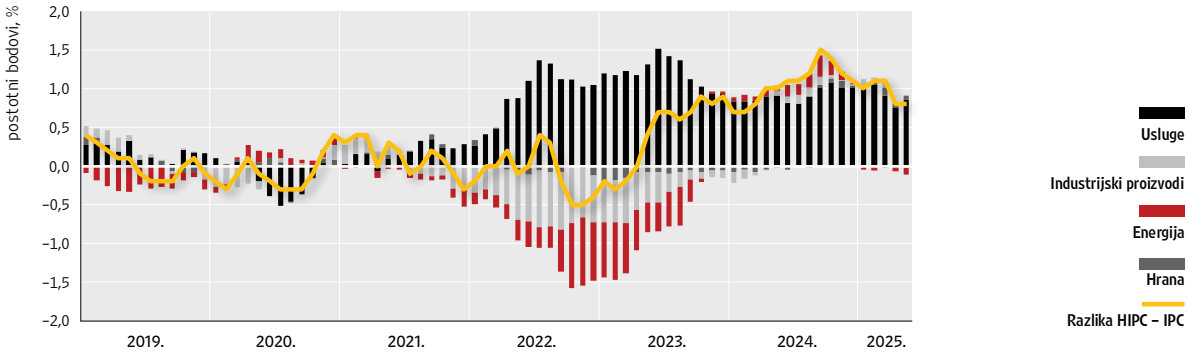
u %	HIPC	IPC
Energija	12,3	15,8
Hrana	28,4	31,6
Prerađeni prehrambeni proizvodi	22,2	23,0
Neprerađeni prehrambeni proizvodi	6,2	8,6
Temeljna inflacija	59,3	52,5
Industrijski proizvodi	26,8	26,5
Usluge	32,5	26,0
Ugostiteljske usluge	8,1	4,4
Usluge smještaja	4,1	0,7
Ostale usluge	20,3	20,9

Napomena: Hrana uključuje pića i duhan, a industrijski su proizvodi bez energije. Temeljna inflacija isključuje cijene energije, hrane, alkohola i duhana.
Izvori: Eurostat; DZS

Usporavanju ukupne inflacije u razdoblju od siječnja do travnja 2025. najviše su pridonijele cijene energije, a ubrzavanju u svibnju uglavnom su pridonijele cijene hrane i usluga. Inflacija cijena energije znatno se ubrzala krajem 2024., a u siječnju 2025. dosegnula je najvišu razinu u gotovo dvije godine povećavši se na 5,1% (mjereno HIPC-om) zbog poskupljenja naftnih derivata i administrativno reguliranih cijena plina, električne i toplinske energije, što je povezano s povlačenjem dijela fiskalnih potpora. Međutim, u sljedećim se mjesecima inflacija cijena energije primjetno usporila (na 1,5% u svibnju) zahvaljujući prelijevanju smanjenja cijena sirove nafte na

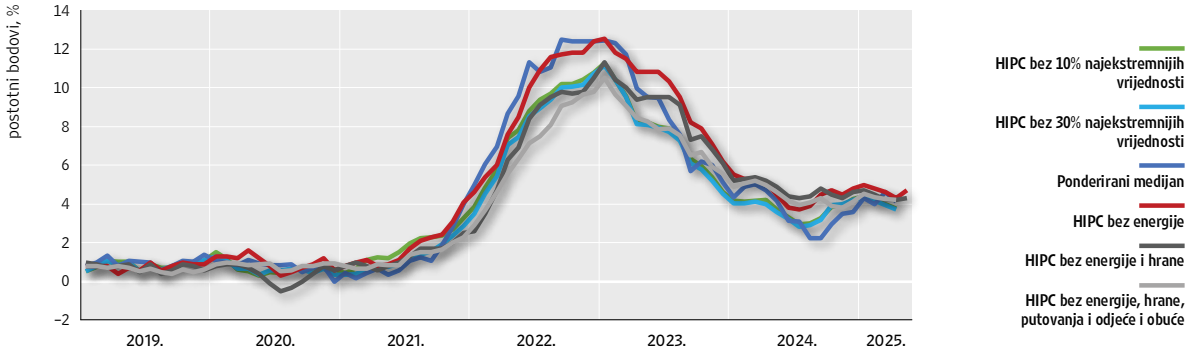
svjetskom tržištu na cijene naftnih derivata na domaćem tržištu. Unatoč ubrzavanju u svibnju, godišnje stope inflacije cijena usluga i hrane, zbog njihova usporavanja u razdoblju od veljače do travnja, i nadalje su ispod razina zabilježenih na početku godine.

Slika 3.3.2. Razlika između doprinosa glavnih komponenata ukupnom HIPC-u i IPC-u



Napomena: Pozitivna (negativna) vrijednost označuje veći (manji) doprinos inflacije cijena određene komponente ukupnoj inflaciji mjerenoj HIPC-om u odnosu na inflaciju mjerenu IPC-om.
Izvori: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

Slika 3.3.3. Pokazatelji temeljne inflacije u Hrvatskoj

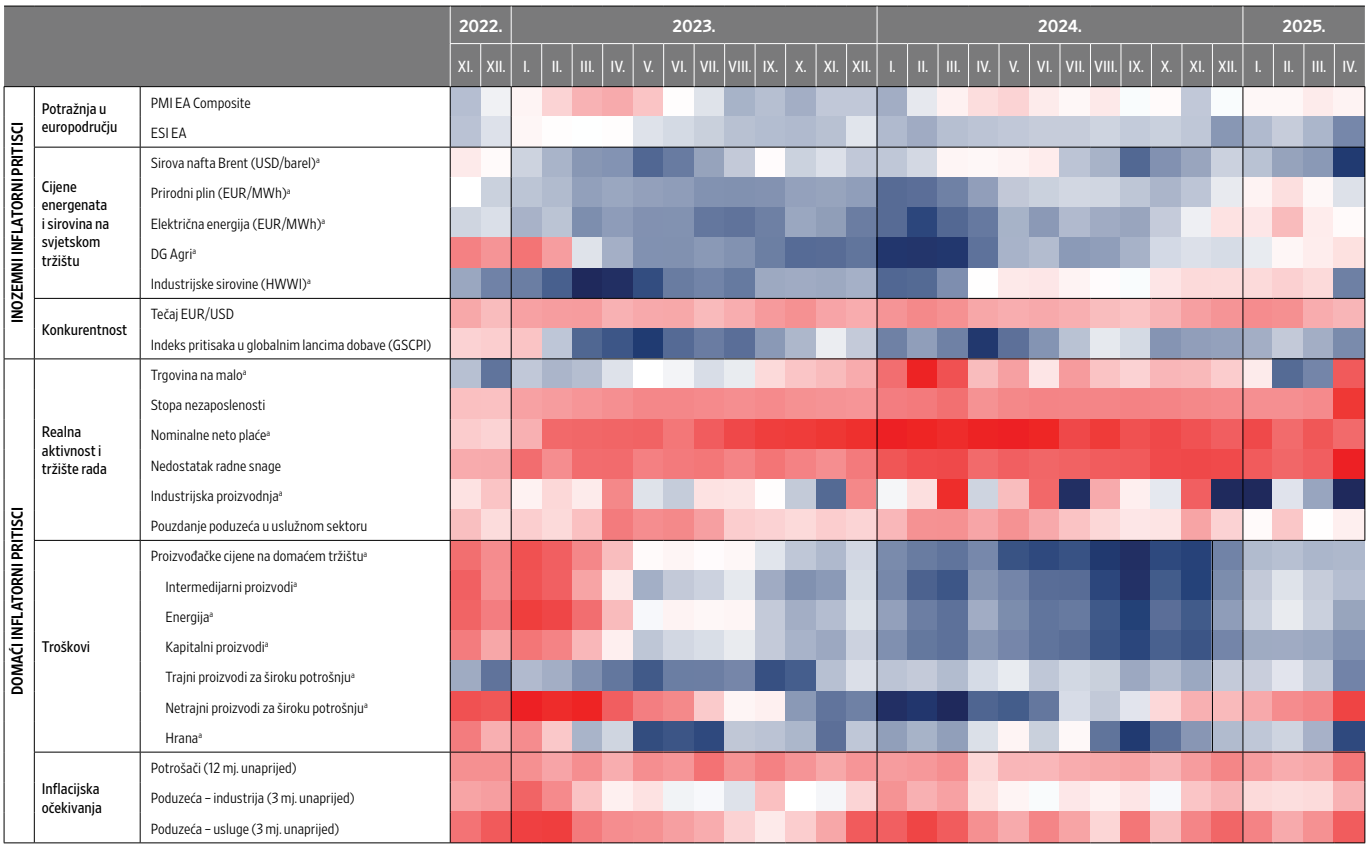


Napomena: Srednja vrijednost bez najekstremnijih vrijednosti (engl. *trimmed mean*) isključuje 5% (15%) komponenata (od ukupno 87 komponenata) s najvećim i najmanjim godišnjim stopama promjene. Ponderirani medijan isključuje sve osim ponderirane srednje točke distribucije promjena cijena.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Temeljna inflacija (koja isključuje cijene energije i hrane) u prvom se dijelu 2025. blago usporila, ali je i nadalje povišena, i to u segmentu inflacije cijena usluga. Nakon što je u siječnju 2023. dosegnula najvišu vrijednost od 11,3% (mjereno HIPC-om), temeljna se inflacija gotovo kontinuirano usporavala do sredine 2024., od kada se kreće oko prosječnih 4,4%, a u svibnju 2025. iznosila je 4,3%. Pritom se inflacija cijena industrijskih proizvoda, kao jedna od dviju sastavnica temeljne inflacije, od druge polovine 2024. nalazi na razinama ispod dugoročnoga pretpandemijskog prosjeka od 1,0%, što je ujedno za desetak postotnih bodova manje u odnosu na vrhunac ostvaren krajem 2022. godine. Inflacija cijena usluga, kao druga sastavnica temeljne inflacije, od početka 2024. oscilira oko prosječnih 7,6%, koliko je iznosila i prema posljednjim podacima za svibanj. Usluge su tako i nadalje komponenta s najvećim pojedinačnim doprinosom ukupnoj inflaciji. Zaslužne su za više od polovine ukupne inflacije u svibnju 2025. godine te su se pokazale kao najustrajnija komponenta inflacije. Ustrajnost inflacije cijena usluga uvelike odražava robusnu

domaću potražnju i zategnuto tržište rada uz i nadalje visok rast plaća (Slika 3.3.4.). Ostali pokazatelji temeljne inflacije, koji isključuju određene kolebljive komponente, nalaze se na višoj razini nego u drugoj polovini prošle godine, iako se većina tih pokazatelja blago smanjila u odnosu na sam kraj prethodne godine (Slika 3.3.3.). Osim toga, smanjila se raspršenost među pokazateljima temeljne inflacije, što upućuje na manju heterogenost inflacije cijena između pojedinih potkomponenti inflacije.

Slika 3.3.4. Pokazatelji inozemnih i domaćih pritisaka na cijene



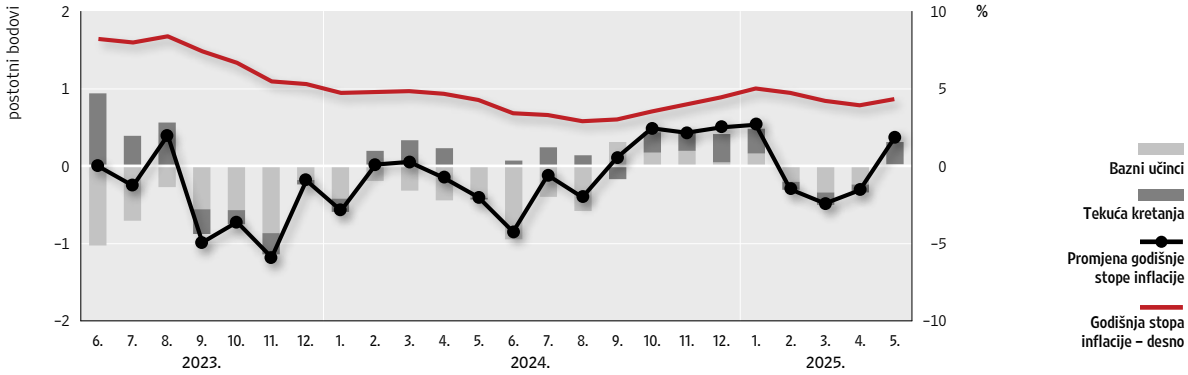
a Godišnja stopa promjene
Napomena: Nedostatak radne snage omjer je stope slobodnih radnih mjesta i stope registrirane nezaposlenosti. Serije PMI EA Composite i ESI EA nakon standardiziranja korigirane su kako bi neutralna vrijednost bila prikazana bijelom bojom. Crvena (plava) boja označuje pozitivno (negativno) odstupanje vrijednosti u pojedinom mjesecu u odnosu na prosjek 2010. – 2024. (izražen brojem standardnih devijacija), pri čemu intenzitet nijanse boje upućuje na veličinu odstupanja naviše (naniže) u odnosu na prosjek.
Izvori: ESB; Eurostat; Bloomberg; NY Fed; HWWI; DZS; Ipsos

Usporavanje godišnje stope ukupne inflacije od veljače do svibnja 2025. uglavnom odražava povoljne bazne učinke, odnosno izlazak visokih mjesečnih stopa rasta ostvarenih u prvoj polovini 2024. godini iz izračuna godišnje stope, praćene umjerenim tekućim pritiscima u ovoj godini. Promjena godišnje stope inflacije od mjeseca do mjeseca ovisi o promjeni maloprodajnih cijena u odnosu na prošli mjesec (tj. tekućoj inflaciji) i o mjesečnoj stopi promjene cijena u istom mjesecu protekle godine (tzv. baznim učincima).[4] U razdoblju od rujna 2024. do siječnja 2025. godišnja se stopa ukupne inflacije povećavala zbog jačanja tekućih inflacijskih pritisaka i nepovoljnih baznih učinaka (Slika 3.3.5.). Nasuprot tome, smanjenje godišnje stope ukupne

4 Za detaljnije pojašnjenje vidjeti HNBlog D. Kunovca i M. Luketine "Na putu prema dolje – uloga baznih učinaka u usporavanju potrošačke inflacije".

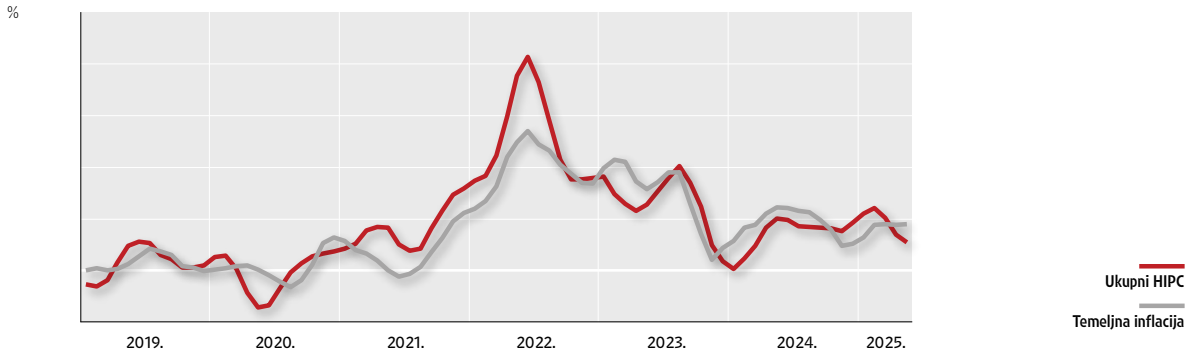
inflacije u razdoblju od veljače do travnja 2025. odražavalo je povoljan učinak baznog razdoblja, zbog visokoga mjesečnog porasta cijena u istom razdoblju prošle godine, posebice kod usluga, uz istodobno niske tekuće pritiske na cijene energije i hrane. Povećanje inflacije u svibnju bilo je rezultat izraženog jačanja tekućih pritisaka u komponentama usluga i hrane, za koje se ocjenjuje da bi moglo biti samo privremeno. Kratkoročni pokazatelj ukupne inflacije (Slika 3.3.6.), tzv. zamah (tromjesečna stopa promjene izračunata iz sezonski prilagođenih podataka i izražena na godišnjoj razini) također upućuje na smanjenje tekućih inflacijskih pritisaka u proteklim mjesecima.

Slika 3.3.5. Doprinos baznih učinaka i tekućih kretanja promjeni godišnje inflacije



Napomena: Bazni učinci i tekuća kretanja prilagođeni su za uobičajena kretanja koja su relativno stabilna i ne utječu znatno na godišnju inflaciju.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

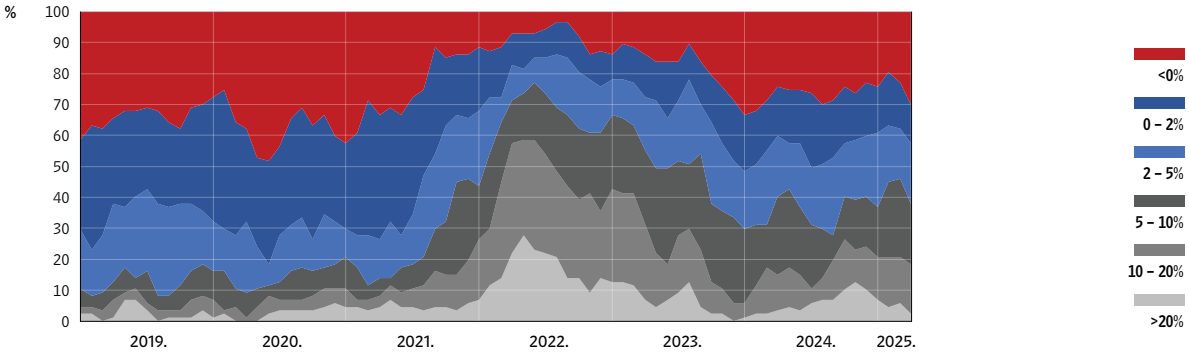
Slika 3.3.6. Momenti (zamasi) ukupne i temeljne inflacije



Napomena: Tromjesečna stopa promjene na godišnjoj razini izračunata je iz tromjesečnoga pomičnog prosjeka sezonski prilagođenih harmoniziranih indeksa potrošačkih cijena.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

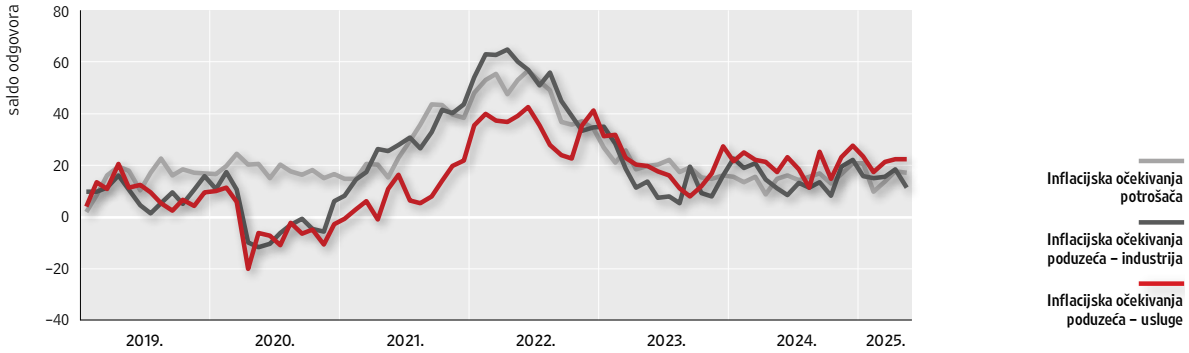
Rasprostranjenost inflacije blago se povećala (Slika 3.3.7.), pri čemu se u prva četiri mjeseca 2025. udio potkomponenata u indeksu potrošačkih cijena s tromjesečnom stopom promjene izraženom na godišnjoj razini većom od 2% kretao oko 61%, što je malo više nego tijekom prošle godine. Međutim, to je i nadalje znatno manje u odnosu na oko 85% zabilježenih sredinom 2022. godine. Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća (Slika 3.3.8.) u prvih su se pet mjeseci 2025. blago smanjila u odnosu na kraj 2024., ali su i nadalje povišena u odnosu na pretpandemijsko razdoblje, što se ponajviše odnosi na poduzeća iz uslužnog sektora.

Slika 3.3.7. Rasprostranjenost inflacije potrošačkih cijena



Napomena: Slika prikazuje udio broja proizvoda čije su se cijene promijenile u određenom rasponu u ukupnom broju proizvoda, a prema anualiziranim tromjesečnim stopama promjene sezonski prilagođenih indeksa cijena 87 komponenata harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

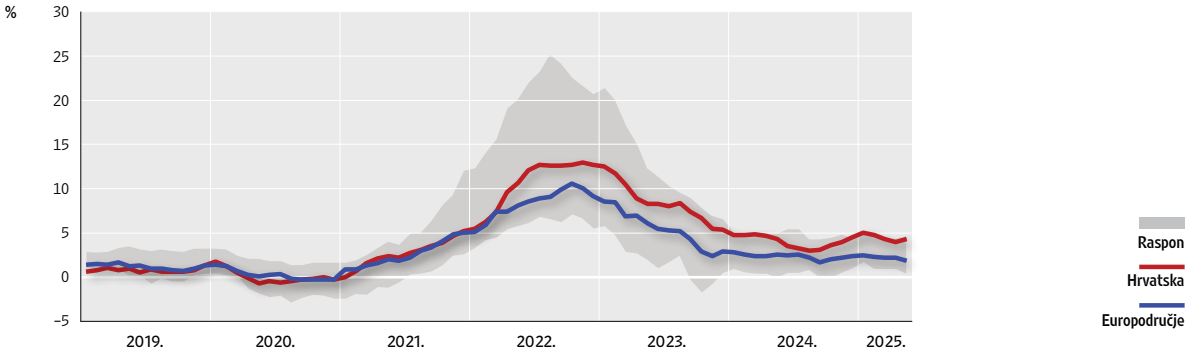
Slika 3.3.8. Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća



Napomena: Očekivanja potrošača odnose se na razdoblje od dvanaest mjeseci unaprijed, a poduzeća na tri mjeseca unaprijed.
Izvor: Ipsos

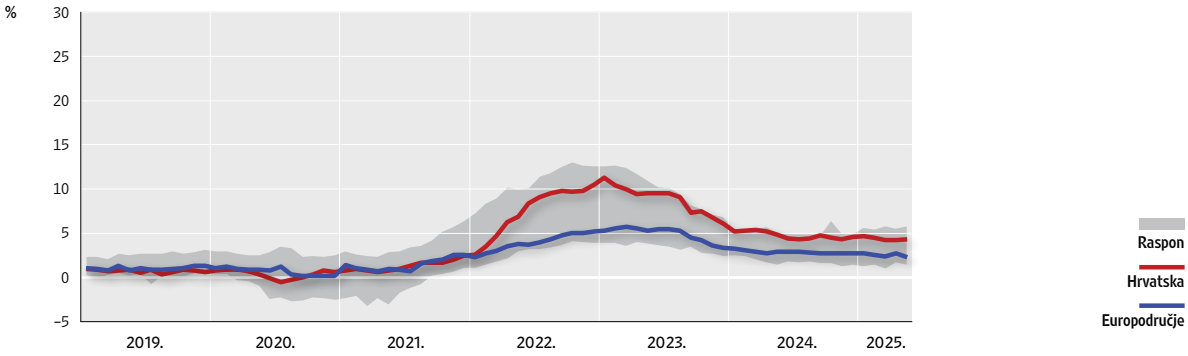
Razlika između ukupne inflacije u Hrvatskoj i na razini cijelog europodručja u svibnju 2025. bila je malo niža nego početkom godine. Nakon povećavanja u drugoj polovini 2024. i u siječnju 2025., razlika između inflacije u Hrvatskoj i na razini cijelog europodručja u razdoblju od veljače do travnja 2025. ponovo se smanjila, te je unatoč povećanju u svibnju i nadalje bila niža nego početkom 2025. godine (više vidjeti u Okviru 1. Recentno kretanje inflacijskog diferencijala između Hrvatske i prosjeka europodručja). Tako je u svibnju 2025. ukupna inflacija u Hrvatskoj bila za 2,4 postotna boda viša od prosjeka europodručja (Slika 3.3.9.), što je za 0,1 postotni bod manje nego u siječnju 2025. godine. Temeljna inflacija u Hrvatskoj u svibnju 2025. premašivala je onu na razini prosjeka europodručja za 2,0 postotna boda (Slika 3.3.10.), što je jednako kao u siječnju 2025. godine.

Slika 3.3.9. Usklađenost ukupne inflacije u Hrvatskoj i europodručju



Napomena: Sivo osjenčano područje jest raspon ostvarenja pojedinih zemalja članica europodručja.
Izvor: Eurostat

Slika 3.3.10. Usklađenost temeljne inflacije u Hrvatskoj i europodručju



Napomena: Sivo osjenčano područje jest raspon ostvarenja pojedinih zemalja članica europodručja.
Izvor: Eurostat

OKVIR 1.

Recentno kretanje inflacijskog diferencijala između Hrvatske i prosjeka europodručja

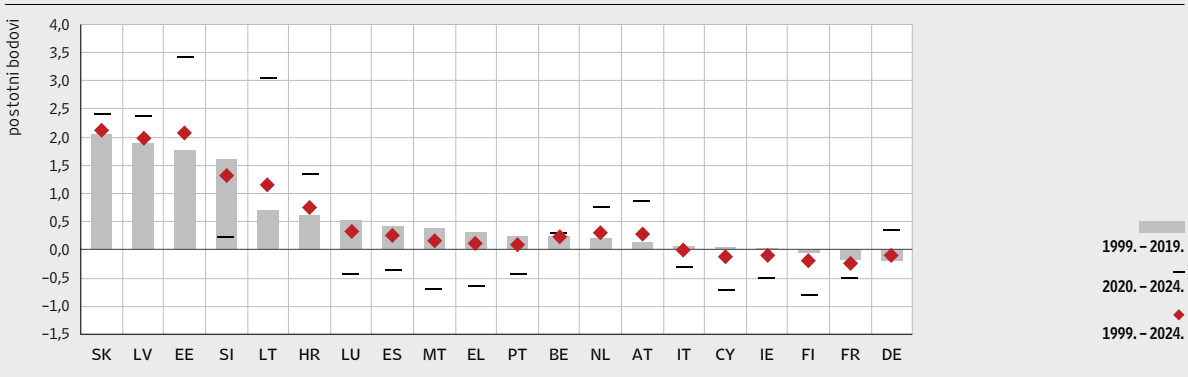
Inflacija u Hrvatskoj i nadalje je primjetno viša od prosječne inflacije u europodručju, ali se inflacijski diferencijal tijekom 2024. i početkom 2025. smanjio u usporedbi s ostvarenjima u prethodne dvije godine. I dalje povišen inflacijski diferencijal odražava veći doprinos cijena hrane te usluga i energije u Hrvatskoj u odnosu na prosjek europodručja. Dio inflacijske razlike proizlazi iz procesa konvergencije cijena u Hrvatskoj prema višoj prosječnoj razini u europodručju povezanih s postupnim približavanjem dohotka po glavi stanovnika prosječnoj razini cijele unije. Usto, viša inflacija u Hrvatskoj od prosjeka europodručja odražava nekoliko dodatnih činitelja, uključujući snažniji gospodarski rast, potom brži rast plaća i osobne potrošnje, poticajno usmjerenu fiskalnu politiku, priljev sredstava iz fondova EU-a i sporije povlačenje energetskih potpora kućanstvima u odnosu na druge zemlje. Ipak, u 2026. očekuje se snažnije usporavanje inflacije u Hrvatskoj u usporedbi s prosjekom europodručja, stoga bi se inflacijski diferencijal trebao smanjiti.

Heterogenost u visini stopa inflacije među zemljama članicama europodručja odražava različite činitelje. Ekonomska literatura[5] navodi brojne činitelje koji mogu dovesti do razlika u stopama inflacije među zemljama u monetarnoj uniji. Inflacijski diferencijali u monetarnoj uniji uobičajena su popratna pojava realne konvergencije, odnosno postupnog približavanja dohotka po glavi stanovnika prosječnoj razini cijele unije. Tako u zemljama s nižim dohotkom koje su se pridružile monetarnoj uniji mogu dulje vrijeme biti prisutni inflacijski pritisci povezani s konvergencijom razine cijena i dohotka prema višoj prosječnoj razini u uniji. Proces dostizanja razvijenijih gospodarstava strukturni je proces prilagodbe u gospodarskom području te, u mjeri u kojoj je povezan s tim procesom, ne bi trebao biti razlog za zabrinutost nositelja ekonomske politike. No, razlike u stopama inflacije mogu proizaći i iz različitih ekonomskih struktura koje mogu dovesti do veće izloženosti asimetričnim šokovima i do razlika u reakcijama na zajedničke šokove, poput promjena cijena energije ili nominalnog tečaja eura. Zemlje s energetski intenzivnijom proizvodnjom osjetljivije su na promjene cijena energije, dok su gospodarstva snažnije usmjerena na trgovinu izvan unije osjetljivija na promjene nominalnog tečaja zajedničke valute. Razlike u institucijama tržišta rada među zemljama (primjerice, stupanj centraliziranosti sustava kolektivnog pregovaranja o plaćama) također mogu dovesti do različitih inflacijskih ishoda. Nadalje, razlike u inflaciji među zemljama mogu nastati i zbog različite strukture potrošnje, što se očituje u različitim udjelima pojedinih dobara i usluga u potrošačkoj košarici pojedine zemlje.

5 Za obuhvatni pregled pogledati, među ostalim, "*Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*", ESB, rujan 2003.; Egert, B. et al., "Inflation differentials in Europe: Past experience and Future Prospects", Monetary Policy and the Economy, OeNB, Q1/2004; "*Monetary policy and inflation differentials in a heterogenous currency area*", ECB Monthly Bulletin, May 2005; "*Inflation differentials in the euro area during the last decade*", ECB Monthly Bulletin, November 2012; "*The dynamics of inflation differentials in the euro area*", ECB Economic Bulletin, Issue 5/2024; Coutinho, L. i Licchetta, M. (2023) "*Inflation Differentials in the Euro Area at the Time of High Energy Prices*", European Commission, Discussion Paper 197, November 2023; Falagiarda, M. (2024) "Inflation in the eastern euro area: reasons and risks", ECB blog, 10 January 2024.

Inflacijski diferencijali često osciliraju i pod utjecajem različitih kratkoročnih činitelja. Ciklička pozicija gospodarstva jedan je od ključnih kratkoročnih faktora koji utječe na kretanje inflacije. Različita ciklička kretanja u članicama monetarne unije mogu uzrokovati različite stope inflacije. Cikličko pregrijavanje gospodarstva obično nosi brži rast plaća i veće troškovne pritiske koje poduzeća lakše prebacuju na cijene u okružju snažne potražnje za proizvodima i uslugama. Razlike u kretanju nominalnih jediničnih troškova rada, odnosno prosječnih plaća korigiranih za porast proizvodnosti, među zemljama jedan su od važnih pokazatelja troškovnih pritisaka i bitan izvor inflacijskih diferencijala. Nadalje, zemlje koje provode ekspanzivniju fiskalnu politiku (u odnosu na ostale članice) i time potiču potražnju, mogu očekivati brži rast cijena i pozitivan inflacijski diferencijal. Među kratkoročne činitelje koji uzrokuju razlike u inflaciji, ubrajaju se promjene administrativnih cijena i indirektnih poreza (primjerice, promjene stope PDV-a). Kao što je spomenuto, dio inflacijskih razlika među zemljama proizlazi iz ravnotežnih prilagodbi relativnih cijena, koje su dio konvergencijskih procesa u monetarnoj uniji. Međutim, nepoželjnom se smatra pozitivna razlika u stopama inflacije koja nastaje kao posljedica prekomjernog rasta plaća i/ili kredita te strukturnih problema koji se očituju u nedovoljno fleksibilnom tržištu rada i tržištu proizvoda ili neprimjerene fiskalne politike, što može dugoročno narušiti konkurentnost gospodarstva. Kao što se može vidjeti na Slici 1., i u razdoblju prije izbijanja pandemije stope inflacije među zemljama članicama europodručja znatno su se razlikovale, pri čemu je u dužem razdoblju od 1999. do 2019. inflacija u Hrvatskoj prosječno bila viša od inflacije na razini prosjeka europodručja za 0,6 postotnih bodova. Još veći inflacijski diferencijal u tom su razdoblju ostvarile baltičke zemlje, Slovačka i Slovenija. U razdoblju nakon izbijanja pandemije razlika između inflacije u Hrvatskoj i na razini prosjeka europodručja povećala se, a u nastavku se opisuju kretanja inflacijskog diferencijala u 2024. i prvim mjesecima 2025. godine.

Slika 1. Prosječna razlika između godišnje stope inflacije u pojedinoj zemlji članici europodručja i stope inflacije na razini prosjeka europodručja

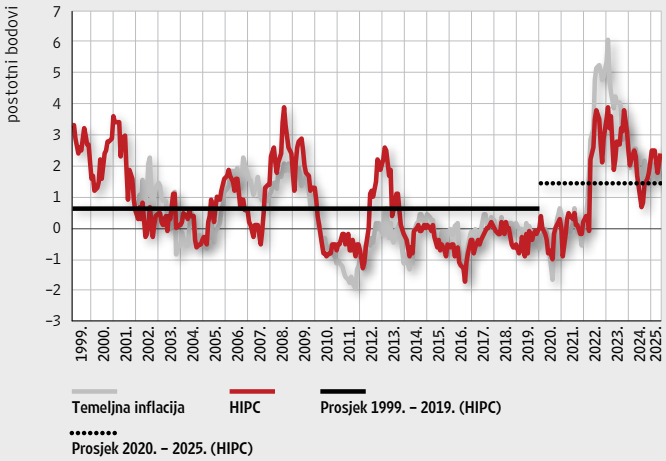


Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Sredinom 2024. inflacijski se diferencijal između Hrvatske i prosjeka europodručja privremeno spustio na najnižu razinu od ožujka 2022., ali se potom do siječnja 2025. ponovo povećavao, i to ponajviše zbog snažnijeg porasta cijena hrane. Tijekom prvih sedam mjeseci 2024. ukupna se inflacija (mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena, HIPC) u Hrvatskoj usporavala snažnije nego u europodručju, ponajprije zbog izraženijeg smanjivanja inflacije cijena energije. Stoga se inflacijski diferencijal u srpnju 2024., nakon više od dvije godine, ponovo

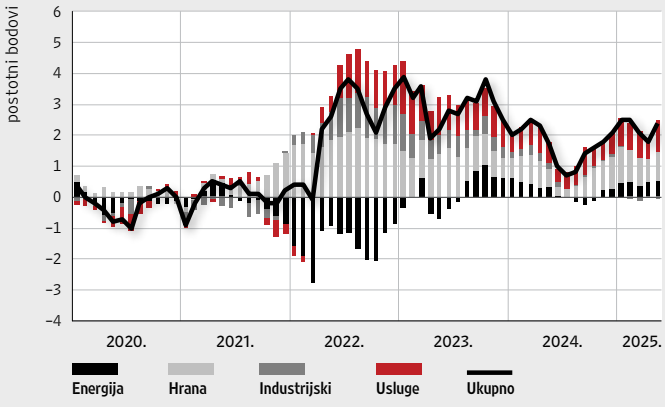
približio dugoročnom prosjeku iz pretpandemijskog razdoblja (Slika 2.).[6] Međutim, u nastavku 2024. i početkom 2025. povećanje inflacije u Hrvatskoj bilo je znatno izraženije u odnosu na prosjek europodručja, pa je inflacijski diferencijal početkom 2025. opet porastao (na 2,5 postotnih bodova). To je udaljavanje godišnje stope inflacije u Hrvatskoj od prosjeka europodručja u najvećoj mjeri odražavalo snažnije ubrzavanje inflacije cijena hrane (uključujući alkohol i duhan) u Hrvatskoj (slike 3. i 4.), pri čemu je ukupnom diferencijalu dodatno pridonio veći udio hrane u potrošačkoj košarici u Hrvatskoj nego na razini prosjeka europodručja (Tablica 1.). Ubrzavanje godišnje stope inflacije cijena hrane u Hrvatskoj s 2,5% u srpnju 2024. na 5,7% u siječnju 2025. u velikoj je mjeri odražavalo jačanje tekućih pritisaka na cijene hrane (napose u rujnu i listopadu 2024.), odnosno odstupanje više mjesečnog rasta cijena hrane od povijesno uobičajenih vrijednosti u pojedinim komponentama hrane (Slika 5.). Na to su, čini se, utjecali viši ulazni troškovi zbog rasta plaća, cijena energenata i prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu (pri čemu se ističu kava i kakao), čiji je prijenos na finalne proizvode u Hrvatskoj bio brži, te zbog vremenskih nepogoda, napose suše tijekom ljetnih mjeseci.

Slika 2. Inflacijski diferencijal između Hrvatske i prosjeka europodručja



Napomena: Temeljna inflacija isključuje cijene energije, hrane, alkohola i duhana.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

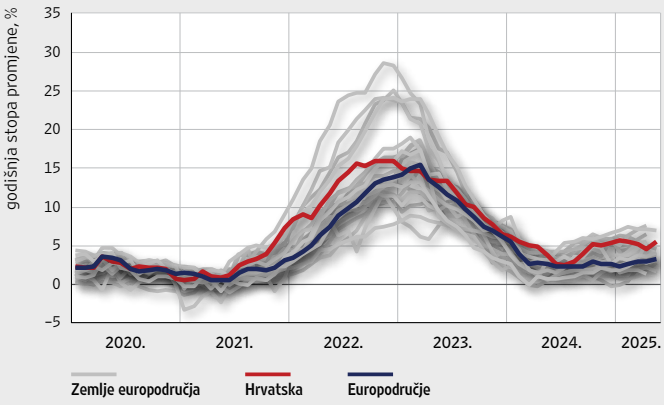
Slika 3. Razlika između ukupne inflacije i doprinosa glavnih komponenata ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj i europodručju



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

6 O inflacijskom diferencijalu u 2022. detaljnije vidjeti Okvir 3. Zašto je inflacija u Hrvatskoj viša nego u europodručju, Makroekonomska kretanja i prognoze br. 13, prosinac 2022. O inflacijskom diferencijalu u 2023. detaljnije vidjeti Okvir 4. Inflacijski diferencijal između Hrvatske i prosjeka europodručja, Polugodišnja informacija o drugom polugodištu 2023., svibanj 2024.

Slika 4. Inflacija cijena hrane u Hrvatskoj i zemljama europodručja



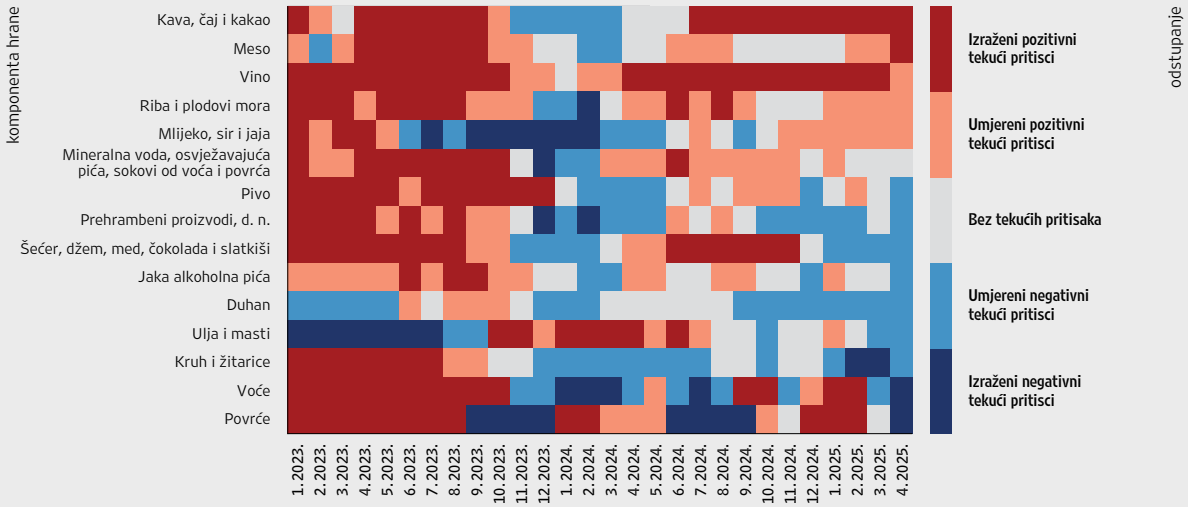
Izvor: Eurostat

Tablica 1. Struktura indeksa potrošačkih cijena u Hrvatskoj i europodručju, 2025.

u %	Hrvatska	Europodručje
Energija	12,3	9,4
Hrana	28,4	19,3
Prerađeni prehrambeni proizvodi	22,2	15,1
Neprerađeni prehrambeni proizvodi	6,2	4,3
Temeljna inflacija	59,3	71,3
Industrijski proizvodi	26,8	25,6
Usluge	32,5	45,6
Ugostiteljske usluge	8,1	9,0
Usluge smještaja	4,1	2,4
Usluge stanovanja	2,4	9,7
Ostale usluge	17,8	24,6

Izvor: Eurostat

Slika 5. Tekući pritisci u inflaciji cijena hrane i pića u Hrvatskoj

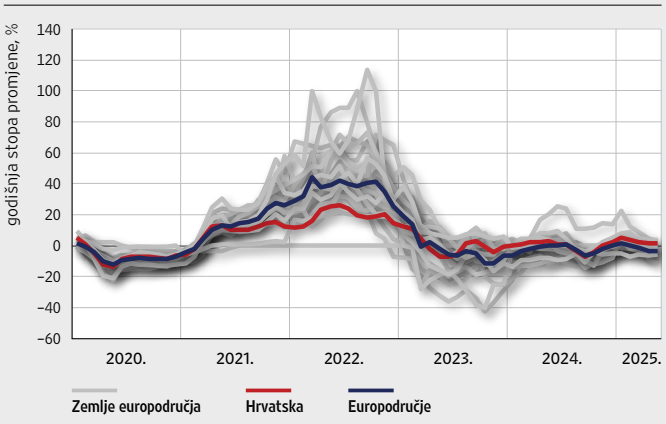


Napomena: Slika prikazuje šestomjesečni pomični prosjek odstupanja sezonski prilagođenih mjesečnih stopa promjene od njenih dugoročnih prosjeka. Komponente su razvrstane prema zbroju vrijednosti odstupanja u proteklih šest mjeseci, od najviše prema najnižoj. Rasponi: izraženi pozitivni tekući pritisci jesu odstupanja >0,5 p. b., umjereni pozitivni od 0,1 do 0,5, bez tekućih pritisaka od −0,1 do 0,1, umjereni negativni od −0,5 do −0,1, a izraženi negativni tekući pritisci su odstupanja < −0,5 postotnih bodova.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

U malo manjoj mjeri porast inflacijskog diferencijala između Hrvatske i prosjeka europodručja u drugoj polovini 2024. i početkom 2025. proizašao je i iz kretanja inflacije cijena energije i usluga. Uz hranu, najviše je na povećanje inflacijskog diferencijala u ovom razdoblju utjecalo kretanje cijena energije (Slika 6.). Povećanje administrativno reguliranih cijena plina, električne i toplinske energije u listopadu i studenome 2024. te u siječnju 2025. pridonijelo je izraženijem porastu inflacije cijena energije u Hrvatskoj u usporedbi s europodručjem. Ta su povećanja uslijedila kasnije nego u većini zemalja europodručja koje su ranije povlačile fiskalne potpore. Osim toga, povećala se razlika u inflaciji cijena usluga u Hrvatskoj u odnosu na europodručje (Slika 7.), posebno cijena u ugostiteljstvu i smještaju. Činitelji koji utječu na rast cijena tih usluga uključuju, prije svega, znatan rast plaća tijekom 2024., prelijevanje prijašnjeg rasta ulaznih troškova izazvanog porastom cijena energije i hrane u uvjetima snažne domaće potražnje te solidne potražnje

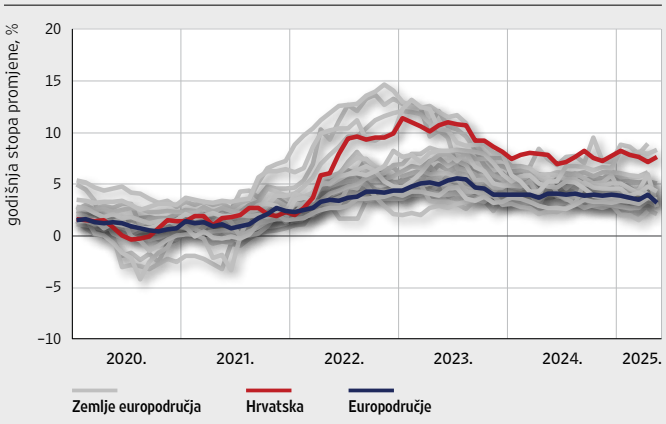
stranih posjetitelja za ugostiteljskim uslugama i uslugama smještaja kao i snažnog rasta domaće potražnje u okružju izrazitog povećanja plaća. Tomu nasuprot inflacija cijena industrijskih proizvoda, koji su međunarodno razmjenjiva dobra kojima se uvelike trguje u uvjetima snažnije konkurencije, u Hrvatskoj i europodručju u ovom razdoblju bila je podjednaka na vrlo niskoj razini, pa ova skupina proizvoda uglavnom nije pridonosila inflacijskome diferencijalu.

Slika 6. Inflacija cijena energije u Hrvatskoj i zemljama europodručja



Izvor: Eurostat

Slika 7. Inflacija cijena usluga u Hrvatskoj i zemljama europodručja



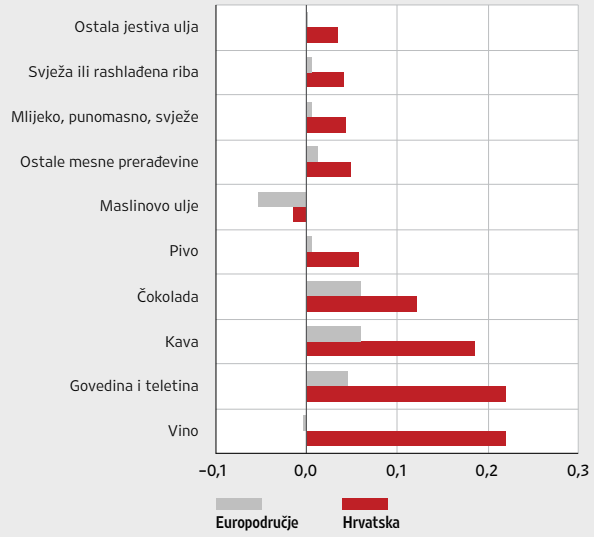
Izvor: Eurostat

Recentni podaci upućuju na to da se inflacijski diferencijal u ožujku i travnju smanjio zahvaljujući izrazitijem usporavanju inflacije cijena hrane i usluga u Hrvatskoj nego na razini prosjeka europodručja, ali takva su kretanja prekinuta u svibnju, kada je inflacijski diferencijal ponovo porastao pod utjecajem relativnoga kretanja cijena usluga i hrane. Nakon što je u siječnju i veljači 2025. inflacija u Hrvatskoj bila viša nego na razini prosjeka europodručja za 2,5 postotnih bodova, do travnja ta se razlika smanjila na 1,8 postotnih bodova. To je smanjenje bilo rezultat smanjenja razlike u doprinosima cijena hrane i usluga ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj i europodručju, i to za po 0,3 postotna boda. Unatoč tom smanjenju, cijene hrane u travnju i nadalje su najviše pridonosile preostalom inflacijskom diferencijalu; od 1,8 postotnih bodova ukupnoga inflacijskog diferencijala na cijene hrane odnosilo se 0,7 postotnih bodova. Pritom je razilaženje u doprinosima ukupnoj inflaciji pojedinih potkomponenata hrane u Hrvatskoj i europodručju u travnju[7] uglavnom bilo koncentrirano u skupini od samo desetak od ukupno sedamdesetak grupa proizvoda (Slika 8.), a najviše na vino, govedinu i teletinu, kavu, čokoladu i pivo. Na smanjenje inflacijskih pritisaka na cijene hrane u Hrvatskoj djelovale su i nove mjere Vlade vezane uz ograničavanje maloprodajnih cijena određenih proizvoda (pretežno prehrambenih), koje su stupile na snagu u veljači 2025. godine. Nakon cijena hrane, ukupnome inflacijskom diferencijalu u travnju s po 0,5 postotnih bodova pridonosile su cijene usluga i energije. Pritom je veći doprinos cijena usluga ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj nego u europodručju poglavito proizlazio iz većeg doprinosa cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja (Slika 9.). Nadalje, u travnju je viši doprinos cijena energije ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj nego u europodručju ponajviše odražavao veći doprinos cijena električne energije i, u puno manjoj mjeri, cijena plina povezano s postupnim povlačenjem

7 Posljednji raspoloživi detaljni podaci odnose se na travanj 2025.

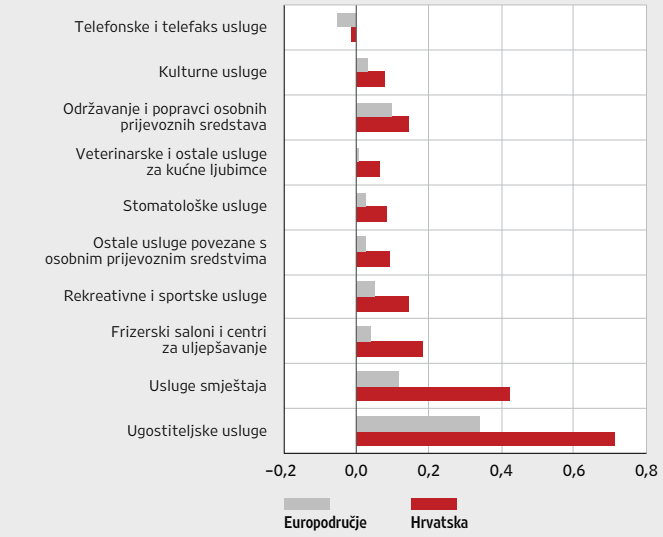
fiskalnih potpora koje su cijene tih energenata održavale stabilnima. Od ukupnoga inflacijskog diferencijala od 2,4 postotna boda u svibnju 2025. godine po 1,0 postotni bod odnosio se na cijene hrane i na cijene usluga, dok je doprinos cijena energije iznosio 0,5 postotnih bodova.

Slika 8. Doprinos potkomponenata inflacije cijena hrane ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj i europodručju u travnju 2025.



Napomena: Prikazane su potkomponente s najvećom pozitivnom razlikom u doprinosima.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 9. Doprinos potkomponenata inflacije cijena usluga ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj i europodručju u travnju 2025.



Napomena: Prikazane su potkomponente s najvećom pozitivnom razlikom u doprinosima.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Ukupno gledajući, inflacijski diferencijali odražavaju djelovanje različitih strukturnih i cikličkih činitelja, pri čemu je viša razina inflacije u Hrvatskoj od prosjeka europodručja uvelike rezultat snažnijega gospodarskog rasta u Hrvatskoj, koji poglavito proizlazi iz izraženijeg porasta domaće potražnje praćenog snažnim rastom plaća. Hrvatska se nalazi među zemljama s najvišim stopama rasta plaća, a njihovo kretanje i nadalje je pod utjecajem izražene potražnje za radom u uvjetima povijesno niske nezaposlenosti te nepovoljnih demografskih kretanja. Snažan rast realnoga raspoloživog dohotka rezultirao je izrazitijim rastom osobne potrošnje u Hrvatskoj nego na razini prosjeka europodručja. Poticaj potražnji u Hrvatskoj dala je i ekspanzivna fiskalna politika te znatno povećanje plaća u javnom sektoru, kao i priljev sredstava iz fondova EU-a. U okolnostima relativno snažne potražnje, poduzeća rast troškova rada dijelom nastoje prevaliti na krajnje potrošače povećavanjem cijena dobara i usluga.[8] Veći doprinos cijena hrane inflaciji u Hrvatskoj odražava viši rast cijena hrane, ali i viši udio te komponente u potrošačkoj košarici u Hrvatskoj u odnosu na prosjek europodručja, što se, među ostalim, može objasniti nižim stupnjem gospodarske razvijenosti i relativno visokom razinom cijena prehrambenih proizvoda. Za razliku od toga, udio usluga u potrošačkoj košarici manji je u Hrvatskoj te umanjuje doprinos snažnijeg porasta cijena usluga ukupnoj inflaciji, ali viši ponder usluga smještaja zbog velike potrošnje stranih turista pojačava doprinos snažnog porasta njihovih cijena inflacijskom diferencijalu. Osim toga, u Hrvatskoj se kasnije počelo s povlačenjem energetskih potpora kućanstvima u odnosu na

8 Više o tome kako porast plaća može voditi višim stopama inflacije u okružju u kojemu dominiraju šokovi potražnje vidjeti u blogu HNB-a: Ivanac, F., Kunovac, D. i Nadoveza, O. (2024.), *Kako porast plaća utječe na inflaciju*, 29. kolovoza.

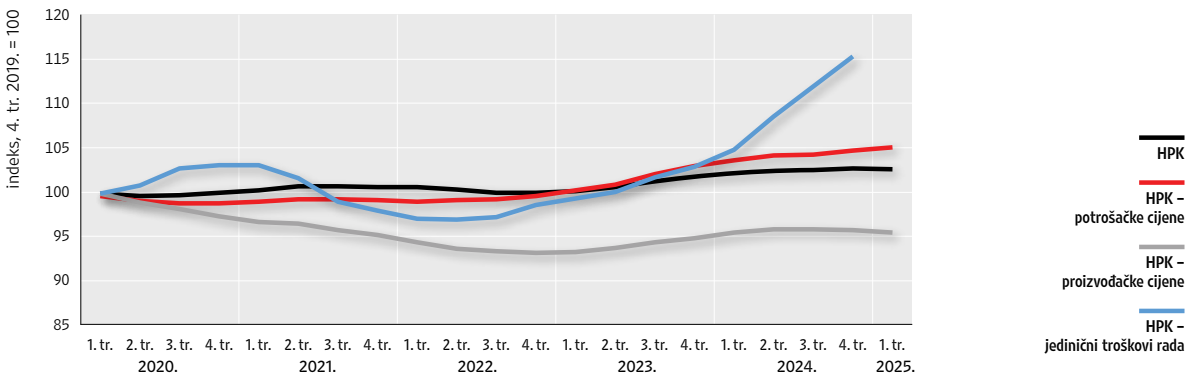
druge zemlje. Nadalje, kako se Hrvatska približava prosjeku europodručja u smislu gospodarskog razvoja, viša inflacija rezultat je i prateće konvergencije cijena.

Sljedeće godine očekuje se snažnije usporavanje inflacije u Hrvatskoj u usporedbi s prosjekom europodručja. Prema najnovijim prognozama Hrvatske narodne banke i Europske središnje banke iz lipnja 2025., razlika u prosječnoj godišnjoj stopi inflacije u Hrvatskoj i na razini prosjeka europodručja mogla bi u 2025. ostati slična kao u prethodnoj godini te iznositi 1,6 postotnih bodova. Međutim, u sljedećoj godini inflacijski diferencijal trebao bi se smanjiti na 1,0 postotni bod, što je malo više od razine dugoročnog prosjeka iz razdoblja prije pandemije.

3.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom

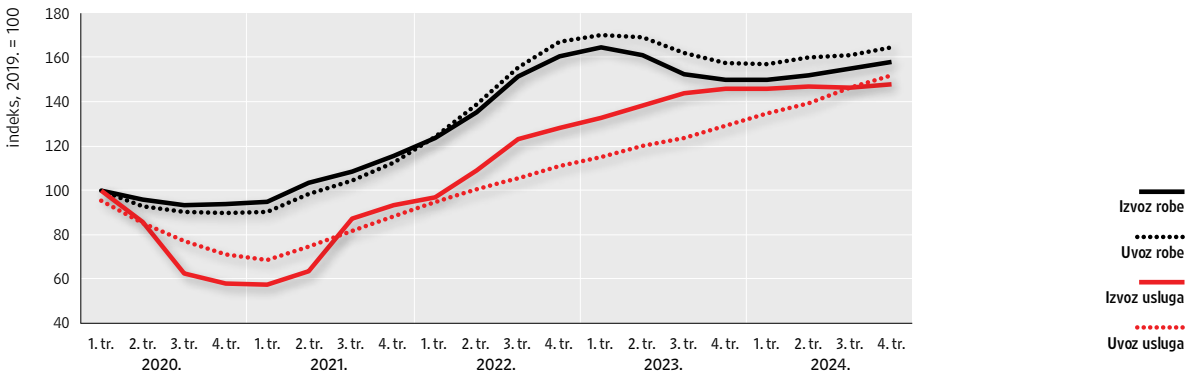
Većina pokazatelja upućuje na nastavak pogoršavanja konkurentnosti hrvatskoga gospodarstva u odnosu na glavne trgovinske partnere na početku 2025. godine. Pokazatelj troškovne konkurentnosti koji uzima u obzir relativne promjene jediničnih troškova u Hrvatskoj u odnosu na trgovinske partnere (HPK-ULC) upućuje na nastavak snažnog pogoršavanja koje se bilježi još od sredine 2022. godine (Slika 3.4.1.). U tome je veliku ulogu imao i relativno snažan rast plaća, osobito u javnom sektoru, koji je bio znatno brži od rasta produktivnosti rada. Osim troškovne konkurentnosti hrvatskoga gospodarstva, nastavilo se i nepovoljno kretanje pokazatelja cjenovne konkurentnosti deflacioniranog relativnim potrošačkim cijenama (HPK-CPI), iako se intenzitet njegova pogoršavanja ublažio kako su inflatorni pritisci popuštali tijekom godine. Istodobno se pokazatelj deflacioniran proizvođačkim cijenama (HPK-PPI) stabilizirao ispod pretpandemijskih razina.

Slika 3.4.1. Harmonizirani pokazatelji konkurentnosti



Napomena: Porast pokazatelja označuje aprecijaciju. Serije su prikazane kao pomični prosjek četiriju tromjesečja.
Izvor: HNB

Slika 3.4.2. Izvoz i uvoz robe i usluga

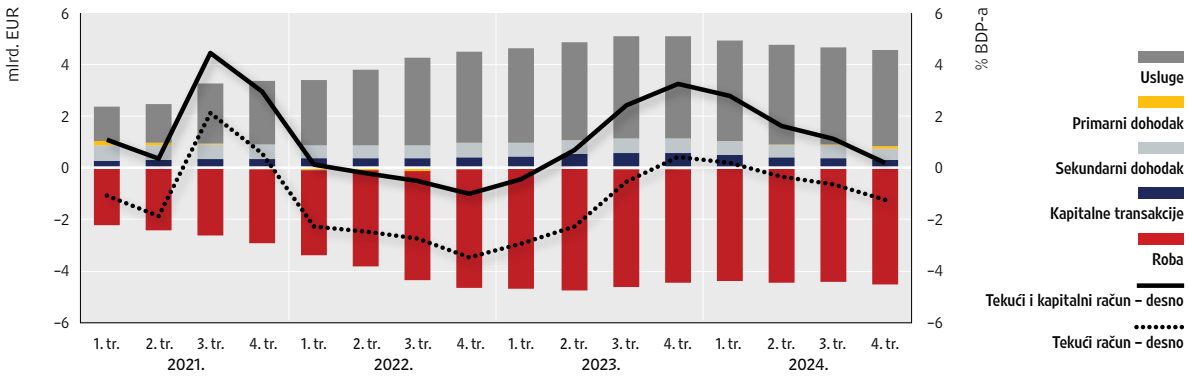


Napomena: Serije su prikazane kao pomični prosjek četiriju tromjesečja.
Izvor: HNB

Pogoršanje cjenovne i troškovne konkurentnosti domaćega gospodarstva odražava se i na razmjenu s inozemstvom, poglavito u segmentu usluga. Godišnji se rast robnog izvoza

postupno ubrzavao prema kraju 2024. godine, a u posljednjem tromjesečju iznosio je 7,4%. Malo je to brže od prosječnog rasta izvoza drugih članica EU-a, pa je i tržišni udio hrvatskog izvoza na europskom tržištu nastavio rasti. Slična dinamika vidi se i kod robnog uvoza, čiji se rast do kraja godine ubrzao na 8,8%. Posljedično se vanjskotrgovinski manjak povećao za 10,7%, ali se zbog još bržeg rasta bruto domaćeg proizvoda njegov udio u BDP-u smanjio na 22,4%. Početkom 2025. godine nastavila se slična dinamika robne razmjene, uz široko rasprostranjen rast robnog izvoza te postupno usporavanje rasta robnog uvoza zbog usporavanja rasta domaće potražnje. Dok je prijašnjih godina poboljšanje salda izvoza usluga uvelike nadomještalo pogoršanje robnog salda, pozitivan se saldo u razmjeni usluga posljednjih nekoliko tromjesečja smanjivao (Slika 3.4.2.). Prema podacima platne bilance, izvoz usluga zabilježio je u 2024. skroman godišnji rast od samo 1,4%, čemu je najviše pridonio pad izvoza usluga oplemenjivanja robe nakon iznadprosječnih rezultata u 2023., te skroman rast izvoza turističkih usluga (2,7%) zbog slabljenja cjenovne konkurentnosti koje se bilježi u tom sektoru nakon pandemije. Istodobno je uvoz usluga porastao za 17,6% u 2024., u čemu najviše turistička potrošnja rezidenata u inozemstvu, što je rezultiralo primjetnim pogoršanjem salda usluga. Tako se u postotku BDP-a pozitivan saldo usluga smanjio s 20,3% BDP-a na 17,6% BDP-a.

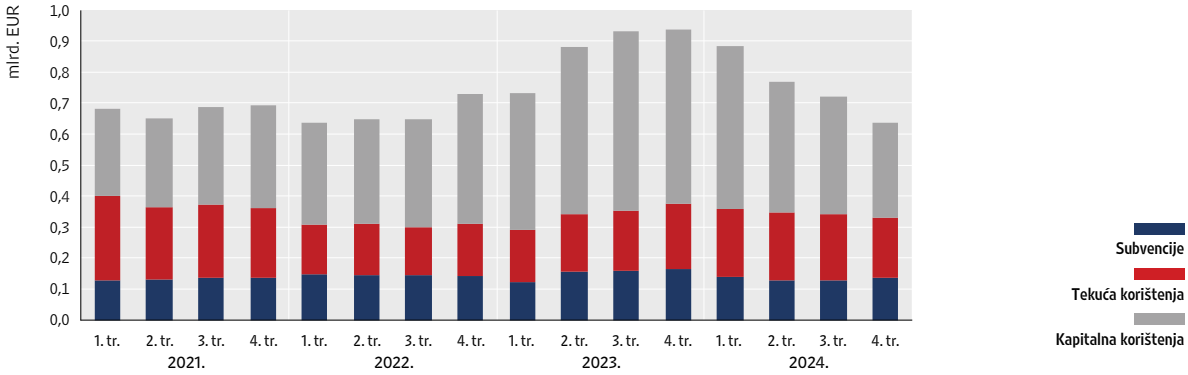
Slika 3.4.3. Platna bilanca



Napomena: Serije su prikazane kao pomični prosjek četiriju tromjesečja.
Izvor: HNB

Opisana kretanja u razmjeni robe i usluga bila su glavni činitelj pogoršavanja ukupnoga salda tekućega i kapitalnog računa platne bilance tijekom 2024. godine. Nakon što se višak tekućega i kapitalnog računa smanjio s 3,3% BDP-a na kraju 2023. na 1,6% BDP-a sredinom 2024. godine, u drugoj se polovini protekle godine nastavio smanjivati podjednakim intenzitetom, a u cijeloj je 2024. iznosio samo 0,2% BDP-a (Slika 3.4.3.). Osim razmjene robe i usluga, nepovoljnim je kretanjima znatno pridonijelo i cikličko smanjivanje korištenja sredstava iz fondova EU-a s obzirom na to da je 2023. godine završila mogućnost korištenja sredstava iz ranije prethodne financijske perspektive (za razdoblje od 2014. do 2020. godine) kao i sredstava iz Europskog fonda solidarnosti namijenjenog obnovi nakon potresa (Slika 3.4.4.).

Slika 3.4.4. Korištenje fondova EU-a



Napomena: Serije su prikazane kao pomični prosjek četiriju tromjesečja.
Izvor: MF

U skladu sa smanjivanjem viška na tekućem i kapitalnom računu, na financijskom je računu platne bilance Hrvatske tijekom 2024. zabilježen znatno manji neto odljev kapitala nego u prethodnoj godini. Iako su neto odljevi smanjeni (0,8 mlrd. EUR u 2024. naprama 3,8 mlrd. EUR u 2023.), promjene inozemne imovine i obveza domaćih sektora bile su znatno veće nego u 2023. Te su promjene velikim dijelom povezane sa središnjom bankom, čije upravljanje financijskom imovinom i posredovanje u financijskim transakcijama između hrvatskih i ostalih banaka u europodručju uvelike utječe na promjene ukupne inozemne imovine i obveza, ali je neutralno na razini ukupnog salda financijskog računa platne bilance. Kod ostalih sektora, bez središnje banke, ostvaren je neto odljev kapitala, i to isključivo kao nastavak njihova razduživanja prema inozemstvu, dok su na osnovi vlasničkih ulaganja ostvareni neto priljevi od oko 2 mlrd. EUR, za oko četvrtinu veći nego godinu prije.

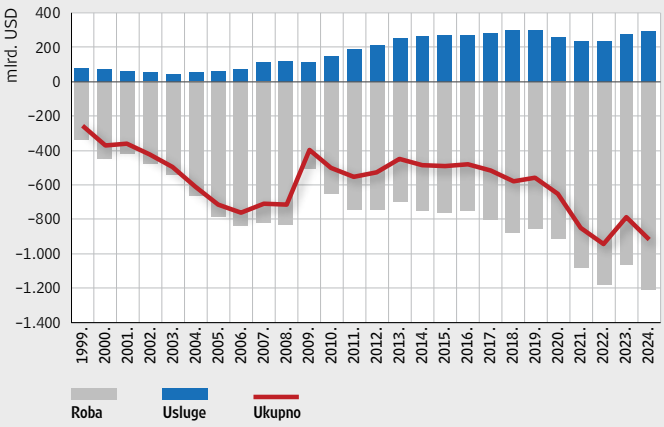
OKVIR 2.

Trgovinski odnosi Europske unije i SAD-a te mogući utjecaj nove američke trgovinske politike na europsko gospodarstvo

Neizvjesnost oko američke trgovinske politike, koja traje već dulje vrijeme, kulminirala je u travnju 2025. uvođenjem visokih carina na uvoz iz Kine te znatnim pooštravanjem trgovinskih odnosa s većinom ključnih američkih trgovinskih partnera, uključujući i Europsku uniju. Ovo naglo pogoršanje globalnih trgovinskih odnosa izazvalo je kratkoročne turbulencije na financijskim tržištima te pogoršanje globalnoga poslovnog raspoloženja. Promjene američke trgovinske politike mogle bi se, barem kratkoročno, odraziti na usporavanje globalnoga gospodarskog rasta i jačanje inflatornih pritisaka. Europsko gospodarstvo, kao jedan od najvažnijih američkih trgovinskih partnera, moglo bi se suočiti s padom izvoza i smanjenjem investicija, osobito u sektorima snažno oslonjenima na američko tržište. Iako je hrvatsko gospodarstvo među manje izloženim članicama EU-a, ne treba zanemariti negativan utjecaj povećane neizvjesnosti na gospodarsku aktivnost niti moguće neizravne učinke slabljenja potražnje iz zemalja partnera. Utjecaj američkih carina na inflaciju u europodručju procjenjuje se kao vrlo mali, osobito u slučaju izostanka protumjera i postizanja trgovinskog dogovora.

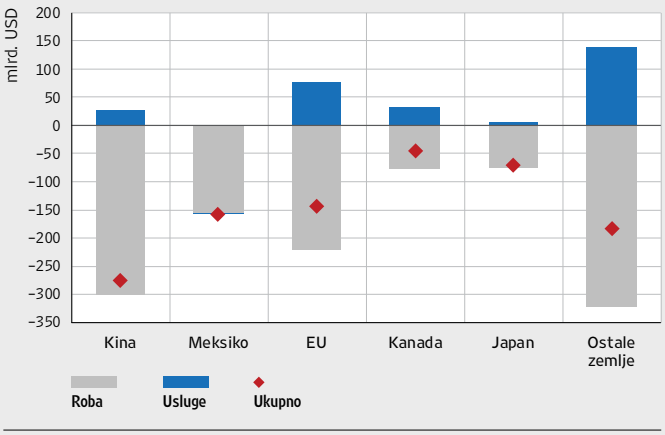
Početkom 2025. godine američka je administracija intenzivirala svoju protekcionističku politiku pooštravanjem trgovinskog režima prema ostatku svijeta. Sjedinjene Američke Države ostvaruju manjak u robnoj razmjeni s inozemstvom, koji je u 2024. iznosio 1.213 mlrd. USD ili 4,2% američkog BDP-a (Slika 1.), i to najviše u razmjeni s Kinom, Meksikom i Kanadom te zemljama Europske unije. Sjedinjene Američke Države najveći su svjetski neto uvoznik raznih kapitalnih proizvoda (industrijskih strojeva, aparata i uređaja), potom potrošačke elektronike, automobila te farmaceutskih proizvoda. Dio manjka u razmjeni robe nadomješta se viškom u razmjeni usluga, koji je u 2024. iznosio 295 mlrd. USD ili 1% američkog BDP-a, a većinom se ostvaruje zahvaljujući izvozu turističkih, poslovnih, financijskih te informatičkih usluga. Pritom su najveći neto uvoznik usluga iz SAD-a zemlje Europske unije (Slika 2.).

Slika 1. Vanjskotrgovinski saldo SAD-a u razmjeni robe i usluga



Izvor: *Bureau of Economic Analysis*

Slika 2. Vanjskotrgovinski saldo SAD-a prema najvažnijim partnerima, 2023.



Izvor: UN

Val pooštravanja carinskih mjera započeo je u veljači 2025. uvođenjem carine od 25% na uvoz iz Meksika i Kanade (uz djelomične iznimke), dok su kineski proizvodi opterećeni dodatnom carinom od 10%. Kina je ubrzo odgovorila carinama od 10 – 15% na odabrane američke poljoprivredne i energetske proizvode, a Kanada carinama od 25% na oko 40% američkog uvoza. U ožujku su carine od 25% na uvoz čelika i aluminija proširene na sve zemlje, nakon čega je najavljena carina od 25% na uvoz automobila i auto-dijelova. Početkom travnja američka je administracija predstavila plan trgovinskih mjera koji uključuje univerzalnu carinu od 10% (za sve zemlje osim Kanade i Meksika) i posebne tzv. "recipročne carine" definirane pojedinačno za svaku zemlju[9], uz izuzeće strateški važnih proizvoda[10]. Ubrzo je uslijedila snažna reakcija Kine, pa je SAD podigao carinske stope na kineski uvoz na čak 145%, na što je Kina odgovorila carinom od 125%. Time su efektivne carinske stope[11] na uvoz SAD-a dosegnule razine nezabilježene u modernoj povijesti (Slika 3.), uz drastičan porast carina na uvoz iz svih važnih partnera (Slika 4.). No, uskoro je došlo do popuštanja, najprije do izuzeća kineskih elektroničkih uređaja od carina, a potom i odgode primjene tzv. "recipročnih" carina na 90 dana za ostale zemlje. Dodatni zaokret dogodio se sredinom svibnja, kada su pregovori s Kinom donijeli privremeno smanjenje američkih carina na 30%, odnosno kineskih carina na 10%, međutim na proizvode iz EU-a najavljeno je povećanje recipročnih carina za još 30% nakon isteka odgode, kao i veće carine na uvoz aluminija i čelika u visini od 50%. U međuvremenu nastavljeni su bilateralni pregovori, nakon kojih će tek biti definiran okvir trgovinske politike SAD-a prema pojedinim zemljama, a i primjena recipročnih carina dovedena je u pitanje nakon što je krajem svibnja Američki sud za međunarodnu trgovinu (engl. *U.S. Court for International Trade*) ustvrdio da su uvođenjem carina nakon 2. travnja prekoračene predsjedničke ovlasti. Međutim, carine su i nadalje na snazi dok Žalbeni sud SAD-a za savezni okrug (engl. *U.S.*

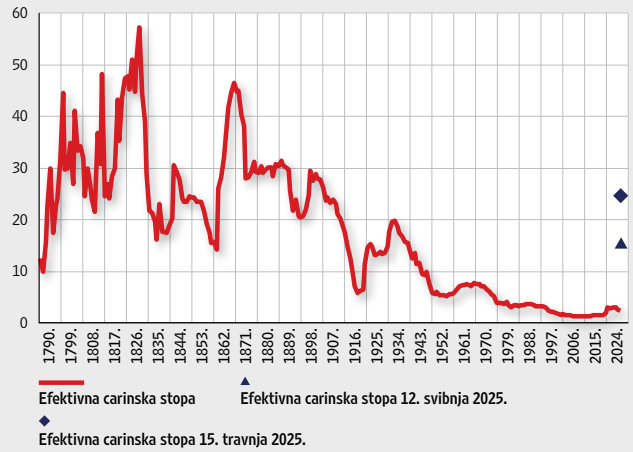
9 Za članice Europske unije tzv. "recipročna carina" iznosi 20%.

10 Farmaceutski proizvodi, mikročipovi, energenti, drvo, bakar i specifični minerali.

11 Efektivna carinska stopa jest ponderirani prosjek stvarno primijenjenih carinskih stopa, s ponderima zasnovanima na udjelima pojedinih proizvoda i zemalja u ukupnom uvozu.

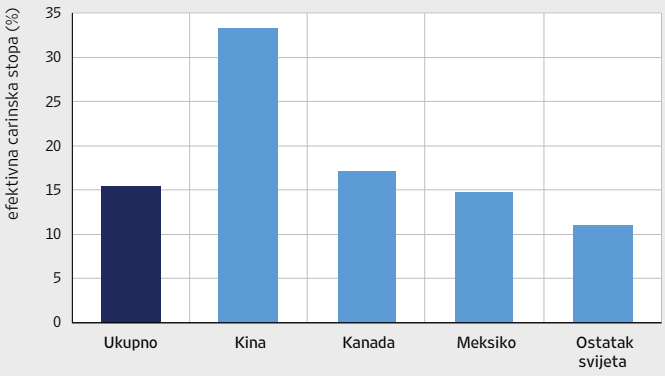
Court of Appeals for the Federal Circuit) razmatra žalbu američke administracije na odluku Američkog suda za međunarodnu trgovinu.

Slika 3. Efektivne carinske stope na američki uvoz



Napomena: Efektivna carinska stopa 15. travnja uključuje carine od 145% na uvoz iz Kine, 25% na čelik, aluminij i automobile te privremeno smanjenu tzv. "recipročnu" stopu na 10%. Stopa 12. svibnja uključuje stopu na uvoz iz Kine od 30%, rabat na automobilske carine te trgovinski sporazum s UK-om.
Izvor: ***The Budget Lab at Yale***

Slika 4. Efektivne carinske stope na američki uvoz iz odabranih zemalja

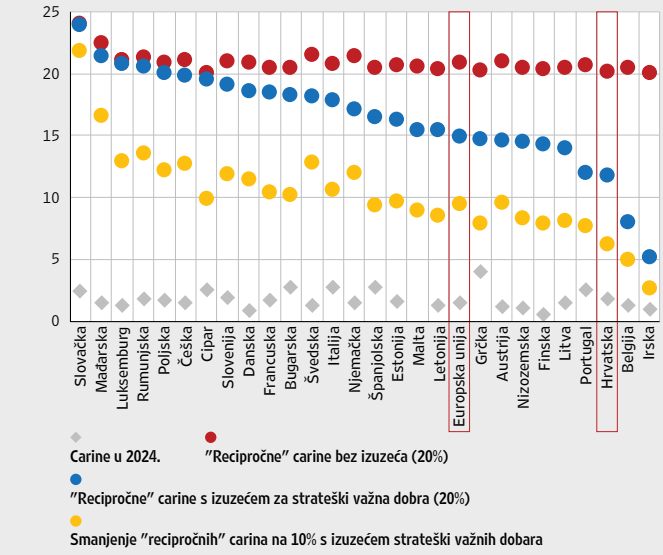


Napomena: Prikazane su efektivne carinske stope na dan 15. svibnja 2025., a ukupna stopa jest ponderirani prosjek efektivnih stopa za pojedine zemlje.
Izvor: ***The Budget Lab at Yale at Yale***

Efektivne carinske stope na američki uvoz iz većine članica Europske unije bile su do travnja ove godine prilično niske i uglavnom nisu prelazile 2 do 3% (Slika 5.). Stope su bile malo veće za zemlje poput Grčke, koja izvozi poljoprivredne proizvode i prerađenu hranu koja podliježe većim carinama. Nasuprot tome, skandinavske zemlje, Njemačka i Nizozemska izvoze više industrijskih strojeva, farmaceutskih proizvoda i automobila, koji su dosad imali nultu ili nisku carinu. Povećanje efektivnih stopa za pojedine članice nakon travnja ovisi o strukturi njihova izvoza u SAD. Tako je povećanje efektivne carinske stope relativno veće za zemlje koje izvoze relativno malo strateških proizvoda izuzetih od carina, a relativno puno proizvoda koji će biti opterećeni većom carinom nego dosad (automobili i auto-dijelovi te željezo i aluminij). Posljedično je porast efektivne stope najveći za Slovačku i Mađarsku, koje izvoze proizvode automobilske industrije, a najmanji kod Irske, Belgije i Hrvatske, koje izvoze relativno puno strateški važnih proizvoda, posebice farmaceutskih proizvoda.

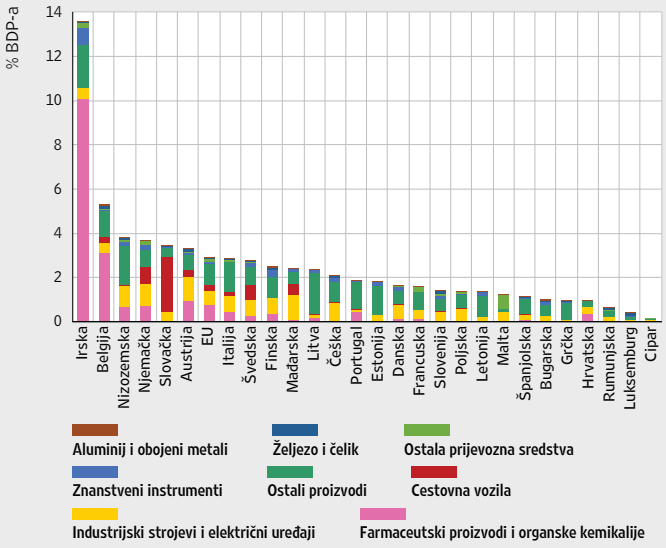
Američke carine negativno utječu na globalno gospodarstvo putem direktnih i indirektnih kanala. Direktno, povećavaju cijene stranih proizvoda na američkom tržištu, smanjujući njihovu konkurentnost, što može dovesti do pada izvoza, smanjenja zaposlenosti i usporavanja rasta, posebice u zemljama koje su relativno više izložene američkom tržištu. Indirektno, dovode do slabljenja globalne potražnje i porasta neizvjesnosti koji obeshrabruje investicije i potrošnju, čak i u zemljama koje ne ovise o američkom tržištu. Osim što negativno utječu na gospodarsku aktivnost, carine mogu utjecati i na globalnu inflaciju. S jedne strane, povećavaju troškove poslovanja i mogu potaknuti rast potrošačkih cijena, no, s druge strane, slabljenje globalne potražnje može dovesti do pada cijena energenata i sirovina, što ublažava inflacijske pritiske.

Slika 5. Efektivne carinske stope na uvoz robe iz Europske unije u SAD



Napomena: Dana 2. travnja 2025. uvedena je tzv. "recipročna" carina od 20%, s izuzetkom strateški važne robe i proizvoda koji su već bili podložni carinama. Primjena carina odgođena je 9. travnja na 90 dana, a tijekom prijelaznog razdoblja primjenjivat će se univerzalna stopa od 10%.
Izvori: WITS; Eurostat; izračun HNB-a

Slika 6. Robni izvoz članica EU-a u SAD prema proizvodima

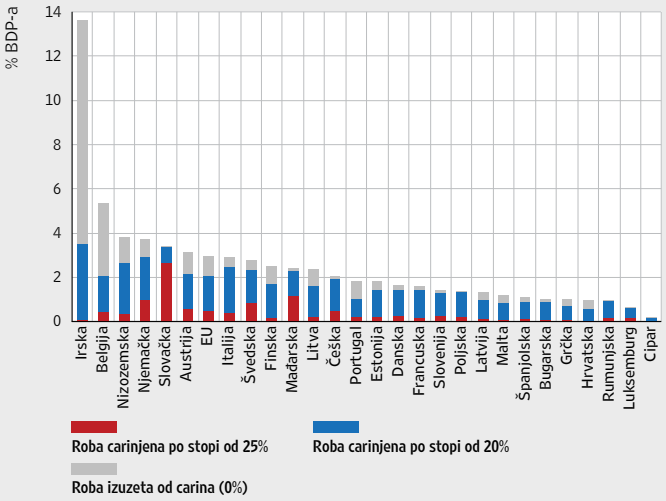


Napomena: Podaci se odnose na 2024. godinu.
Izvor: Eurostat

Što se tiče europskoga gospodarstva, izravni učinci povećanja carina ne bi trebali biti izraženi zbog relativno male izloženosti američkom tržištu. Naime, iako su Sjedinjene Američke Države među najvažnijim trgovinskim partnerima Europske unije, ukupni izvoz u SAD čini 3% BDP-a Unije (Slika 6.), a uzmu li se u obzir i izuzeća strateških proizvoda, tada bi carinama bio obuhvaćen izvoz u vrijednosti od samo 2% BDP-a (Slika 7.). Istodobno, međutim, povećanje neizvjesnosti i slabljenje inozemne potražnje moglo bi povećati ranjivost pojedinačnih poduzeća, posebice onih koja veći dio svoga izvoza plasiraju upravo na američko tržište (Slika 8.). Ipak, postoje i pozitivni rizici za rast europskoga gospodarstva koji će najviše ovisiti o tijeku pregovora između najvažnijih partnera SAD-a. Naime, kad bi carine prema Europskoj uniji ostale relativno niže u usporedbi s onima koje se primjenjuju na druge zemlje, Europska bi unija mogla postati cjenovno konkurentnija i povećati svoj udio na američkom tržištu.

Rizici za inflaciju u europodručju povezani s trgovinskim ratom dvojaki su. Kratkoročno, prevladavaju rizici niže inflacije jer bi pad cijena energenata i sirovina, koji se već djelomično materijalizirao, mogao ublažavati pritiske povezane s rastom troškova poslovanja poduzeća. Pozitivni inflatorni pritisci mogu se očekivati jedino u slučaju neuspjelih trgovinskih pregovora između SAD-a i Europske unije. Naime, uvođenje europskih carina na američki uvoz moglo bi poskupjeti uvoz određenih poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda, alkoholnih pića i motornih vozila. U srednjem roku uglavnom prevladavaju rizici više inflacije zbog dugotrajne neizvjesnosti, premda bi preusmjeravanje kineskog izvoza prema Europi, osobito ako prepreke za uvoz kineskih proizvoda na američko tržište ostanu vrlo visoke, moglo imati deflacijski učinak.

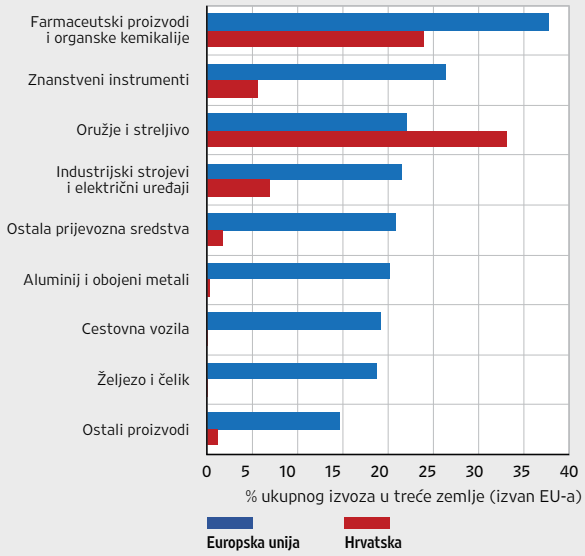
Slika 7. Robni izvoz članica EU-a u SAD prema carinskom opterećenju



Napomena: Carinska stopa od 25% primjenjuje se na željezo, čelik te automobile i automobilske dijelove. Proizvodi izuzeti od carina obuhvaćaju farmaceutske i kemijske proizvode, poluvodiče, energente, drvo, bakar, rijetke minerale i drugu sličnu robu. Za sve ostale proizvode primjenjuje se tzv. "recipročna" stopa od 20%. Prikazane su najavljene stope do sredine svibnja.

Izvori: Eurostat; Federal Register; izračun HNB-a

Slika 8. Udio SAD-a u ukupnom izvozu izvan EU-a



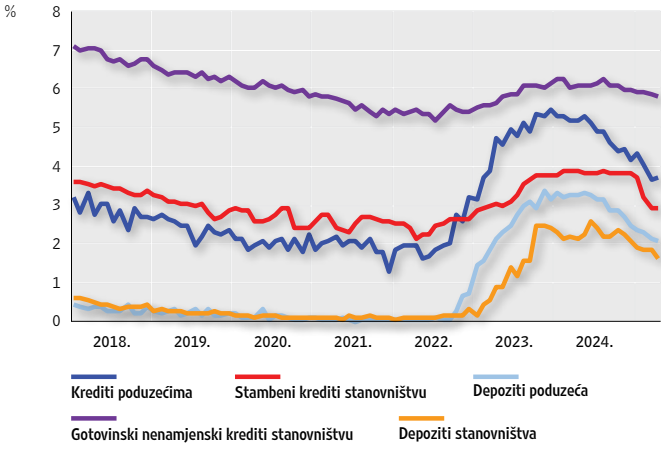
Napomena: Podaci se odnose na 2024. godinu.

Izvor: Eurostat

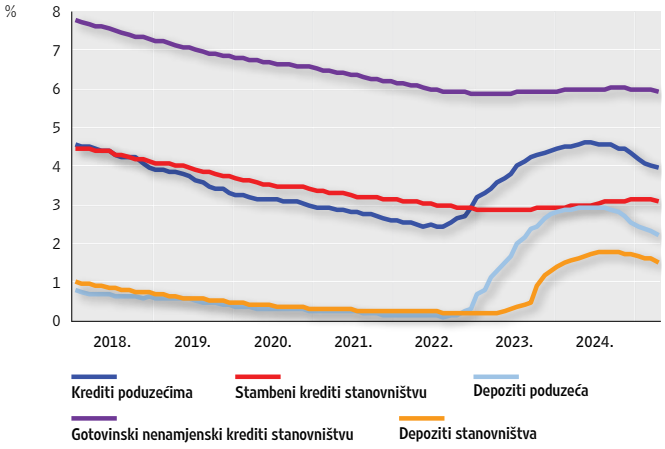
3.5. Bankovni sustav

Uvjeti financiranja poduzeća i stanovništva nastavili su se poboljšavati u prva četiri mjeseca 2025. godine. Prosječne kamatne stope na novoodobrene kredite nefinancijskim poduzećima nastavile su trend smanjivanja započet još početkom 2024. i u travnju 2025. spustile su se na 3,7%, što je za 40 baznih bodova manje u odnosu na kraj prošle godine i za 169 baznih bodova manje u odnosu na kraj 2023., kada je zabilježena najviša razina tijekom posljednjeg ciklusa povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a (Slika 3.5.1.). Pad kamatnih stopa na kredite poduzećima zrcali kretanje EURIBOR-a, s obzirom na to da je oko polovine novoodobrenih kredita poduzećima vezano uz EURIBOR kao referentni parametar, a u nešto manjoj mjeri i smanjenje prosječne fiksne kamatne stope uz koju se odobrava također oko polovine novih kredita poduzećima. Pad tržišnih kamatnih stopa vidljiv je i na postupnom i blagom smanjenju prosječne kamatne stope na postojeće kredite koja je u travnju iznosila 4,0% (Slika 3.5.2.). Nakon što se trošak zaduživanja stanovništva tijekom 2024. nije bitnije mijenjao, stanovništvo se u travnju ove godine zaduživalo po nižoj prosječnoj kamatnoj stopi nego krajem 2024., i to za 18 baznih bodova za novoodobrene gotovinske nenamjenske kredite (5,77%) te za 92 bazna boda za stambene kredite (2,90%). Naime, u siječnju je jedna sistemski važna banka snizila kamatne stope na stambene kredite, a u veljači i ožujku snizile su ih i ostale sistemski važne banke. U odnosu na najvišu razinu iz travnja 2024., prosječna kamatna stopa na novougovorene stambene kredite u travnju ove godine bila je niža za 99 baznih bodova, a na gotovinske nenamjenske kredite za 50 baznih bodova u odnosu na najvišu razinu iz siječnja 2024.

Slika 3.5.1. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite te oročene depozite poduzeća i stanovništva



Slika 3.5.2. Kamatne stope na postojeće kredite te oročene depozite poduzeća i stanovništva



Napomena: Podaci do prosinca 2022. odnose se na kredite odnosno depozite u kunama, kunama s valutnom klauzulom uz euro i eurima, a od siječnja 2023. na kredite i depozite u eurima. Podaci se odnose na prvi put ugovorene kredite odnosno prvi put oročene depozite, pri čemu su kod depozita isključena oročenja do jednog mjeseca.
Izvor: HNB

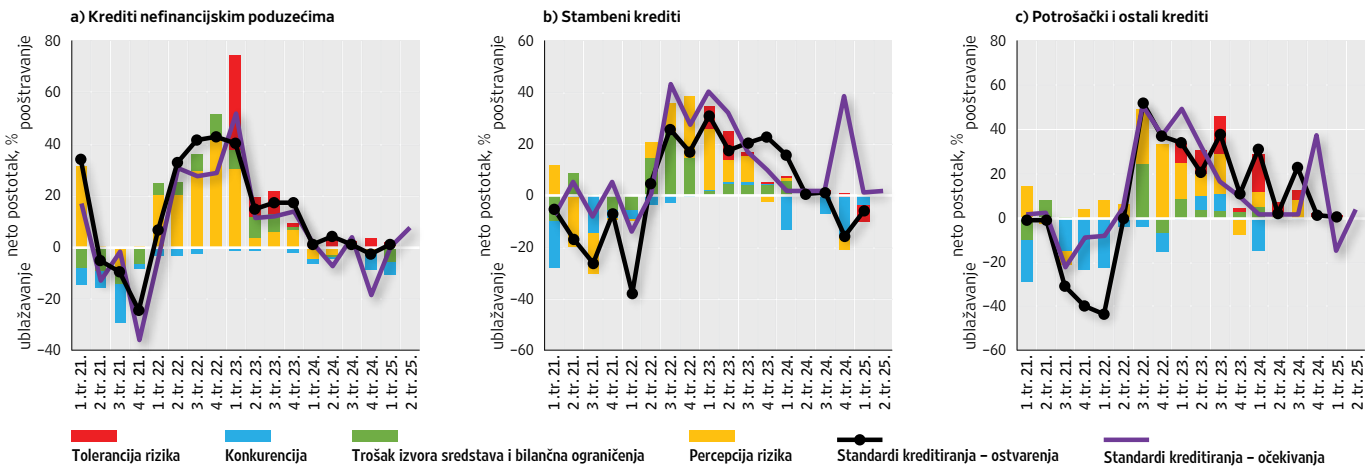
Kamatne stope na oročene depozite poduzeća i stanovništva također su se smanjile u 2025. Odražavajući smanjenje tržišnih kamatnih stopa u okružju ublažavanja restriktivnosti monetarne politike, nastavio se i trend smanjenja prosječne kamatne stope na prvi put oročene depozite poduzeća koja je u travnju iznosila 2,1%, što je za 43 bazna boda manje nego na kraju prošle godine odnosno 130 baznih bodova manje od najviše dosegnute razine u studenome 2023. (Slika 3.5.1.).

Istodobno je kamatna stopa na prvi put oročene depozite stanovništva u travnju pala na 1,6%, nakon što je tijekom gotovo cijele 2024. godine oscilirala u rasponu od 2,1% do 2,7%, potaknuta uglavnom višim kamatnim stopama koje su pojedine banke nudile na oročenja i većim iznosima sredstava čije je oročavanje obnavljano.

Rezultati Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka također upućuju na ublažavanje uvjeta financiranja poduzeća i stanovništva. Veća tolerancija rizika i jačanje konkurencije među bankama djelovali su u smjeru ublažavanja standarda odobravanja stambenih kredita, dok se standardi odobravanja potrošačkih i ostalih kredita stanovništvu nisu znatnije mijenjali. U prvom tromjesečju 2025. banke su također zadržale standarde odobravanja kredita poduzećima nepromijenjenima, nakon što su ih ublažile tijekom prošle godine (Slika 3.5.3.). U drugom tromjesečju 2025. banke očekuju blago pooštravanje standarda odobravanja kredita poduzećima i potrošačkih i ostalih kredita te neznatne promjene pri odobravanju stambenih kredita stanovništvu.

Slika 3.5.3. Anketa o kreditnoj aktivnosti banaka

standardi kreditiranja i doprinos činitelja



Napomena: "Tolerancija rizika" uvedena je u prvom tromjesečju 2023., a odražava toleranciju banke na rizik koju primjenjuje u svojoj politici kreditiranja i može se mijenjati ovisno o promjenama temeljne poslovne strategije banke. "Trošak izvora sredstava i bilančna ograničenja" jesu nevagani prosjek "kapitala banke i troškova vezanih uz kapitalnu poziciju banke", "mogućnosti financiranja na tržištu" i "likvidnosti banke". "Konkurencija" je nevagani prosjek "konkurencije drugih banaka", "konkurencije nebankarskog sektora" i "konkurencije na tržištu financiranja". "Percepcija rizika" je nevagani prosjek "očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima", "izgleda pojedine industrije ili poduzeća" i "rizika kolaterala".
Izvor: HNB

Napomena: "Tolerancija rizika" uvedena je u prvom tromjesečju 2023., a odražava toleranciju banke na rizik koju primjenjuje u svojoj politici kreditiranja i može se mijenjati ovisno o promjenama temeljne poslovne strategije banke. "Trošak izvora sredstava i bilančna ograničenja" jesu nevagani prosjek "kapitala banke i troškova vezanih uz kapitalnu poziciju banke", "mogućnosti financiranja na tržištu" i "likvidnosti banke". "Konkurencija" je nevagani prosjek "konkurencije drugih banaka" i "konkurencije nebankarskog sektora". "Percepcija rizika" je nevagani prosjek "očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima", "perspektive tržišta nekretnina uključujući očekivana kretanja cijena nekretnina" i "kreditne sposobnosti zajmoprimca".
Izvor: HNB

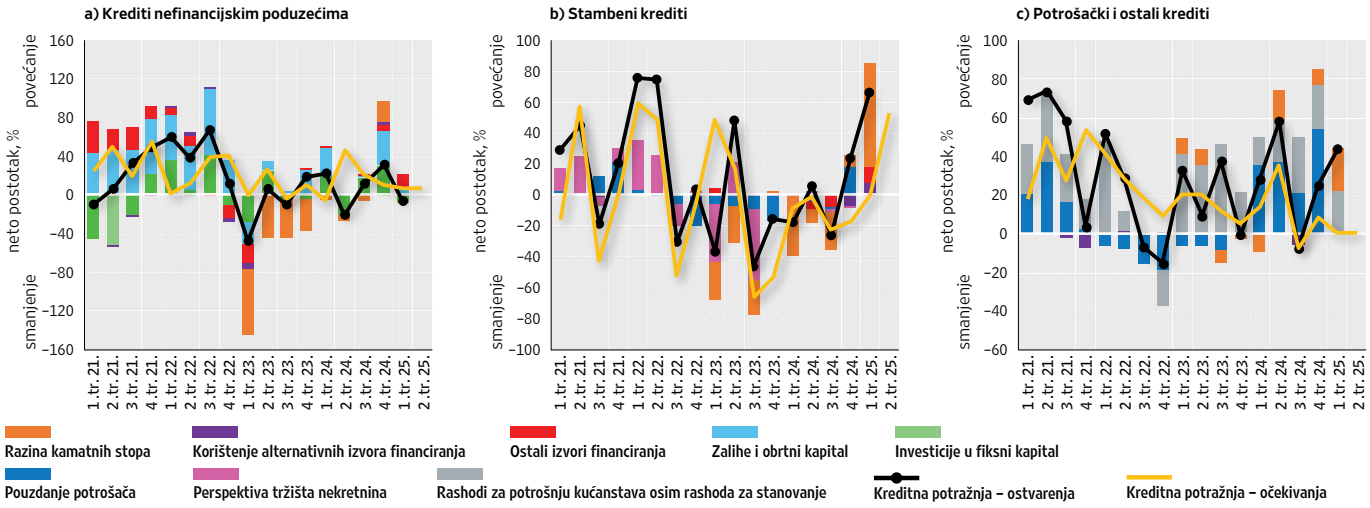
Napomena: "Tolerancija rizika" uvedena je u prvom tromjesečju 2023., a odražava toleranciju banke na rizik koju primjenjuje u svojoj politici kreditiranja i može se mijenjati ovisno o promjenama temeljne poslovne strategije banke. "Trošak izvora sredstava i bilančna ograničenja" jesu nevagani prosjek "kapitala banke i troškova vezanih uz kapitalnu poziciju banke", "mogućnosti financiranja na tržištu" i "likvidnosti banke". "Konkurencija" je nevagani prosjek "konkurencije drugih banaka" i "konkurencije nebankarskog sektora". "Percepcija rizika" je nevagani prosjek "očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima", "kreditne sposobnosti zajmoprimca" i "rizika kolaterala".
Izvor: HNB

Povoljniji uvjeti financiranja pridonijeli su jačanju potražnje za kreditima, što je posebice bilo izraženo za stambene kredite. Rezultati Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka za prvo tromjesečje 2025. upućuju na rast potražnje stanovništva za kreditima, što je u prvom redu potaknuto nižom razinom kamatnih stopa (Slika 3.5.4.). Usto, povećana potražnja za potrošačkim i ostalim kreditima odraz je i veće potrošnje na trajna potrošna dobra. Istodobno, manja potreba poduzeća za financiranjem investicija pridonijela je blagom smanjenju potražnje poduzeća za kreditima, nakon što je rasla tijekom druge polovine 2024. U drugom tromjesečju 2025. banke

očekuju nastavak rasta potražnje za stambenim kreditima i gotovo nepromijenjenu potražnju za potrošačkim i ostalim kreditima te kreditima poduzećima.

Slika 3.5.4. Anketa o kreditnoj aktivnosti banaka

promjena potražnje i doprinos činitelja



Napomena: "Razina kamatnih stopa" uvedena je u prvom tromjesečju 2023. "Ostali izvori financiranja" jesu nevagani prosjek "refinanciranja/restrukturiranja duga i ponovnog ugovaranja duga" i "spajanja, preuzimanja i korporativnog restrukturiranja". "Korištenje alternativnih izvora financiranja" jest nevagani prosjek "internog financiranja", "kredita drugih banaka", "kredita nebankarskog sektora", "izdavanja dužničkih vrijednosnih papira" i "izdavanja dionica".
Izvor: HNB

Napomena: "Razina kamatnih stopa" uvedena je u prvom tromjesečju 2023. "Ostali izvori financiranja" jesu nevagani prosjek "refinanciranja/restrukturiranja duga i ponovnog ugovaranja duga" i "regulatornog i fiskalnog režima tržišta nekretnina". "Korištenje alternativnih izvora financiranja" jest nevagani prosjek "štednje stanovništva", "kredita drugih banaka" i "ostalih izvora financiranja".
Izvor: HNB

Napomena: "Razina kamatnih stopa" uvedena je u prvom tromjesečju 2023. "Korištenje alternativnih izvora financiranja" jest nevagani prosjek "štednje stanovništva", "kredita drugih banaka" i "ostalih izvora financiranja".
Izvor: HNB

Krediti poduzećima i stanovništvu snažno su porasli početkom 2025. Krediti poduzećima u prva su četiri mjeseca 2025. ostvarili gotovo jednak rast (1,0 mlrd. EUR) kao tijekom cijele 2024. godine[12] (Slika 3.5.5.). Pritom se gotovo polovina tog rasta odnosi na kredite poduzećima u prerađivačkoj industriji, a zamjetan je rast ostvaren i u trgovini te poslovanju nekretninama. S obzirom na namjenu kredita, najvećim doprinosom ističu se krediti za obrtna sredstva. Na godišnjoj je razini rast kredita poduzećima u travnju dosegnuo 11,9%, što je gotovo dvostruko snažnije nego na kraju prethodne godine. Krediti stanovništvu u istom su razdoblju također porasli za 1,0 mlrd. EUR, od čega se podjednak iznos (0,5 mlrd. EUR) odnosi na stambene i gotovinske nenamjenske kredite. Na godišnjoj se razini rast kredita stanovništvu nastavio ubrzavati (s 12,1% u prosincu 2024. na 12,7% u travnju 2025.) zahvaljujući ubrzavanju rasta stambenih kredita (s 9,1% na 10,7%), a rast gotovinskih nenamjenskih kredita usporio se (s 15,9% na 15,2%). Na ubrzavanje rasta kredita poduzećima upućuje i zamah (moment[13]) koji je početkom 2025. dosegnuo razine oko 20%. Zamah stambenih kredita od sredine prošle godine zadržavao se na razinama od oko 10%, no u travnju 2025. ubrzao se na 13,3%. Snažan je i pokazatelj kratkoročne aktivnosti gotovinskih

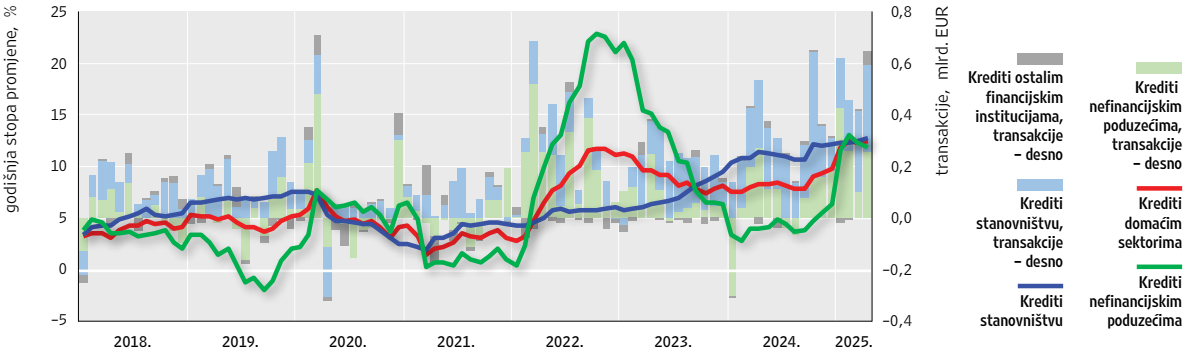
12 U siječnju 2024. otplaćen je sindicirani kredit jednoga velikog poduzeća (za koje je sredstva doznačila Vlada RH) u iznosu od 0,3 mlrd. EUR, dok je u siječnju 2025. isplaćen sindicirani kredit jednom velikom poduzeću u iznosu od 0,3 mlrd. EUR.

13 Zamah je kratkoročni pokazatelj kreditne aktivnosti koji odražava promjenu kredita u posljednja tri mjeseca u odnosu na prethodna tri mjeseca, izražen na godišnjoj razini.

nenamjenskih kredita (17,2% u travnju), no to je i dalje niža razina u odnosu na 2024. kada je bio na razini od 20% (Slika 3.5.6.).

Slika 3.5.5. Krediti

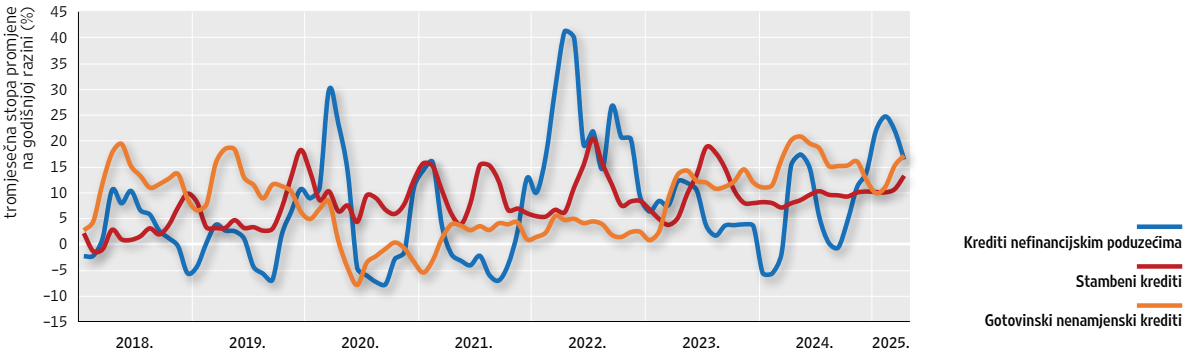
transakcije i godišnje stope promjene
na osnovi transakcija



Napomena: Krediti domaćim sektorima isključuju kredite općoj državi.
Izvor: HNB

Slika 3.5.6. Moment (zamah) kredita poduzećima i stanovništvu

na osnovi transakcija

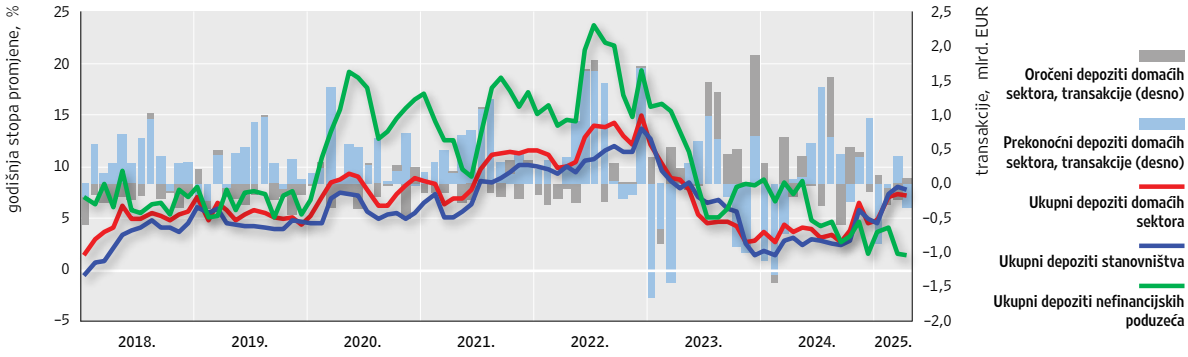


Izvori: HNB; izračuni HNB-a

Ukupni depoziti domaćih sektora (bez opće države) smanjili su se tijekom prva četiri mjeseca 2025. za 1,1 mlrd. EUR. Smanjenju depozita pridonijelo je smanjenje neto inozemne aktive monetarnih institucija, dok su potraživanja od domaćih sektora porasla. U strukturi ukupnih depozita prekonoćni depoziti smanjili su se za 0,9 mlrd. EUR i odražavaju snažno smanjenje depozita nefinancijskih poduzeća (1,7 mlrd. EUR), dok je stanovništvo povećalo stanje svojih prekonoćnih depozita za 0,8 mlrd. EUR (Slika 3.5.7.). I oročeni depoziti su se smanjili, za 0,2 mlrd. EUR, i to kao odraz pada oročenih depozita stanovništva (0,3 mlrd. EUR). Udio oročenih depozita stanovništva u ukupnim depozitima tako se nastavio postupno smanjivati, a taj je udio kod poduzeća ostao relativno stabilan unutar malih oscilacija na razinama malo nižima od 30% (Slika 3.5.8.).

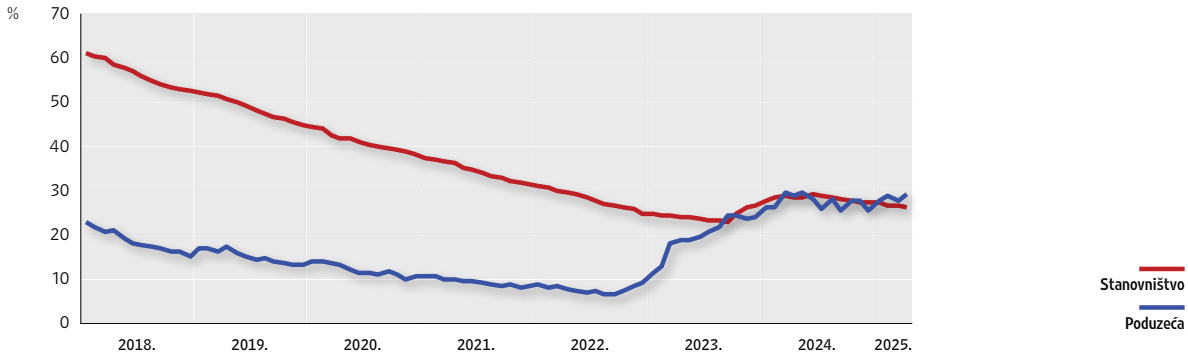
Slika 3.5.7. Depoziti

transakcije i godišnje stope promjene
na osnovi transakcija



Napomena: Depoziti domaćih sektora isključuju depozite opće države.
Izvor: HNB

Slika 3.5.8. Udio oročenih depozita u ukupnim depozitima



Napomena: Ukupni depoziti uključuju prekonoćne i oročene depozite, depozite s otkaznim rokom i repo ugovore.
Izvor: HNB

OKVIR 3.

Anketa o uvjetima financiranja malih i srednjih poduzeća

Prema rezultatima četvrtoga kruga Ankete o uvjetima financiranja malih i srednjih poduzeća regulatorni su propisi i dalje među najizraženijim preprekama poslovanju poduzeća, pri čemu se njihova važnost smanjuje u odnosu na prethodne krugove Ankete, dok raste broj poduzeća koja se suočavaju s problemom troškova proizvodnje ili radne snage i raspoloživosti stručnjaka ili iskusnih menadžera. S druge strane, poduzeća kao prepreku svojim poslovnim aktivnostima i dalje vrlo rijetko navode pristup financiranju. Poduzeća za financiranje svojeg poslovanja nastavljaju najčešće koristiti odgodu plaćanja dobavljačima i leasing, dok se manje od trećine anketiranih poduzeća koristi bankovnim kreditom, što je nešto manje nego u prethodnim valovima Ankete. Kao glavni razlog nekorištenja kredita navode dostatnost vlastitih sredstava i raspoloživost ostalih vanjskih izvora financiranja. Međutim, u 2024. realizacija cjelokupnog iznosa kredita bila je češća u odnosu na prethodne krugove Ankete. Za budućnost poslovanja poduzeća ističu važnost poboljšanja poslovnog okružja, porezne olakšice i fleksibilnije radno zakonodavstvo. Poduzeća navode da će najveći utjecaj na promjenu njihovih prodajnih cijena u 2025. imati troškovi rada i troškovi sirovina, materijala i energije, zatim potražnja za proizvodima/uslugama i očekivana inflacija.

HNB već desetak godina posebnom anketom ispituje specifične izazove za poslovanje malih i srednjih poduzeća, a posebno poteškoće pri financiranju. Mala i srednja poduzeća izrazito su važan segment europskih gospodarstava (Europska komisija, 2023.[14]) koji pridonosi stvaranju novih radnih mjesta i dinamičnosti gospodarstava. Isto vrijedi i za Hrvatsku, u kojoj mala i srednja poduzeća čine 99% svih nefinancijskih poduzeća, zapošljavaju oko 70% od ukupnog broja zaposlenih u nefinancijskim poduzećima[15] i stvaraju oko 70% dodane vrijednosti u gospodarstvu. No, takva se poduzeća u poslovanju suočavaju sa specifičnim izazovima koji su u mnogočemu kompleksniji od zapreka poslovanju s kojima se susreću velika poduzeća. Kako bi bolje razumio uvjete njihova poslovanja, a osobito izazove s kojima se susreću u segmentu financiranja, HNB od 2016. provodi Anketu o uvjetima financiranja malih i srednjih poduzeća. U drugoj polovini 2024.[16] proveden je četvrti[17] krug Ankete, i to na uzorku od 1775 poduzeća, od čega je 82% malih i 8% srednjih poduzeća te 10% velikih poduzeća koja služe kao kontrolna skupina.

Među činiteljima koji najizraženije otežavaju poslovanje malih i srednjih poduzeća u Hrvatskoj i dalje se ističe nepovoljno institucionalno i poslovno okružje zbog kompleksnih propisa i njihovih učestalih promjena (Slika 1.). No, za razliku od prethodnih krugova Ankete, njegova

14 European Commission (2023.): Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, SME Relief Package, Strasbourg, 12. 9. 2023., COM(2023) 535 final

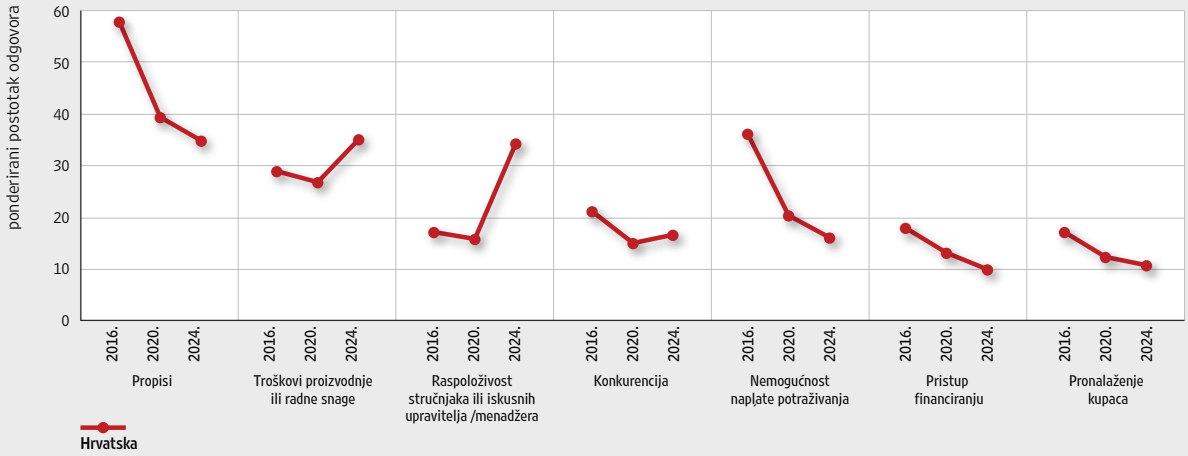
15 Prema izvješću Financijske agencije o financijskim rezultatima poslovanja poduzetnika Hrvatske u 2023. godini po veličini poduzetnika, https://www.fina.hr/ngsite/content/download/15082/238959/1

16 Anketa se provodila od rujna do studenoga 2024.; pitanja o prošlim kretanjima odnose se na 2024., a o očekivanjima na 2025. godinu.

17 Prvi krug Ankete proveden je 2015. kao pilot-projekt, drugi krug 2017. (pitanja o prošlim kretanjima odnose se na 2016., a o očekivanjima na 2017.), a treći krug 2021. godine (pitanja o prošlim kretanjima odnose se na 2020., a o očekivanjima na 2021.).

se važnost u posljednjem krugu ipak nešto smanjila, a istodobno znatno se povećao broj poduzeća koja troškove proizvodnje ili radne snage i raspoloživost stručnjaka ili iskusnih menadžera navode kao glavne prepreke koje im otežavaju poslovanje. U 2020. godini oko 16% malih i srednjih poduzeća smatralo je da im nedostatak stručnjaka ili iskusnih menadžera znatno otežava poslovanje, dok se u ovom posljednjem krugu Ankete taj postotak više nego udvostručio. S druge strane, poduzeća najrjeđe navode pristup financiranju i pronalaženje kupaca kao prepreke poslovanju. Samo oko 10% poduzeća ističe te činitelje kao znatne prepreke poslovanju, što je upola manje nego 2016. godine.

Slika 1. Prepreke koje znatno otežavaju poslovanje malih i srednjih poduzeća u Hrvatskoj



Napomena: Propisi su prosjek problema poslovanja definiranih kao "propisi – kompleksnost i međusobna neusklađenost" i "propisi – učestalost promjene".
Izvor: Anketa o uvjetima financiranja MSP-a, HNB i Ipsos

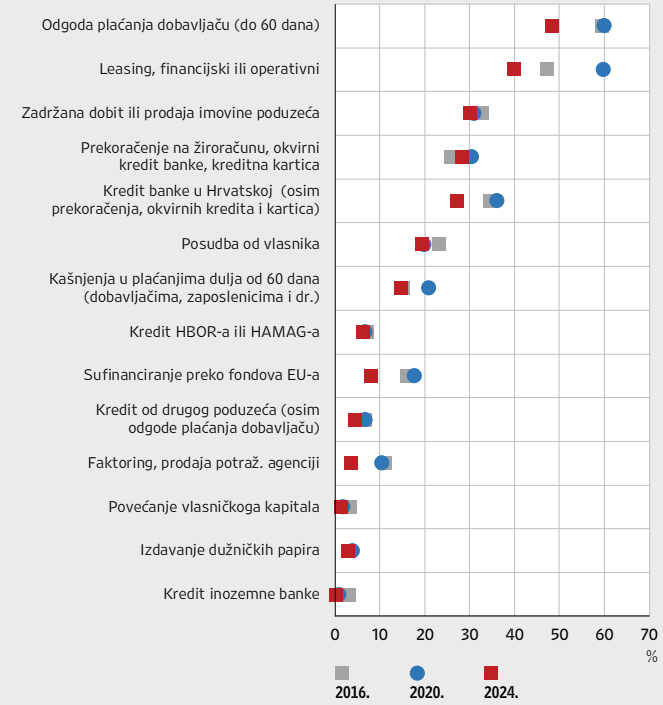
Mala i srednja poduzeća i dalje se za financiranje u najvećem broju oslanjaju na odgodu plaćanja dobavljačima do 60 dana (njih gotovo polovina) i leasing[18] (oko 40%), no to je ipak rjeđe u odnosu na prethodne krugove Ankete (Slika 2.). Učestalošću korištenja još se izdvajaju zadržana dobit ili prodaja imovine poduzeća koju oko 30% poduzeća navodi kao izvor financiranja svojeg poslovanja tijekom sva tri kruga Ankete. Bankovni krediti izgubili su na značenju u 2024. i njima se koristilo 28% malih i srednjih poduzeća, što je za oko 10 postotnih bodova manje nego 2016. i 2020. Poduzeća su se u 2024. manje oslanjala i na financiranje sredstvima iz fondova EU-a te na faktoring i prodaju potraživanja agencijama.

Poduzeća koja nisu iskoristila kredit domaće banke navodila su uglavnom da im nije bio potreban jer imala su na raspolaganju ili dovoljno vlastitih sredstava ili ostale vanjske izvore financiranja (Slika 3.). Dostatna vlastita sredstva tako su i dalje glavni razlog nekorištenja bankovnih kredita za više od 60% poduzeća u 2024., a taj se postotak poduzeća kontinuirano povećava od 2016. S druge strane, smanjuje se broj poduzeća koja kao razlog nekorištenja kredita navode raspoložive ostale vanjske izvore financiranja. U 2024. u odnosu na prethodne krugove Ankete

18 Iako se veći udio poduzeća koristi leasingom u odnosu na financiranje kreditom, ukupni iznos bankovnog financiranja znatno je veći. Krajem 2024. ukupni iznos financijskog i operativnog leasinga nefinancijskih poduzeća kod društava za leasing iznosio je 2,7 mlrd. EUR, a plasmani banaka 15,9 mlrd. EUR, od čega se na mikro, mala i srednja poduzeća odnosilo 9,1 mlrd. EUR.

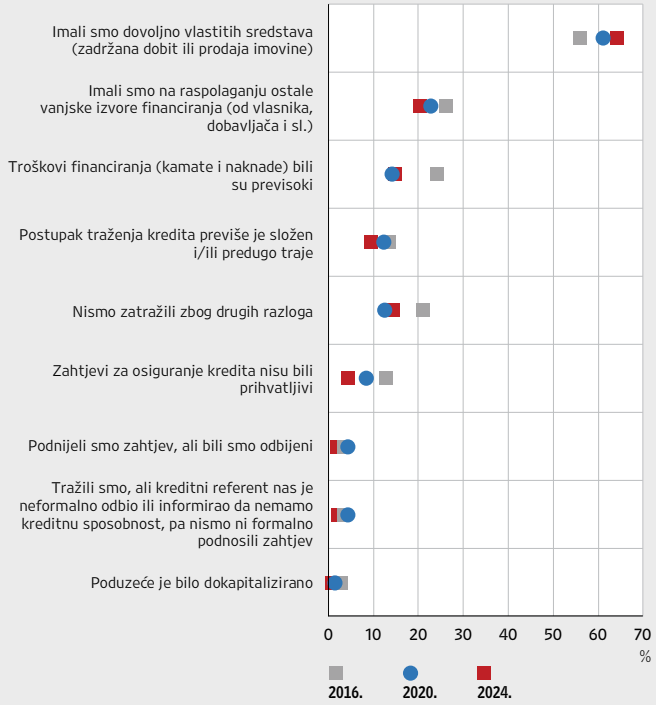
smanjio se broj poduzeća kojima su zahtjevi za osiguranje kredita bili neprihvatljivi kao i broj onih koja su bila odbijena, formalno ili neformalno.

Slika 2. Kojim ste se od navedenih izvora koristili za financiranje svojeg poslovanja?



Izvor: Anketa o uvjetima financiranja MSP-a, HNB i Ipsos

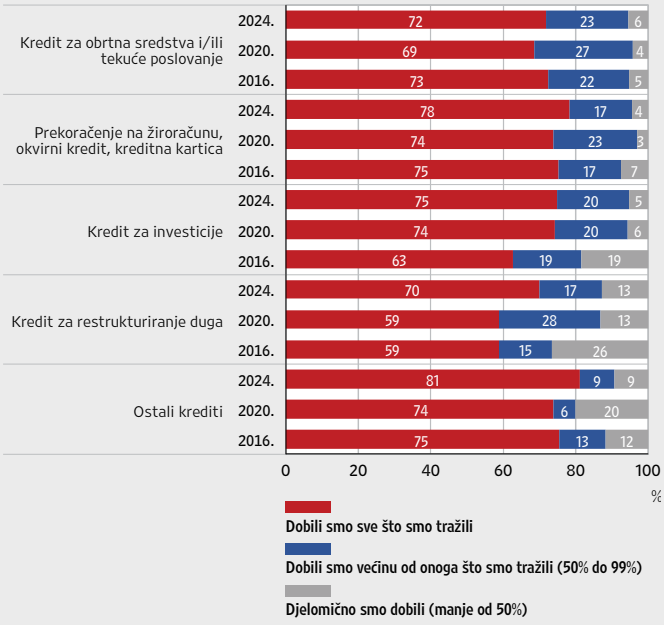
Slika 3. Razlozi za nekorištenje kredita domaće banke



Izvor: Anketa o uvjetima financiranja MSP-a, HNB i Ipsos

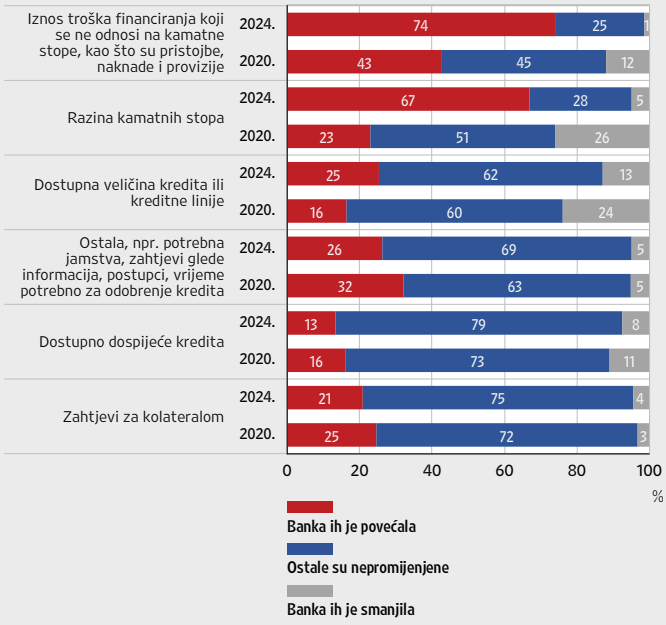
Iako su anketirana poduzeća prijavila pogoršanje uvjeta financiranja, lani su u većem broju nego u prethodnim valovima Ankete realizirala kredite u skladu s traženim iznosima, pri čemu se povećao broj poduzeća koja su dobila cijeli traženi iznos, a smanjio broj onih koja su dobila većinu traženog iznosa (Slika 4.). Mala i srednja poduzeća prijavila su pogoršanje uvjeta bankovnog financiranja, i to u gotovo podjednakoj mjeri što se tiče razine kamatnih stopa i troškova financiranja koji se odnose na pristojbe, naknade i provizije (Slika 5.). U usporedbi s prethodnim krugom Ankete, vidljiva je znatna razlika u odgovorima poduzeća o promjenama troškova financiranja. Bolja realizacija cjelokupnoga traženog iznosa kredita u 2024. u odnosu na 2020. i 2016. vidljiva je pri korištenju kredita za restrukturiranje duga, i to posebice kod malih poduzeća.

Slika 4. Možete li procijeniti koliko ste od traženih sredstava uistinu dobili u 2024. godini?



Izvor: Anketa o uvjetima financiranja MSP-a, HNB i Ipsos

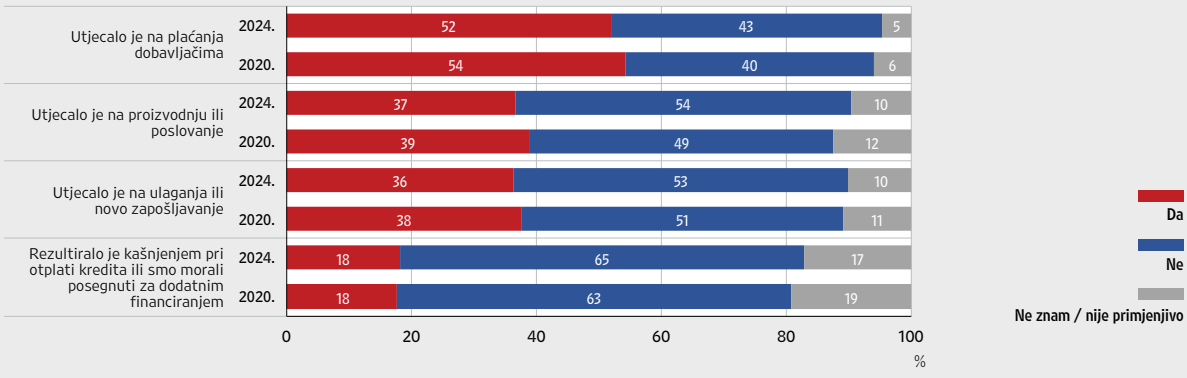
Slika 5. Kako su se u 2024. promijenili uvjeti bankovnog financiranja?



Izvor: Anketa o uvjetima financiranja MSP-a, HNB i Ipsos

Kašnjenje u plaćanjima i dalje je razmjerno rasprostranjen izvor poteškoća u poslovanju, iako se njegova učestalost nešto smanjila u odnosu na prethodne valove Ankete. Oko 30% poduzeća navodi da im nepravodobno plaćanje javnih subjekata uzrokuje probleme u poslovanju, dok je taj postotak veći (oko 50%) kada su privatni subjekti odgovorni za ta kašnjenja. Kašnjenja se odražavaju na poslovanje poduzeća, a najčešća posljedica nepravodobne naplate jest kašnjenje u plaćanjima dobavljačima (Slika 6.). Mala se poduzeća nešto teže nose s posljedicama neplaćanja budući da im to više nego srednjim poduzećima utječe na proizvodnju ili poslovanje i na ulaganja ili novo zapošljavanje. Međutim, udio poduzeća koja su u 2024. imala probleme zbog kašnjenja bio je nešto manji nego u 2020.

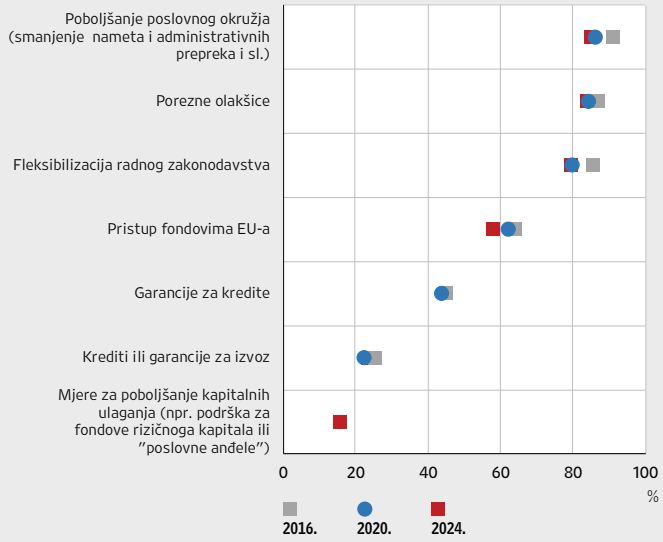
Slika 6. Što su bile posljedice tih kašnjenja s plaćanjem?



Napomena: Pitanje je prvi put uvedeno u anketnom upitniku u 2021. godini.
Izvor: Anketa o uvjetima financiranja MSP-a, HNB i Ipsos

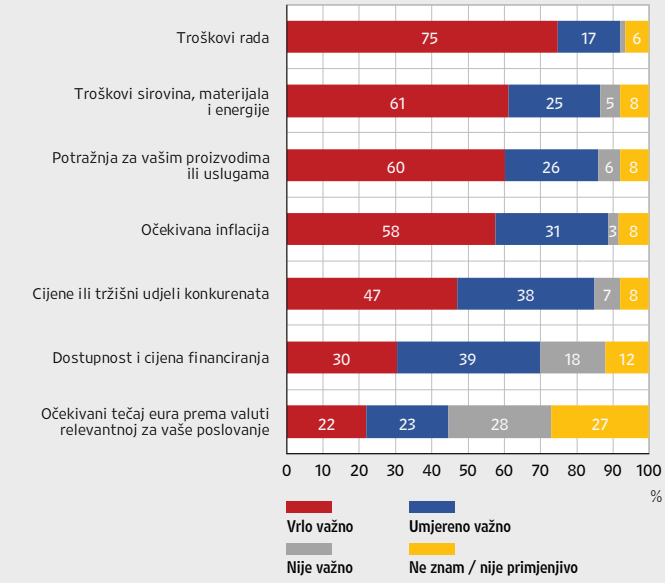
Više od 80% malih i srednjih poduzeća smatra kako su poboljšanje poslovnog okružja, porezne olakšice i fleksibilnije radno zakonodavstvo važni za buduće poslovanje (Slika 7.). Rangiranje prioriteta koje mala i srednja poduzeća smatraju važnima za budućnost nije se promijenilo u usporedbi s prethodnim krugovima Ankete. Važnost pristupa fondovima EU-a blago se smanjila i kod malih i kod srednjih poduzeća, dok se udio srednjih poduzeća koja smatraju garancije za kredite važnima povećao u odnosu na prethodni krug Ankete.

Slika 7. Čimbenici koji su važni za buduće poslovanje poduzeća



Izvor: Anketa o uvjetima financiranja MSP-a, HNB i Ipsos

Slika 8. Kako procjenjujete važnost sljedećih čimbenika za određivanje ili promjenu vaših prodajnih cijena u 2025.?



Napomena: Pitanje je prvi put uvedeno u anketnom upitniku u 2024. godini.
Izvor: Anketa o uvjetima financiranja MSP-a, HNB i Ipsos

Anketirana poduzeća naglašavaju važnost troškova rada za vlastitu cjenovnu politiku. U posljednjem krugu Ankete uvedeno je pitanje o važnosti čimbenika koji će određivati ili utjecati na promjenu njihovih prodajnih cijena u 2025. Mala i srednja poduzeća jednako rangiraju te čimbenike, pri čemu najvažnijima ocjenjuju troškove rada i troškove sirovina, materijala i energije, zatim potražnju za proizvodima/uslugama te očekivanu inflaciju. Najmanje važnima ocjenjuju očekivani tečaj eura te dostupnost i cijenu financiranja (Slika 8.).

Nedostatak kvalificirane radne snage postao je znatan problem poduzećima u europodručju[19] pa oko trećine poduzeća kao najveću prepreku poslovanju tijekom 2024. ističe raspoloživost stručnjaka ili iskusnih menadžera. Taj se broj poduzeća povećao u 2024. u odnosu na 2020. i 2016. kada se kao najveću prepreku isticalo pronalaženje kupaca. S druge strane, pristup financiranju i dalje je najmanje zastupljena prepreka. Što se tiče izvora financiranja, poduzeća u europodručju najčešće su se koristila prekoračenjima na žiroračunu, okvirnim kreditima banke ili kreditnim karticama, zatim leasingom ili kupnjom na otplatu i vlastitim sredstvima od zadržane dobiti ili prodaje imovine. Najzastupljeniji odgovor koji poduzeća navode kao razlog nekorištenja

19 Prema rezultatima ankete Europske središnje banke i Europske komisije koja se provodi dva puta godišnje. Točnije, ESB jednom godišnje provodi anketu za zemlje europodručja, a drugu anketu provode ESB i EK za zemlje EU-a i pojedine susjedne zemlje.

bankovnih kredita u prošlosti i neplaniranja njegova korištenja u budućnosti jest taj da im takav oblik financiranja nije potreban. Međutim, nešto više od dvije trećine poduzeća koja su podnijela zahtjev za bankovni kredit dobilo je cijeli iznos ili većinu traženog iznosa. Kašnjenja u plaćanjima manje su izražena nego u Hrvatskoj pa su i posljedice bile rjeđe. Kod oko trećine poduzeća kašnjenja u plaćanjima utjecala su na plaćanje dobavljačima, a kod oko petine poduzeća na investicije ili nova zapošljavanja te proizvodnju ili poslovne aktivnosti.

4. Projekcije za Hrvatsku

4.1. Temeljne pretpostavke

Lipanjska projekcija HNB-a temelji se na vidljivo pogoršanim očekivanjima za globalno gospodarstvo u uvjetima povećanih trgovinskih napetosti i rastuće neizvjesnosti.[20] Povećana neizvjesnost u vezi s trgovinskom politikom američke administracije i potencijalnih protumjera drugih zemalja već je naškodila gospodarskom raspoloženju i usporila globalni rast na početku godine. Očekuje se da će pooštravanje američke trgovinske politike imati negativne učinke na globalno gospodarstvo, poglavito u kratkom roku, pa je tako rast svjetskoga gospodarstva (isključujući europodručje) smanjen za 0,3 p. b. u 2025. i 2026. godini. Pritom su očekivanja najviše pogoršana za SAD, a kao rezultat carina vidljivo je smanjen i očekivani rast globalne trgovine, što će imati negativne implikacije na inozemnu potražnju za uvozom robe i usluga iz europodručja odnosno Hrvatske.

Cijene energenata i sirovina revidirane su naniže, uglavnom zbog nižih ostvarenja u posljednja dva mjeseca i očekivanog slabljenja globalne potražnje. Tako bi se cijene sirove nafte u 2025. godini prema tržišnim očekivanjima mogle kretati oko 67 USD za barel, što je za 8 USD za barel (oko 10%) manje u odnosu na projekciju iz ožujka i istodobno je znatno niže od prosječne razine u 2024. kada su se cijene uglavnom kretale iznad 80 USD za barel. Za 2025. godinu projicirane su i niže cijene električne energije i prirodnog plina nego u prethodnoj projekciji, i to za oko 20%, a prema terminskim ugovorima pretpostavlja se i nastavak pada cijena do kraja projekcijskog horizonta. Nadalje, očekuje se i povoljnija putanja cijena ostalih sirovina, čiji će daljnji rast ograničavati slaba inozemna potražnja u uvjetima povećane neizvjesnosti.

Očekivanja glede gospodarskog rasta u europodručju ostala su gotovo nepromijenjena u odnosu na projekciju iz ožujka, dok je inflacija u 2025. i 2026. revidirana naniže. Ocijenjeni gospodarski rast europodručja u 2025. iznosi 0,9%, isto kao i u prethodnoj projekciji, dok je u 2026. blago revidiran naniže, na 1,1%. Neizmijenjena projekcija za 2025. rezultat je kombiniranih učinaka pozitivnog prijenosa rasta snažnijeg od očekivanog u prvom tromjesečju 2025., praćenog očekivanim usporavanjem rasta u ostatku godine u okružju viših efektivnih carinskih stopa u odnosu na razdoblje prije eskalacije trgovinskih napetosti i porasta neizvjesnosti. U 2026. i 2027. očekuje se da će veća fiskalna izdvajanja za obranu i infrastrukturu uvelike ublažiti negativne učinke većih carina i rasta neizvjesnosti, te je projekcija rasta realnog BDP-a europodručja za iduću godinu samo blago smanjena, dok je za 2027. ostala nepromijenjena. Inflacija bi pritom u tekućoj i godini koja slijedi mogla biti nešto niža nego što se očekivalo zbog pada cijena energenata i aprecijacije tečaja eura, te bi se mogla privremeno spustiti ispod ciljane razine. Rizici za gospodarski rast i za inflaciju proizlaze poglavito iz neizvjesnosti vezane uz visinu i povezane učinke carina, pri čemu su kada je riječ o gospodarskom rastu rizici ocijenjeni blago negativnima, a za inflaciju uravnoteženima.

20 Vanjske i tehničke pretpostavke projekcije preuzete su od ESB-a i zaključene su 16. svibnja 2025.

Tablica 4.1.1. Pretpostavke projekcije o međunarodnom okružju i cijenama sirovina

		Tekuća projekcija				Odstupanja od prethodne projekcije			
		2024.	2025.	2026.	2027.	2024.	2025.	2026.	2027.
Međunarodno okružje									
Globalni gospodarski rast (isklj. EA)		3,6	3,1	2,9	3,2	0,1	−0,3	−0,3	0,0
SAD		2,8	1,4	1,4	2,1	0,0	−0,8	−0,3	0,4
Kina		5,0	4,3	3,4	3,6	−0,1	−0,3	−0,3	−0,1
Globalna trgovina		4,2	3,1	1,7	3,1	−0,2	−0,4	−1,4	0,0
Inozemna potražnja (EA)		3,5	2,8	1,7	3,1	0,1	−0,4	−1,4	0,0
Inozemna potražnja (HR)		1,3	2,0	2,5	3,2	0,2	−0,7	−0,9	0,0
Cijene sirovina									
Cijene nafte	USD	82,0	66,7	62,8	64,2	0,0	−8,0	−7,4	−4,5
Cijene struje	EUR/MWh	77,7	82,3	77,5	71,8	0,0	−18,3	−8,7	−4,0
Cijene plina	EUR/MWh	34,4	38,0	33,2	29,3	0,0	−12,3	−7,1	−2,4
Cijene sirovina (isklj. energente), % promjene	USD	9,2	6,8	−0,4	0,6	0,0	−5,2	0,9	3,4
cijene prehrambenih sirovina	USD	17,7	13,9	−5,2	−3,2	0,0	−12,1	3,3	7,6
cijene ostalih sirovina	USD	3,7	1,5	3,3	3,5	0,0	−0,3	−1,1	0,0
Europodručje									
Gospodarski rast		0,8	0,9	1,1	1,3	0,0	0,0	−0,1	0,0
Inflacija		2,4	2,0	1,6	2,0	0,0	−0,3	−0,3	0,0

Napomena: Pretpostavke za izradu projekcije odnose se na projekcijski ciklus ESB-a iz lipnja (*June 2025 BMPE*), a zaključene su 16. svibnja 2025.
Izvor: ESB

Kada je riječ o pretpostavkama vezanima uz primjenu carina, u projekciji se pretpostavlja da neće doći do toga da američka administracija uvede tzv. recipročne carine, već će se i dalje primjenjivati niže univerzalne carine koje su trenutačno na snazi. U tekuću su makroekonomsku projekciju ugrađene carine od 10% za sve zemlje partnere SAD-a, uključujući EU, osim Kine, te carine koje su se primjenjivale prije 2. travnja ove godine. Pritom se pretpostavlja da će univerzalne carine od 10% ostati na snazi i nakon isteka 90-dnevne odgode recipročne carine za pojedine zemlje te da EU neće uvesti protumjere. Za trgovinu između SAD-a i Kine pretpostavlja se ublažavanje trgovinskih tenzija i smanjenje efektivnih carinskih stopa u skladu s dogovorom postignutim u svibnju.

4.2. Projekcije makroekonomskih varijabla

Realni BDP mogao bi nastaviti rasti po relativno visokim stopama, iako nešto nižima u odnosu na vrlo visoku razinu dosegnutu 2024. godine. Negativni učinci geopolitičkih napetosti i povećanja američkih carina na proizvode iz EU-a ne bi se trebali znatnije odraziti na hrvatsko gospodarstvo ako se carine zadrže na trenutačnoj niskoj razini. Relativno niska izloženost Hrvatske američkom tržištu (vidi Okvir 2. Trgovinski odnosi Europske unije i SAD-a te mogući utjecaj nove američke trgovinske politike na europsko gospodarstvo) ograničava negativne utjecaje carina na izvoz. Tako se, unatoč uvođenju carina za izvoz u SAD, očekuje nešto snažniji porast vanjske potražnje nego lani, što bi trebalo poduprijeti daljnje jačanje izvoza robe i usluga. Visoka razina neizvjesnosti mogla bi djelomično rezultirati povećanjem štednje kućanstava i odgodom poslovnih investicija te bi doprinos domaće potražnje rastu mogao postupno slabjeti. Ipak, očekuje se da će robusno tržište rada, priljev fondova EU-a i pad troškova financiranja u skladu s tržišnim očekivanjima nastaviti podržavati razmjerno snažan rast domaće potražnje.

Tablica 4.2.1. Projekcije ključnih makroekonomskih varijabla

godišnje stope rasta

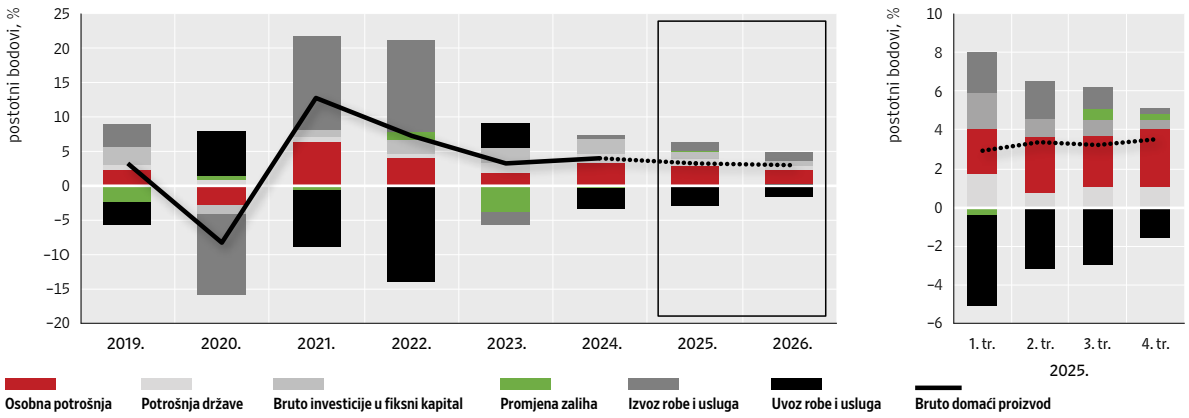
	2024.	2025.	2026.
Realni BDP	**3,9**	**3,3**	**2,9**
Osobna potrošnja	5,8	4,9	4,0
Potrošnja države	7,0	4,9	2,7
Investicije u kapital	9,9	4,2	3,0
Izvoz robe i usluga	0,9	2,6	2,2
Uvoz robe i usluga	5,3	5,7	3,4
Doprinosi rastu BDP-a[1]			
Domaća potražnja	6,9	4,9	3,7
Izvoz robe i usluga	0,5	1,3	1,1
Uvoz robe i usluga	−2,9	−3,0	−1,8
Zalihe	−0,5	0,7	0,0
Tržište rada			
Promjena zaposlenosti	3,3	2,8	1,8
Stopa nezaposlenosti (ILO)[2]	5,1	4,7	4,5
Nominalna bruto plaća	15,0	9,5	5,7
Realna bruto plaća	11,4	6,5	3,4
Inflacija (HIPC)			
Ukupno	**4,0**	**3,6**	**2,6**
HIPC bez energije i hrane	4,8	3,6	2,8
Hrana	4,4	4,0	2,3
Energija	−0,3	2,9	2,2
Inflacija (IPC)	**3,0**	**2,8**	**2,2**

[1] U postotnim bodovima
[2] U postotku radne snage
Napomena: U Tablici 4.2.1. dan je sumarni prikaz ocijenjenih i projiciranih vrijednosti ključnih varijabla za Hrvatsku koje su rezultat uključivanja temeljnih pretpostavki i povijesnih ostvarenja u kratkoročne i srednjoročne makroekonomske modele kojima se služi Hrvatska narodna banka, uz korekcije modelskih ocjena utemeljene na prosudbama ekonomskih stručnjaka za pojedina gospodarska područja.
Izvori: DZS; Eurostat; ocjene i projekcije HNB-a

Realni bi BDP u 2025. mogao porasti za 3,3%, nakon što je prethodne godine zabilježen rast od 3,9%. Rast osobne potrošnje mogao bi se nešto usporiti u okružju postupnog usporavanja rasta zaposlenosti i plaća. No, ona će i nadalje snažno pridonositi rastu s obzirom na i dalje povišen rast realnoga raspoloživog dohotka u uvjetima usporavanja inflacije. Pritom se očekuje da bi povećana neizvjesnost mogla potaknuti potrošače na opreznije ponašanje, zbog čega bi se mogla povećati i stopa štednje. Očekuje se rast i ostalih komponenata domaće potražnje, no jednako tako sporijim intenzitetom nego u 2024. Tako bi se rast investicija mogao više nego prepoloviti, nakon što su u protekle tri godine zabilježene u prosjeku dvoznamenkaste stope rasta. To se u prvom redu odnosi na privatne investicije, dok bi, s druge strane, javne investicije mogle uloviti zamah s obzirom na to da se očekuje intenzivnije korištenje sredstava iz tekuće financijske omotnice kao i Fonda za otpornost. Oporavak vanjske potražnje mogao bi rezultirati daljnjim rastom robnog izvoza, pri čemu se izravni učinci smanjenja hrvatskoga robnog izvoza na američko tržište kao i neizravni učinci manjeg izvoza glavnih vanjskotrgovinskih partnera ocjenjuju relativno malima. Uz to, očekuje se i rast realnog izvoza usluga, nakon prošlogodišnjeg pada, pri čemu bi on mogao biti razmjerno prigušen s obzirom na već visoke razine aktivnosti dosegnute u turizmu i pogoršanu

cjenovnu konkurentnost. Zbog razmjerno snažne domaće potražnje očekuje se znatno jači rast uvoza od rasta izvoza pa bi doprinos neto izvoza rastu mogao i u 2025. biti negativan.

Slika 4.2.1. BDP i komponente BDP-a, doprinosi



Izvori: DZS; ocjene i projekcije HNB-a

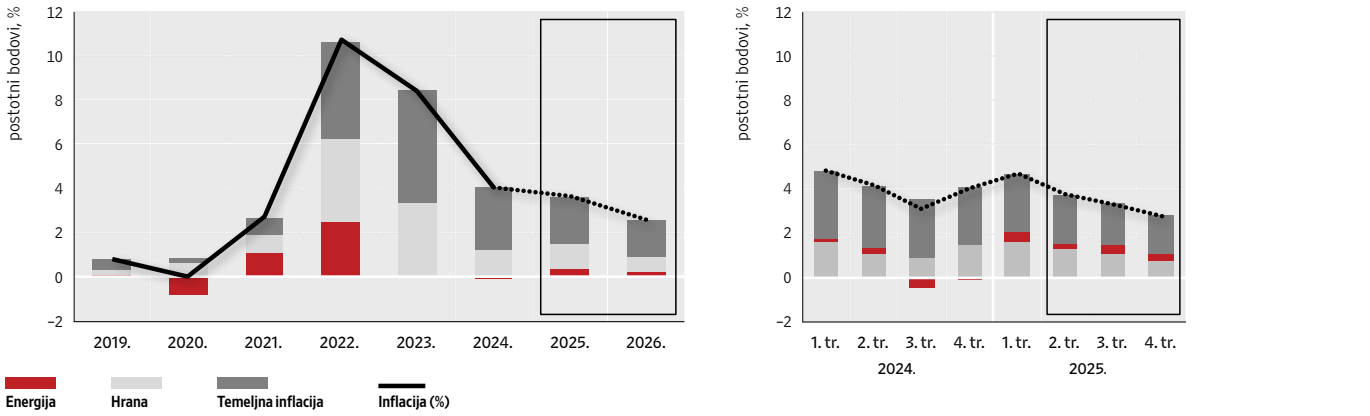
U 2026. godini i dalje se očekuje relativno snažan rast gospodarske aktivnosti na razini od oko 3,0%. Rast u 2026. mogao bi biti potaknut daljnjim jačanjem vanjske potražnje, povoljnijim uvjetima financiranja te i dalje snažnim priljevom sredstava iz fondova EU-a. Rast realnih plaća mogao bi i dalje biti razmjerno snažan podržavajući tako rast osobne potrošnje, no dinamika rasta realnoga raspoloživog dohotka mogla bi se dodatno usporiti. Djelomično je očekivano usporavanje i posljedica strukturnih ograničenja hrvatskoga gospodarstva, poglavito u smislu ponude radne snage i rasta proizvodnosti.

Rizici vezani uz rast realnog BDP-a ocjenjuju se kao blago negativni. Zbog izraženih geopolitičkih napetosti i mogućnosti njihove daljnje eskalacije, globalna gospodarska aktivnost mogla bi biti slabija od očekivanja. Eventualno uvođenje dodatnih protekcionističkih mjera američke administracije od onih koje su predviđene u osnovnom scenariju kao i mogućnost trgovinske odmazde EU-a mogli bi imati negativan utjecaj na hrvatski izvoz, i to najviše putem smanjene potražnje hrvatskih glavnih vanjskotrgovinskih partnera. S druge strane, u slučaju smirivanja geopolitičkih napetosti i uvođenjem carina manjih od onih koje su predviđene osnovnim scenarijem, odnosno njihovim potpunim ukidanjem prema prijedlogu Europske komisije ("zero-for-zero"), kretanje vanjske potražnje moglo bi biti bolje od očekivanja i povoljno djelovati na izvoz robe i realni rast. Osim toga, izvjesno povećanje vojnih rashoda na razini EU-a u svrhu ojačavanja sigurnosti, podizanje obrambene spremnosti i smanjenja strateške ovisnosti o SAD-u mogli bi biti pozitivan rizik za državnu potrošnju i rast BDP-a (vidi Okvir 4. Izdvajanje za obranu u EU-u i potencijalni makroekonomski učinci povećanja obrambenih izdataka).

Prosječna godišnja stopa inflacije (mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena) u 2025. mogla bi se usporiti na 3,6%, s 4,0% zabilježenih u 2024. godini (Slika 4.2.2.). Očekivano usporavanje ukupne inflacije treću godinu zaredom moglo bi proizlaziti iz smanjenja temeljne inflacije i inflacije cijena hrane, u okružju niskih inflatornih pritisaka na strani ponude te ostvarenoga i očekivanoga dodatnog slabljenja pritisaka na strani potražnje. Osim toga, očekuje se da

bi na smanjivanje inflatornih pritisaka u Hrvatskoj trebale djelovati i nove makrobonitetne mjere HNB-a, kojima se nastoji ograničiti kreditno financiranje potrošnje kućanstava. Nastavak usporavanja inflacije očekuje se i u 2026. godini, kada bi se ona mogla smanjiti na 2,6%, kao rezultat usporavanja inflacije cijena svih glavnih komponenata.

Slika 4.2.2. Projekcija harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena



Izvori: Eurostat; ocjene i projekcije HNB-a

Temeljna inflacija (koja ne uključuje cijene energije i hrane) mogla bi se u 2025. usporiti na 3,6% s 4,8% u 2024. godini. Nakon povećanja početkom 2025. godine, koje se djelomično može pripisati jednokratnoj godišnjoj prilagodbi cijena u uslužnom sektoru, koje se obično temelje na prošloj inflaciji ili rastu troškova, osobito rada, u nastavku godine očekuje se postupno usporavanje temeljne inflacije zbog usporavanja inflacije cijena usluga. Na projicirano usporavanje inflacije cijena usluga djeluju očekivano usporavanje rasta plaća kao jednog od najznatnijih troškova u uslužnim djelatnostima, očekivano usporavanje rasta osobne potrošnje i prigušeni rast inozemne potražnje za uslugama povezanima s turizmom. Osim toga, cijene usluga povezanih s turizmom, koje čine znatan dio ukupnih usluga, tijekom razdoblja visoke inflacije znatno su se približile prosjeku europodručja, što ograničava prostor za njihov daljnji rast, osobito u uvjetima slabijih ukupnih inflatornih pritisaka. Inflacija cijena industrijskih proizvoda, kao druga komponenta temeljne inflacije, istodobno bi mogla ostati ispod razine od 1% tijekom cijele 2025. godine. Takva se očekivana kretanja temelje na niskim inflatornim pritiscima, prije svega niskim godišnjim stopama promjene uvoznih i proizvođačkih cijena u segmentu intermedijarnih i potrošačkih dobara.

Iako u manjoj mjeri, usporavanju ukupne inflacije u 2025. moglo bi pridonijeti i smanjenje inflacije cijena hrane, na 4,0% s 4,4% u 2024. godini. Očekivano usporavanje inflacije cijena hrane odražava znatan pad cijena energenata i drugih sirovina (posebno kakaa i šećera, ali i primjerice žitarica i ulja) koji se postupno prelijeva na cijene hrane, kao i povoljne bazne učinke. Ipak, zbog povišene inflacije na početku godine i prijenosa iz 2024. u 2025., usporavanje prosječne godišnje inflacije cijena hrane trebalo bi biti manje izraženo u usporedbi sa smanjenjem ostvarenim tijekom godine. Tako bi inflacija cijena hrane u prosincu 2025. mogla biti znatno niža u odnosu na kraj 2024. godine.

Inflacija cijena energije, za razliku od ostalih glavnih komponenata inflacije, u 2025. mogla bi se ubrzati na 2,9%, nakon –0,3% u 2024. godini. Iako je glavnina poskupljenja od približno 10% u potkomponentama plina, električne i toplinske energije stupila na snagu u listopadu i studenome 2024., veći dio njihova učinka odražava se na godišnju inflaciju cijena energije u 2025. godini. Zbog toga bi inflacija cijena energije mogla biti viša u odnosu na prethodnu godinu tijekom većeg dijela godine, unatoč njezinu znatnom smanjenju u ožujku i travnju koje odražava pojeftinjenje naftnih derivata, povezano s osjetnim padom cijena sirove nafte na svjetskom tržištu i jačanjem eura u odnosu na američki dolar. Ako cijene sirove nafte na svjetskom tržištu do kraja godine ostanu razmjerno stabilne kako se trenutačno očekuje, inflacija cijena energije mogla bi u prosincu 2025. biti na približno jednakoj razini kao u svibnju.

Inflacija bi se mogla dodatno usporiti na 2,6% u 2026. godini. Usporavanje inflacije u 2026. moglo bi biti rezultat usporavanja inflacije svih glavnih komponenata u uvjetima niskih inflatornih pritisaka, dok se očekuje da će učinak trgovinskih napetosti na inflaciju biti uglavnom neutralan.

Prosječna godišnja stopa inflacije mjerena nacionalnim indeksom potrošačkih cijena (IPC) također bi se mogla usporiti, s 3,0% u 2024. na 2,8% u 2025., te se očekuje daljnje usporavanje na 2,2% u 2026. godini. Očekivano usporavanje IPC-a, koji isključuje potrošnju stranih gostiju i institucionalnih kućanstava, pružajući time jasniji odraz inflacije za rezidente, moglo bi biti rezultat smanjenja prosječne godišnje stope temeljne inflacije i inflacije cijena hrane. S druge strane, očekuje se da će prosječna godišnja stopa inflacije cijena energije u 2025. biti viša u usporedbi s 2024. godinom. U 2026. očekuje se daljnje usporavanje inflacije mjerene IPC-om na 2,2%.

Rizici vezani uz ostvarivanje predviđene inflacije i dalje su uravnoteženi, ali naglašeni. S jedne strane, inflacija bi mogla biti niža ako se recentni pad cijena energije snažnije od očekivanog prelije kroz sekundarne učinke na ostale komponente inflacije. Usto, dodatna aprecijacija tečaja eura mogla bi smanjiti uvozne inflatorne pritiske. Inflacija bi mogla biti niža i ako gospodarski rast, zbog jačanja trgovinskih napetosti i s tim povezanog slabljenja inozemne potražnje, bude slabiji od očekivanja i ako dođe do preusmjeravanja kineskoga robnog izvoza prema EU-u. S druge strane, mjere odmazde od strane EU-a i više carine na uvoz iz SAD-a mogle bi djelovati u suprotnom smjeru. Osim toga, inflacija bi mogla biti viša od očekivanja u slučaju snažnijeg rasta plaća nego što se trenutačno očekuje, osobito u uvjetima robusnog i zategnutog tržišta rada. Takav razvoj događaja mogao bi rezultirati jačim i dugotrajnijim pritiscima na rast cijena, osobito u sektoru usluga gdje troškovi rada čine znatan dio ukupnih troškova. Višoj inflaciji mogla bi pridonijeti i situacija u kojoj poduzeća, suočena s rastućim troškovima rada, prestanu apsorbirati dio tog pritiska na teret vlastitih profita i te troškove u potpunosti prebace na potrošače putem viših cijena. Dodatni inflatorni rizici proizlaze iz geopolitičkih napetosti koje bi mogle narušiti opskrbu energentima i drugim sirovinama na globalnom tržištu, što bi potaknulo rast cijena energije i hrane. Mogući nepovoljni vremenski uvjeti također su rizik za višu inflaciju cijena hrane, a nešto višoj inflaciji mogla bi pridonijeti i veća izdvajanja za obranu od trenutačno očekivanih.

U odnosu na projekciju HNB-a iz ožujka rast realnog BDP-a Hrvatske u tekućoj godini revidiran je blago naviše (Tablica 4.2.2.) ponajprije zbog snažnije državne potrošnje u odnosu na očekivanja, što odražava veću intermedijarnu potrošnju i rast zaposlenosti u javnom sektoru. Osim toga, očekuje se i nešto snažnija osobna potrošnja zbog snažnijeg rasta raspoloživog dohotka na

početku godine u odnosu na očekivanja. U skladu s ostvarenjima u prva tri mjeseca i ukupan bi izvoz i uvoz mogli snažnije porasti nego u prošloj projekciji, pri čemu se očekuje veći negativan doprinos neto inozemne potražnje. U 2026. rast je blago revidiran naniže, prije svega zbog izraženijih nepovoljnih utjecaja trgovinskih napetosti na investicije i robni izvoz.

Tablica 4.2.2. Odstupanja od projekcije HNB-a iz ožujka 2025.

	2024.	2025.	2026.
Realni BDP			
lipanj 2025.	3,9	3,3	2,9
ožujak 2025.	3,8	3,2	3,0
razlika (p. b.)	0,1	0,1	−0,1
Inflacija (HIPC)			
lipanj 2025.	4,0	3,6	2,6
ožujak 2025.	4,0	3,7	2,6
razlika (p. b.)		−0,1	0,0
Inflacija (IPC)			
lipanj 2025.	3,0	2,8	2,2
ožujak 2025.	3,0	2,9	2,2
razlika (p. b.)		−0,1	−0,1

Izvori: DZS; Eurostat; ocjene i projekcije HNB-a

U usporedbi s prethodnom projekcijom iz ožujka 2025., prosječna godišnja stopa inflacije (HIPC) mogla bi biti niža za 0,1 postotni bod u 2025., dok je projekcija za 2026. godinu nepromijenjena. Revizija inflacije odražava niža ostvarenja goriva od očekivanih u ožujku i travnju, što je rezultiralo znatnom revizijom inflacije cijena energije naniže. Ipak, to je većinom poništeno višom očekivanom temeljnom inflacijom zbog ostvarenja inflacije cijena usluga viših od očekivanih. Projekcija ukupne inflacije za 2026. nepromijenjena je, uz neznatne promjene po komponentama inflacije.

OKVIR 4.

Izdvajanje za obranu u EU-u i potencijalni makroekonomski učinci povećanja obrambenih izdataka

U svjetlu izraženih geopolitičkih napetosti i s ciljem smanjenja ovisnosti o obrambenoj potpori Sjedinjenih Američkih Država Europska komisija predlaže niz mjera za poticanje ulaganja u obrambene kapacitete država članica. Predložene mjere usmjerene su poglavito na nadoknađivanje manjka obrambenih kapaciteta, poticanje zajedničke nabave, pojednostavnjenje regulative te jačanje obrambene industrije, inovacija i strateških partnerstva. Kako bi se povećala nacionalna izdvajanja za obranu, državama članicama bit će omogućena aktivacija klauzule o odstupanju od fiskalnih pravila, u iznosu od 1,5% BDP-a. Empirijska literatura ne daje jasne zaključke o makroekonomskim učincima povećanih izdvajanja za obranu. Učinci većih izdvajanja na gospodarsku aktivnost vrlo su neizvjesni i ovise o nizu čimbenika, uključujući veličinu i strukturu potrošnje, stupanj uvozne ovisnosti, način financiranja te razinu iskorištenosti proizvodnih kapaciteta. Veća izdvajanja za obranu mogu stvoriti i povoljne dugoročne učinke na gospodarski rast putem prelijevanja na ostale sektore i rasta ukupne faktorske produktivnosti.

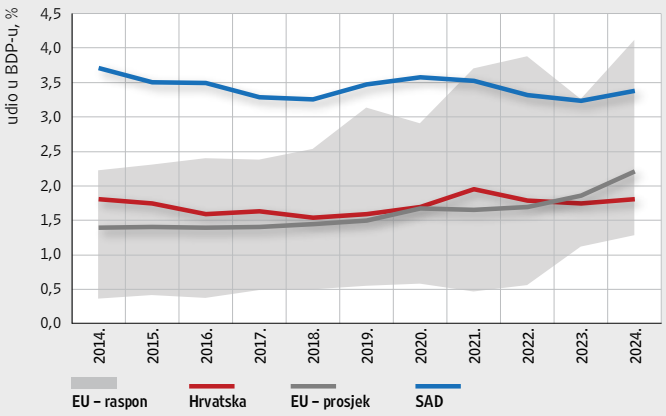
Sredinom ožujka ove godine Europska komisija predstavila je Bijelu knjigu o europskoj obrani – Spremnost 2030.[21], koja definira novi pristup obrani te identificira ključne potrebe za ulaganjima, i plan *ReArm Europe*, kojim se državama članicama Europske unije predlažu financijski instrumenti za poticanje ulaganja u obrambene kapacitete. Prema spomenutim inicijativama do 2030. planira se osigurati značajno dodatno nacionalno financiranje obrane na razini EU-a. Pritom se 650 mlrd. EUR dodatnih izdvajanja za obranu planira postići poticanjem većih nacionalnih izdataka, a kako bi i zemlje s proračunskim manjkom i dugom iznad referentnih razina mogle povećati ulaganja u obranu, omogućit će se aktivacija odredba o odstupanju od fiskalnih pravila SGP-a, pri čemu bi svaka država članica mogla povećati izdvajanja za obranu do 1,5% BDP-a tijekom četverogodišnjeg razdoblja aktivacije klauzule. Odstupanje od fiskalnih pravila pratilo bi se na statističkoj kategoriji "obrana" prema funkcijskoj klasifikaciji rashoda (engl. *Classification of the Functions of Government*, COFOG), koja se bilježi prema standardima ESA 2010. Također, 150 mlrd. EUR planirano je za kreditiranje zajedničke nabave država članica u sektoru obrane, putem novog instrumenta *Security Action for Europe* (SAFE). Sredstva u okviru tog instrumenta namjeravaju se osigurati izdavanjem obveznica EU-a s jamstvima iz proračuna EU-a. Osim toga, u tekućem je višegodišnjem proračunskom razdoblju EU-a (2021. – 2027.) dostupna i određena dodatna podrška za poticanje istraživanja i razvoja u obrambenoj industriji s pomoću sredstava iz Europskog fonda za obranu. Procjene pojedinih analitičara o potrebnim izdvajanjima za obranu u EU-u na tragu su preporuka Europske komisije. Tako bi, prema izvješću Burilkova i Wolffa, eventualno smanjenje vojne potpore koju SAD pruža Europi zahtijevalo 300.000 vojnika i najmanje

21 *White Paper for European Defence – Readiness* 2030, Europska komisija (2025.). Dostupno na: https://defence-industry-space.ec.europa.eu/eu-defence-industry/introducing-white-paper-european-defence-and-rearm-europe-plan-readiness-2030_en

250 mlrd. EUR više godišnje za obranu, kako bi se nadoknadio gubitak sposobnosti, što bi gotovo udvostručilo izdvajanja s 2% na 3,5% BDP-a.

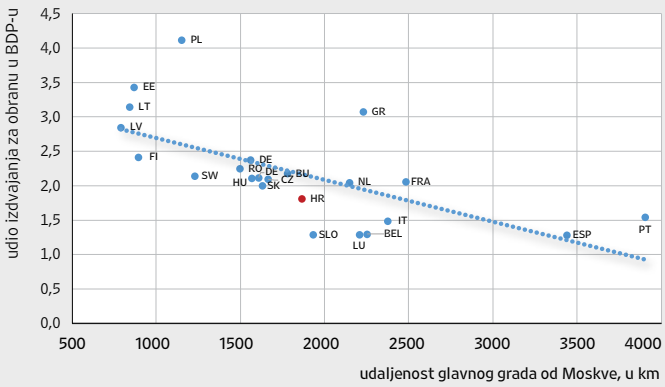
Kada je riječ o trenutačnoj visini nacionalnih rashoda za obranu, prvo treba istaknuti da ne postoji jedinstven pristup njihovu mjerenju. Tako je definicija rashoda za obranu prema NATO-u nešto šira od definicije prema COFOG-u koju prikazuje Eurostat, djelomično zbog toga što uključuje i mirovine za umirovljene vojne i civilne zaposlenike vojnih odjela. Osim toga, pod određenim uvjetima NATO-ova definicija može obuhvaćati i operacije drugih snaga, poput jedinica Ministarstva unutarnjih poslova, nacionalnih policijskih snaga ili obalne straže, dok su iz nje isključeni izdaci za civilnu obranu, koji se pak računaju unutar klasifikacije COFOG. Dodatne razlike javljaju se zbog različitoga vremenskog okvira bilježenja rashoda, osobito kod vojne opreme, jer NATO-ovo izvještavanje ne primjenjuje pravila nacionalnih računa o vremenu evidentiranja troškova, odnosno NATO-ovi podaci zasnivaju se na tzv. novčanom načelu, dok se podaci COFOG-a bilježe u skladu s obračunskim načelom[22]. U nastavku se analiza zasniva na NATO-ovim podacima s obzirom na to da su detaljniji glede strukture rashoda, ažurniji (NATO-ovi podaci dostupni su za 2024., dok su posljednji Eurostatovi podaci dostupni za 2023.) te se u međunarodnim usporedbama obično primjenjuje upravo NATO-ova granica rashoda od 2% BDP-a kao referentna razina.

Slika 1. Izdvajanja za obranu, u % BDP-a



Izvori: Eurostat; SIPRI; NATO

Slika 2. Udio izdataka za obranu u 2024., u % BDP-a



Izvor: NATO

Obrambeni izdaci država članica Europske unije prema NATO-ovim podacima posljednjih godina značajno su porasli mjereno udjelom u BDP-u. Ukupni izdaci za obranu članica EU-a prema NATO-ovim pokazateljima[23,24] iznosili su u 2024. prosječno nešto više od 2% BDP-a, no uz razlike među zemljama koje dosežu gotovo 3 postotna boda BDP-a (Slika 1.), s obzirom na to da je

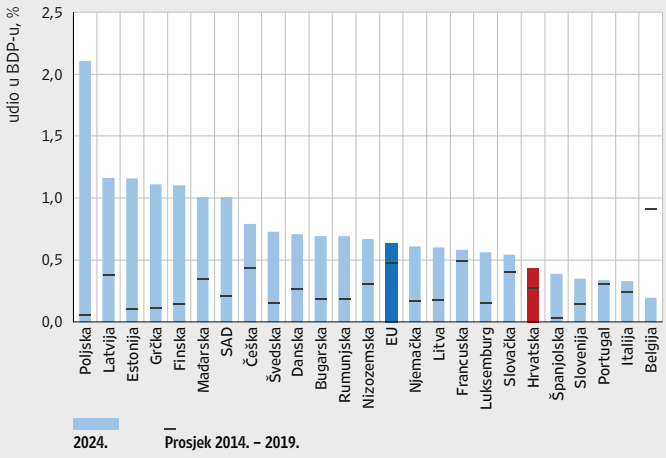
22 NATO-ovi podaci temelje se na novčanom načelu, koje uzima u obzir razdoblje kada je novčana transakcija poslovne aktivnosti izvršena (npr. datum plaćenog računa za vojnu opremu), dok se COFOG-ovi podaci temelje na obračunskom načelu, što znači da je relevantno razdoblje nastanka poslovne aktivnosti (npr. datum isporuke vojne opreme).

23 Nedostaju podaci za članice EU-a koje nisu NATO-ove članice (Austrija, Cipar, Irska i Malta).

24 Tako podaci Eurostata upućuju na izdvajanja na obranu na razini EU-a u iznosu od 1,26% BDP-a u 2022. godini, odnosno za 0,4% BDP-a manje nego NATO-ovi podaci za istu godinu.

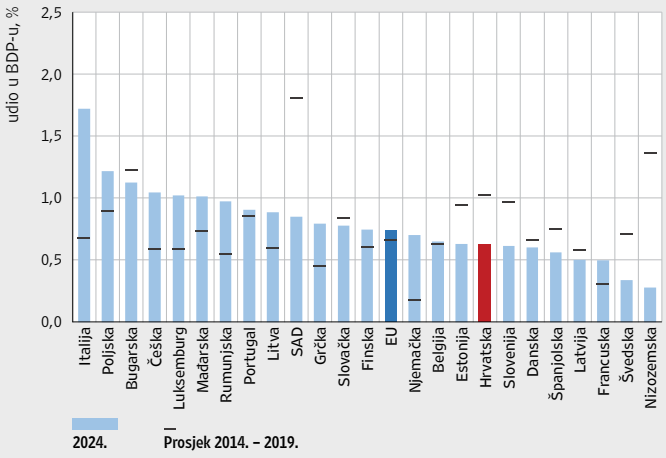
financiranje obrane u nadležnosti država članica. Tako u Poljskoj izdaci za obranu premašuju 4% BDP-a, dok su najmanji rashodi zabilježeni u Španjolskoj i Sloveniji. Hrvatska je u 2024. izdvajala nešto ispod prosjeka EU-a, odnosno 1,8% BDP-a. Povećanje izdvajanja za obranu u državama članicama EU-a, koje je posebice izraženo u posljednje dvije godine, geografski je koncentriranije u zemljama koje graniče ili su u blizini Ruske Federacije (Slika 2.). Rast izdvajanja u najvećoj je mjeri bio ostvaren kod ulaganja u opremu (Slika 3.), koja zajedno s izdvajanjima za ljudstvo čine u prosjeku nešto više od dvije trećine ukupnih ulaganja u obranu (Slika 4.). Hrvatska u pravilu ulaže nešto ispod prosjeka EU-a u svim glavnim kategorijama (Slika 5.). Pritom su ulaganja u opremu i infrastrukturu mjerena udjelom u BDP-u povećana u odnosu na pretpandemijski prosjek, dok su, kada je riječ o izdvajanjima na ljudstvo, vidljivo smanjena (Slika 6.). Međutim, čini se kako su takva kretanja posljedica pada rashoda za vojne mirovine jer prema podacima Eurostata Hrvatska u 2023. bilježi vrlo blagi pad izdvajanja za naknade zaposlenima u okviru rashoda za obranu mjereno udjelom u BDP-u, a u 2024. podaci bi, jednom kada postanu dostupni, mogli pokazati znatno povećanja rashoda s obzirom na snažan rast plaća u javnom sektoru. Valja spomenuti pritom kako Vladina procjena ukupnih rashoda za obranu u 2024. iznosi 1,5% BDP-a, što je nešto niže nego što pokazuju podaci NATO-a, dok su planom za državni proračun za 2025. predviđeni rashodi u iznosu od 1,6% BDP-a[25].

Slika 3. Udio izdvajanja za opremu, u % BDP-u



Izvori: NATO; Europska komisija

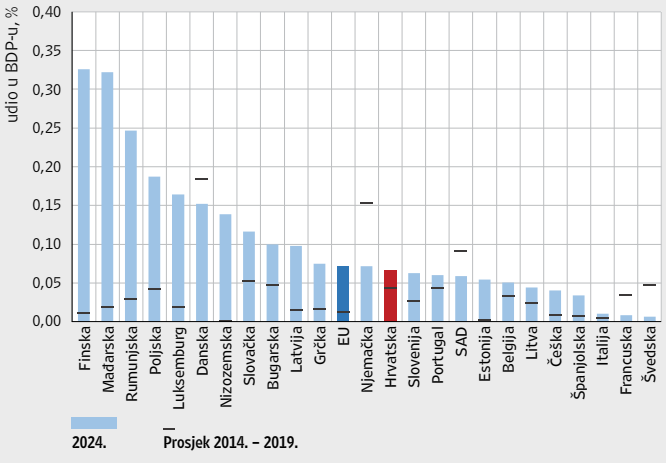
Slika 4. Udio izdvajanja za ljudstvo, u % BDP-a



Izvori: NATO; Europska komisija

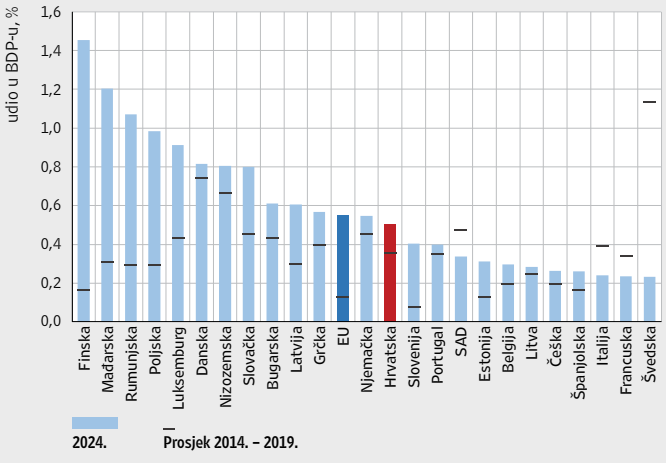
25 Ministarstvo obrane (2025.): Godišnje izvješće o obrani za 2024. godinu

Slika 5. Udio izdvajanja za infrastrukturu, u % BDP-a



Izvori: NATO; Europska komisija

Slika 6. Udio ostalih izdvajanja za obranu, u % BDP-a



Izvori: NATO; Europska komisija

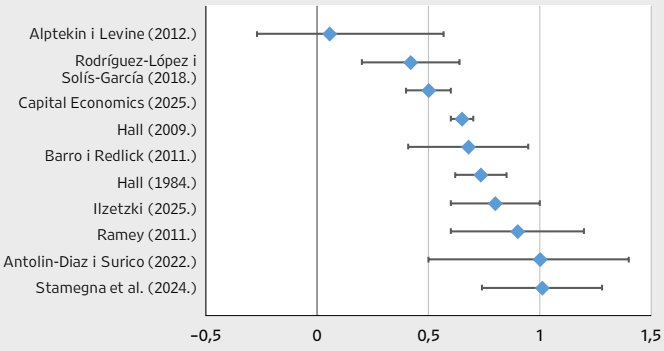
Empirijska literatura ne daje jasne zaključke o tome kakvi su potencijalni multiplikativni učinci povećanih izdvajanja za obranu na gospodarstvo. Raspon ocijenjenih multiplikatora vrlo je širok te se kreće od vrlo niskih 0,1% pa do iznad 1%. Tako primjerice Stamegna *et al.* (2024.)[26] upućuju na znatnu varijaciju multiplikatora među zemljama Europske unije iako je istraživanje vremenski ograničeno na razdoblje od 2013. do 2023. godine (Slika 9.). Autori pokazuju relativno visoke multiplikativne učinke na agregatnu potražnju za Njemačku i Španjolsku, s vrijednostima od 1,23 odnosno 1,28, a za Italiju procjenjuju niži multiplikator od 0,74, koji objašnjavaju visokom uvoznom ovisnošću. Institut za svjetsko gospodarstvo u Kielu[27] također procjenjuje razmjerno visoke multiplikatore na razini Europske unije, s procijenjenim učincima u rasponu od 0,6 do 1,0, ovisno o pretpostavkama vezanim uz način financiranja izdataka i monetarnu politiku. S druge strane, Alptekin i Levine (2012.)[28] provode metaanalizu većeg broja radova na temelju više razdoblja tijekom kojih su objavljivani i zaključuje da multiplikatori mogu biti negativni. Naime, preusmjeravanje resursa u obrambeni sektor može smanjiti produktivnost drugih sektora i rezultirati potencijalnim povećanjem poreza, što može nadjačati utjecaj rasta agregatne potražnje i pozitivne učinke koji proizlaze iz tehnoloških inovacija i razvoja infrastrukture. Kada je riječ o potencijalnim učincima na rast ukupne faktorske produktivnosti, ocjene su u pravilu vidljivo niže (Slika 10.).

26 Stamegna, M., Bonaiuti, C., Maranzano, P. i Pianta, M. (2024.): The economic impact of arms spending in Germany, Italy, and Spain, *Peace Economics, Peace Science and Public Policy*, 30(4), 393 – 422

27 Guns and Growth: The Economic Consequences of Surging Defense Spending, The Kiel Institute for the World Economy. Dostupno na: https://www.ifw-kiel.de/publications/news/guns-and-growth-the-economic-consequences-of-surging-defense-spending/

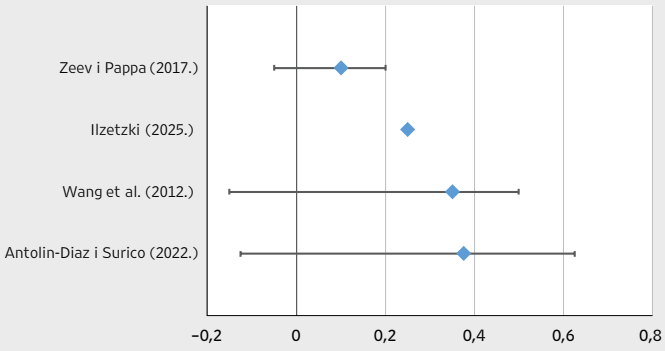
28 Alptekin, A. i Levine, P. (2012.): Military expenditure and economic growth: A meta-analysis. European Journal of Political Economy, 28(4), 636 – 650

Slika 7. Multiplikativni učinci na BDP



Izvor: popis referencija[29]

Slika 8. Multiplikativni učinci na ukupnu faktorsku produktivnost



Izvor: popis referencija[30]

Makroekonomski učinci povećanih izdvajanja za obranu ovisit će o nizu čimbenika. Osim samog iznosa i vremenskog okvira povećanja rashoda ključnu ulogu ima i struktura same potrošnje, osobito udio izdvajanja za uvozne proizvode. Važan je i način njihova financiranja, primjerice putem zaduživanja ili prilagodbom poreza i drugih rashoda kao i iskorištenost proizvodnih kapaciteta koji određuju koliki će povećana potražnja imati inflacijski ili poticajni učinak na gospodarstvo.

Jedan od ključnih ciljeva Europske komisije jest smanjenje dosadašnjeg vrlo visokog udjela uvozne vojne opreme u ukupnim nabavkama. Ako se promotri povijesna praksa, članice EU-a uvelike su se pri nabavi vojne opreme oslanjale na uvoz iz trećih zemalja. Štoviše, nakon ruske agresije na Ukrajinu udio uvoza vojne opreme iz trećih zemalja popeo se na 78% na razini EU-a[31], pri čemu dostupni podaci pokazuju kako je dominantan bio uvoz iz SAD-a (Slika 7.). Europska strategija za obrambenu industriju (EDIS) predlaže da države članice Europske unije do 2030.

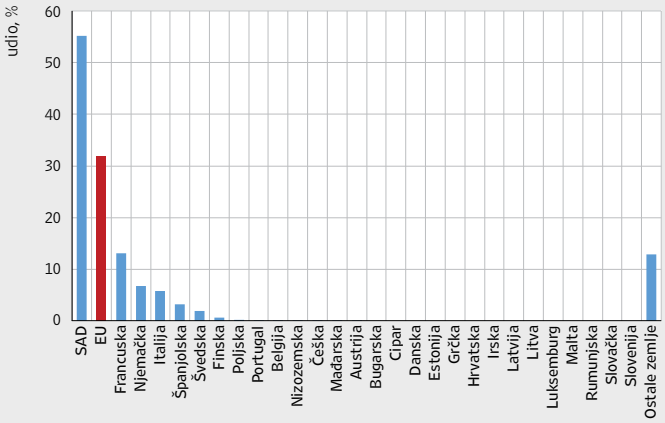
29 Barro, R. J. i Redlick, C. J. (2011.): Macroeconomic effects from government purchases and taxes. *The Quarterly Journal of Economics*, 126(1), 51 – 102
Hall, R. E. (1984.): The role of consumption in economic fluctuations. *National Bureau of Economic Research*
Hall, R. E. (2009.): By how much does GDP rise if the government buys more output). *National Bureau of Economic Research* (15496)
Rodriguez-Lopez, J. i Solis-Garcia, M. (2018.): Defense spending and fiscal multipliers: it's all in the variance. *Munich Personal RePEc Archive*
Antolin-Diaz, J. i Surico, P. (2022.): The long-run effects of government spending. Centre for Economic Policy Research
Ramey, V. A. (2011.): Identifying government spending shocks: It's all in the timing. The quarterly journal of economics, 126(1), 1 – 50
Ilzetzki, E. (2025.): Waffen und Wachstum: Die wirtschaftlichen Folgen steigender Militärausgaben, Kiel Report No. 2, The Kiel Institute for the World Economy, Februar 2025.
Stamegna, M., Bonaiuti, C., Maranzano, P. i Pianta, M. (2024.): The economic impact of arms spending in Germany, Italy, and Spain. *Peace Economics, Peace Science and Public Policy*, 30(4), 393 – 422
Alptekin, A. i Levine, P. (2012.): Military expenditure and economic growth: A meta-analysis. European Journal of Political Economy, 28(4), 636 – 650
Europe Weekly: How big a boost from defence?, Capital Economics. Dostupno na: https://www.capitaleconomics.com/publications/europe-economics-weekly/europe-weekly-how-big-boost-defence

30 Ben Zeev, N. i Pappa, E. (2017.): Chronicle of a war foretold: the macroeconomic effects of anticipated defence spending shocks. *The Economic Journal*, 127 (6), 1568 – 1597
Ilzetzki, E. (2025.): Waffen und Wachstum: Die wirtschaftlichen Folgen steigender Militärausgaben, Kiel Report No. 2, The Kiel Institute for the World Economy, Februar 2025.
Antolin-Diaz, J. i Surico, P. (2022.): The long-run effects of government spending. Centre for Economic Policy Research
Wang, T. P., Shyu, S. H. P. i Chou, H. C. (2012.): The impact of defense expenditure on economic productivity in OECD countries. Economic Modelling, 29(6), 2104 – 2114

31 European defence industrial strategy (2024.)

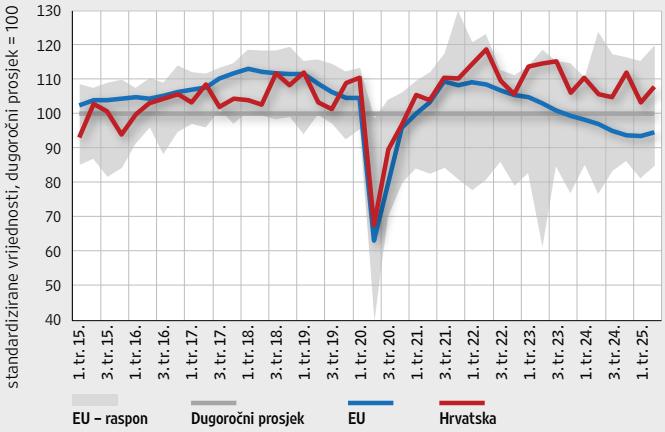
godine nastoje osigurati barem 50% svojih obrambenih potreba unutar EU-a, a do 2035. taj bi udio trebao porasti na 60%.

Slika 9. Udio izvoza vojne opreme pojedine zemlje u ukupnom uvozu vojne opreme u EU, prosjek 2021. – 2024.



Napomena: EU se odnosi na ukupan uvoz vojne opreme država članica iz drugih zemalja unutar EU-a, iskazan kao udio u ukupnom uvozu članica EU-a. Prema dostupnim informacijama podaci SIPRI-ja ne obuhvaćaju trgovinu svim naoružanjem, pa iznosi po zemljama mogu biti podcijenjeni.
Izvor: SIPRI

Slika 10. Trenutačna razina iskorištenosti kapaciteta u industriji



Izvor: Europska komisija

Pri financiranju vojnih izdataka iskustva pojedinih zemalja pokazuju da su se države, osim na zaduživanje, oslanjale i na povećanje poreza te smanjenje drugih vrsta potrošnje, čime su ublaženi makroekonomski učinci. J. Marzian i C. Trebesch s Instituta za svjetsko gospodarstvo u Kielu[32] proučavali su kako su se vojna jačanja financirala u posljednjih 150 godina te zaključuju da su se promatrane države (Njemačka, Ujedinjeno Kraljevstvo, SAD, Južna Koreja) obično oslanjale na kombinaciju financiranja deficita dugom i povećanih poreznih prihoda. Međutim, što je rast rashoda bio veći, to je i financiranje putem duga bilo izraženije.

Kada je riječ o iskorištenosti kapaciteta u EU-u, ona je u industriji trenutačno ispod povijesnih prosjeka, što upućuje na mogućnost prenamjene proizvodnje za vojnu industriju bez stvaranja dodatnih inflatornih pritisaka, no varijacije su po zemljama izražene. Trenutačna iskorištenost kapaciteta također je jedan od ključnih čimbenika koji određuju utjecaj dodatnih ulaganja u obranu na gospodarsku aktivnost i inflaciju. U uvjetima nedovoljnih kapaciteta ta ulaganja mogu dovesti do inflacijskih pritisaka i rezultirati strožom monetarnom politikom te istiskivati na taj način privatnu potražnju. Prema podacima EK-a krajem 2023. iskorištenost kapaciteta u industriji u EU-u spustila se ispod povijesnog prosjeka te se nastavila smanjivati sve do kraja 2024. kada se blago povećala. Pritom su vidljive značajne razlike među članicama (Slika 8.), pri čemu podaci za Hrvatsku upućuju na zaključak kako je iskorištenost kapaciteta iznad dugoročnih razina. Osim toga, potrebno je i određeno vrijeme za preusmjeravanje preostalih kapaciteta, a nedostatak radne snage u građevinskoj industriji mogao bi značajno ograničavati izgradnju vojne infrastrukture.

32 Marzian, J. i Trebesch, C.: How to Finance Europe's Military Buildup? Lessons from History, Kiel Policy Brief, 184

Izdvajanja za obranu mogu imati i povoljne dugoročne učinke na gospodarski rast. Ulaganja u istraživanje i razvoj unutar obrambene industrije mogu se preliti i na ostatak gospodarstva, a zemlje koje uvoze obrambene proizvode od tehnološki naprednijih zemalja također mogu poboljšati svoje tehnološko znanje. S druge strane, postoji i rizik da će povećanje istraživanja i razvoja povezanih s obranom potisnuti privatna ulaganja u istraživanje i razvoj, osobito ako postoji ograničena i neelastična ponuda kvalificiranih radnika u tim područjima. U tom kontekstu, povećanje domaćih proizvodnih kapaciteta u sektoru obrane i širenje mogućnosti za harmonizaciju opreme te ulaganje u istraživanje i razvoj trebali bi srednjoročno smanjiti ovisnost o uvozu, potaknuti međusobna prelijevanja između država članica i dovesti do višega fiskalnog multiplikatora do kraja desetljeća.

Kratice i znakovi

KRATICE

APN	Agencija za pravni promet i posredovanje nekretninama
BDP	bruto domaći proizvod
BEA	Ured SAD-a za ekonomske analize (engl. *U. S. Bureau of Economic Analysis*)
DZS	Državni zavod za statistiku
EA	europodručje (engl. *eurozone*, *euroarea*)
engl.	engleski
ESB	Europska središnja banka
ESI	ekonomski pokazatelj pouzdanja (engl. *Economic Sentiment Indicator*)
EU	Europska unija
EU ETS2	sustav EU-a za trgovanja emisijama (engl. *Emissions Trading Scheme*, ETS) EURIBOR referentna kamatna stopa koja se utvrđuje na europskom međubankarskom tržištu (engl. *Euro Interbank Offered Rate*)
€STR	referentna eurska kratkoročna kamatna stopa
Fed	američka središnja banka (engl. *Federal Reserve System*)
GSCPI	indeks pritisaka u globalnim lancima dobave (engl. *Global Supply Chain Pressure Index*)
HIPC	harmonizirani indeks potrošačkih cijena (engl. *Harmonized Index of Consumer Prices*)
HNB	Hrvatska narodna banka
HPK	harmonizirani pokazatelji konkurentnosti
HWWI	Institut za međunarodnu ekonomiju u Hamburgu (njem. Hamburgisches Weltwirtschaftsinstitut)
HZMO	Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje
HZZ	Hrvatski zavod za zapošljavanje
ILO	Međunarodna organizacija rada (engl. *International Labour Organization*)
INET-41	indeks nominalnoga efektivnog tečaja eura prema 41 najvažnijem trgovinskom partneru europodručja
IPC	indeks potrošačkih cijena (engl. *Consumer Price Index*)
MF	Ministarstvo financija
MFL	kamatna stopa na stalno raspoložive mogućnosti granične posudbe
mil.	milijun
mlrd.	milijarda
MMF	Međunarodni monetarni fond
MWh	megavatsat
NKD	Nacionalna klasifikacija djelatnosti
OECD	Organizacija za gospodarsku suradnju i razvoj (engl. *Organization for Economic Cooperation and Development*)
OOH	stambeni objekt u vlasništvu stanara (engl. *owner-occupied housing*)
p. b.	postotni bod
PDV	porez na dodanu vrijednost
PMI	indeks menadžera nabave (engl. *Purchasing Manager Index*)

SAD	Sjedinjene američke države
SMA	Anketa o monetarnim analizama (engl. *Survey of Monetary Analysts*)
SPF	Anketa stručnjaka za ekonomske prognoze (engl. *Survey of Professional Forecasters*)
SVAR	model strukturne vektorske autoregresije (engl. *structural vector autoregressive model*)
tr.	tromjesečje
UNCTAD	Konferencija Ujedinjenih naroda o trgovini i razvoju (engl. *United Nations Conference on Trade and Development*)

TROSLOVNE OZNAKE ZA VALUTE

CHF	švicarski franak
CNY	juan renminbi
EUR	euro
GBP	funta sterlinga
JPY	jen
USD	američki dolar
XDR	posebna prava vučenja

DVOSLOVNE OZNAKE ZA ZEMLJE

AT	Austrija
BE	Belgija
BG	Bugarska
CY	Cipar
CZ	Češka
DE	Njemačka
DK	Danska
EE	Estonija
ES	Španjolska
FI	Finska
FR	Francuska
GB	Velika Britanija
GR	Grčka
HR	Hrvatska
HU	Mađarska
IE	Irska
IT	Italija
LT	Litva
LV	Letonija
MT	Malta
NL	Nizozemska
PL	Poljska
PT	Portugal

RO	Rumunjska
SI	Slovenija
SK	Slovačka
UK	Ujedinjena Kraljevina

ZNAKOVI

–	nema pojave
....	ne raspolaže se podatkom
0	podatak je manji od 0,5 upotrijebljene jedinice mjere
Ø	prosjek
a, b, c,...	oznaka za napomenu ispod tablice i slike
*	ispravljen podatak
( )	nepotpun, nedovoljno provjeren podatak

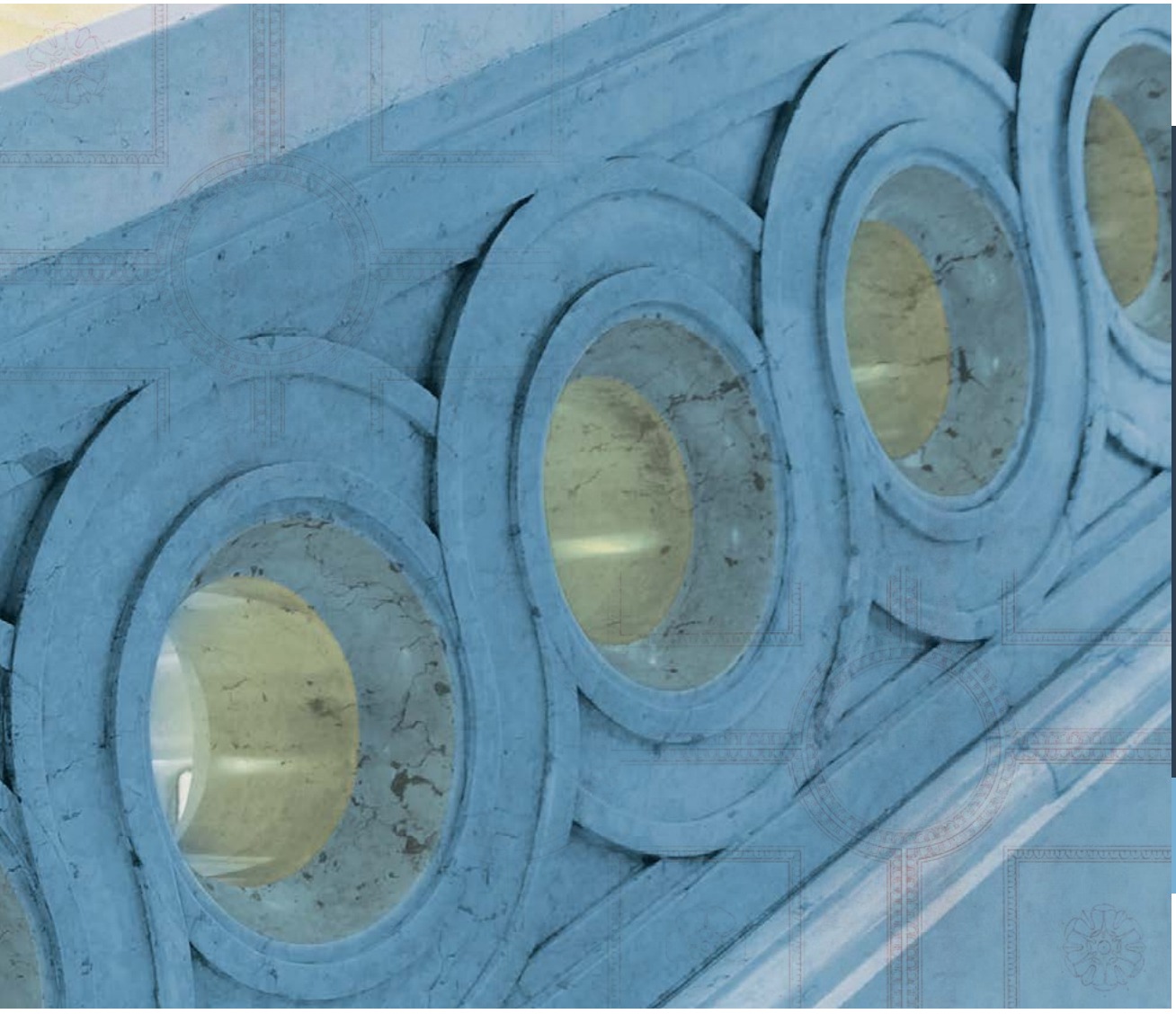
HNB
EUROSUSTAV

IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka
Trg hrvatskih velikana 3
10000 Zagreb

www.hnb.hr

Molimo korisnike ove publikacije da pri
korištenju podataka obvezno navedu izvor.

ISSN 2459-8089 (online)

ISSN 2459-8089