HNB
EUROSUSTAV

Makroekonomska kretanja i prognoze

godina X · broj 19 · prosinac 2025.

HRVATSKA NARODNA BANKA
EUROSUSTAV

HNB
EUROSUSTAV

HNB
EUROSUSTAV

Makroekonomska kretanja i prognoze

Zagreb, prosinac 2025.
godina X, broj 19

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**

Okvir 1. Utjecaj neizvjesnosti na privatne bruto investicije u fiksni kapital u Hrvatskoj ... **26**

3.2. Tržište rada ... **31**

3.3. Cjenovna kretanja ... **34**

3.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom ... **41**

3.5. Bankovni sustav ... **44**

4. Projekcije za Hrvatsku ... **49**

4.1. Temeljne pretpostavke ... **49**

4.2. Projekcije makroekonomskih varijabla ... **50**

Kratice i znakovi ... **57**

Kratice ... **57**

Troslovne oznake za valute ... **58**

Dvoslovne oznake za zemlje ... **58**

Znakovi ... **59**

HNB
EUROSUSTAV

Sažetak

Globalna gospodarska kretanja u 2025. pokazala su se razmjerno otporna na trgovinske napetosti i pojačanu neizvjesnost trgovinske politike, pa su se projekcije globalnoga gospodarskog rasta poboljšale u odnosu na prijašnja očekivanja. Učinak protekcionističkih mjera trgovinske politike na globalni gospodarski rast pokazao se razmjerno ograničen, te se globalna gospodarska ekspanzija samo blago usporila u odnosu na 2024. Takvim je kretanjima pridonijelo i smanjenje neizvjesnosti u vezi s trgovinskom politikom američke administracije nakon niza trgovinskih dogovora postignutih u drugoj polovini godine. Rast globalne trgovine, međutim, usporava se u okolnostima povišenih razina carina i iščezavanja povoljnih učinaka povećanja trgovine i zaliha prije nego što su carine stupile na snagu. Zbog relativno robusnih gospodarskih kretanja projekcije globalnog rasta revidirane su naviše, a povećan je i očekivani rast globalne trgovine, no i nadalje se očekuje slabljenje rasta u sljedećoj godini. Inflacija se na globalnoj razini nastavila usporavati, čemu je pridonio i pad cijena sirovina. Trend globalne dezinflacije odražava pritom smanjenje inflacije u zemljama u razvoju, dok inflacijska kretanja u razvijenim gospodarstvima postaju heterogenija zbog, među ostalim, različitih kretanja na tržištu rada kao i učinaka carina. U takvim su okolnostima središnje banke uglavnom nastavile s popuštanjem monetarne politike.

Očekivanja glede gospodarskih kretanja u europodručju također su nešto povoljnija, no rast je i nadalje relativno prigušen, dok se inflacija zadržava blizu ciljane razine. Rast realnog BDP-a europodručja u trećem je tromjesečju 2025. iznosio 0,2% (nakon 0,1% u drugom tromjesečju), a slična bi se kretanja mogla nastaviti i krajem 2025. Recentni pokazatelji upućuju na to da uslužni sektor nastavlja biti glavni generator rasta, dok je industrijska proizvodnja i nadalje potisnuta. Otpornost gospodarstva europodručja na rastuće globalne izazove, snažnija vanjska potražnja i smanjena trgovinska neizvjesnost odrazili su se i u blago poboljšanim projekcijama rasta, pri čemu se očekuje da će ekspanzija uvelike biti podržana domaćom potražnjom, što, pak, odražava robusno tržište rada, odgođene učinke spuštanja ključnih kamatnih stopa u razdoblju do lipnja 2025. te najavljeni rast ulaganja u obranu i infrastrukturu. Tržište rada europodručja i nadalje je snažno, uz naznake da se slabljenje potražnje za radom usporava, a nezaposlenost se nalazi na povijesno niskim razinama. Rast zaposlenosti pritom je u većoj mjeri usklađen s povijesnom vezom između zaposlenosti i gospodarske aktivnosti nego što je to bilo u protekle dvije godine, a to je dovelo i do djelomičnog oporavka rasta produktivnosti. Inflacija se, nakon privremenog ubrzavanja potkraj 2024. i početkom 2025., stabilizirala oko ciljane razine od 2% te se od ožujka do studenoga kretala u uskom rasponu od 1,9% do 2,2%. Usporavanju ukupne inflacije u odnosu na kraj 2024. najviše je pridonijelo smanjenje inflacije cijena usluga, koja se, međutim, i nadalje nalazi iznad dugoročnog prosjeka te je ujedno u razdoblju od rujna do studenoga ponovno ojačala. Ukupna inflacija u europodručju mogla bi se, ipak, privremeno blago spustiti ispod ciljane razine zbog pada cijena energenata, usporavanja rasta cijena hrane i usporavanja rasta plaća, a očekivanom usporavanju doprinosi i aprecijacija tečaja eura.

Ključne kamatne stope ESB-a tijekom druge polovine 2025. ostale su nepromijenjene, pri čemu je inflacija u europodručju bila na razinama oko srednjoročnog cilja od 2%. Prethodno je Upravno vijeće ESB-a u razdoblju od lipnja 2024. do lipnja 2025. u osam navrata, za ukupno 200 baznih bodova, smanjilo kamatnu stopu na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje

banke, koja je u trenutačnim uvjetima visokih viškova likvidnosti relevantan pokazatelj monetarne politike ESB-a, nakon što je ključne kamatne stope držalo stabilnima od rujna 2023. godine. Tako se kamatna stopa na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke od lipnja 2025. zadržala na razini od 2,00%. Upravno vijeće odlučno je u tome da postojano u srednjem roku stabilizira inflaciju na ciljanoj razini od 2%, pri čemu će se odluke o primjerenoj razini kamatnih stopa na svakom sastanku i nadalje zasnivati na pristiglim podacima. Pritom se Upravno vijeće ne opredjeljuje unaprijed za određenu dinamiku promjene stopa.

Prinosi europskih državnih obveznica bili su relativno stabilni, dok su dionički indeksi većinom rasli, pri čemu su u nekim europskim državama dosegnuli najviše razine dosad. Tečaj eura prema američkom dolaru blago je deprecirao od kraja prvog polugodišta 2025. do kraja studenoga. Unatoč učestaloj izmjeni vijesti sa znatnim potencijalnim učinkom na gospodarstvo europodručja, kao što su pregovori o carinama te pregovori o okončanju sukoba u Ukrajini, europski obveznički prinosi oscilirali su unutar uskog raspona od kraja lipnja do kraja studenoga. Prinos na dugoročne državne obveznice europodručja ponderiran BDP-om na kraju studenoga iznosio je 3,1%, tj. samo nekoliko baznih bodova više nego na kraju lipnja. Pritom su se razlike prinosa obveznica država članica europodručja prema referentnim njemačkim obveznicama nastavile smanjivati. Posebno se ističe smanjenje razlike prinosa talijanskih dugoročnih državnih obveznica u odnosu na njemačke obveznice. Osim talijanskog, uočljivo je i smanjenje razlike prinosa hrvatskih dugoročnih inozemnih državnih obveznica u odnosu na njemačke obveznice prema razinama od 30 baznih bodova. Radi se o najnižoj razlici prinosa otkako Hrvatska aktivno izdaje dugoročne obveznice na međunarodnom tržištu. Iznimku od općeg trenda smanjivanja razlike prinosa u istom razdoblju činile su francuske obveznice zbog rasta političke neizvjesnosti.

Troškovi financiranja poduzeća i stanovništva u Hrvatskoj uglavnom su se smanjili u drugoj polovini 2025. godine, a rast se kredita usporio. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima bile su u listopadu na nižim razinama nego u lipnju, kao i kamatne stope na gotovinske nenamjenske kredite stanovništvu, za razliku od onih na stambene kredite stanovništvu, koje se nisu bitno promijenile. Kamatne stope na oročene depozite poduzeća također su se zadržale na nižim razinama dosegnutima sredinom godine, dok su se na oročene depozite stanovništva blago smanjile. Rast kredita poduzećima usporio se u razdoblju od srpnja do listopada kao i rast kredita stanovništvu, koji je pod utjecajem makrobonitetnih mjera uvedenih u srpnju. Snažnije su se usporili gotovinski nenamjenski krediti, a usporavanje rasta stambenih kredita bilo je blaže, djelomično i zbog odgođene isplate kredita ugovorenih prije srpnja. Ukupni su se depoziti povećali odražavajući rast prekonoćnih depozita, posebice stanovništva, i u manjoj mjeri oročenih depozita poduzeća.

Ekspanzija gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj mogla bi se nastaviti postupno usporavati. Rast realnog BDP-a u trećem se tromjesečju vidljivo usporio, zbog slabljenja osobne potrošnje i osjetnog pada izvoza usluga, dok je rast investicija i robnog izvoza ojačao. Pad izvoza usluga vjerojatno je uvelike povezan s kretanjima u turizmu i padom realne potrošnje nerezidenata. Prema dostupnim podacima za četvrto tromjesečje gospodarska bi aktivnost krajem godine ponovno mogla ojačati, te bi na razini cijele 2025. rast realnog BDP-a mogao iznositi 3,0%, nakon 3,8% u 2024., što je nešto niže u odnosu na prijašnja očekivanja. U sljedećoj godini očekuje se blago

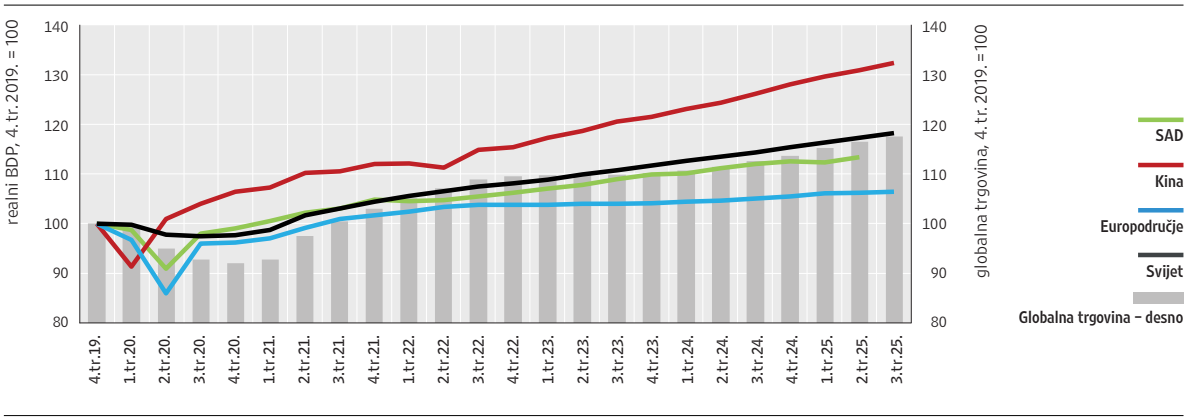
usporavanje rasta, na 2,8%, s obzirom na očekivano usporavanje rasta realnih dohodaka i manje poticajnu fiskalnu politiku. Rast plaća i zaposlenosti usporio se u 2025., a takva kretanja očekuju se i u nastavku projekcijskoga horizonta. Domaća bi potražnja, međutim, u 2026. i nadalje mogla biti glavni generator rasta jer bi, u uvjetima napetog tržišta, rast naknada zaposlenima mogao biti razmjerno visok, a očekuje se i jačanje korištenja fondova EU-a, što će podržati investicijsku aktivnost. Istodobno bi rast vanjske potražnje mogao povoljno djelovati na kretanje izvoza robe, no izvoz usluga vjerojatno će ostati relativno stagnantan zbog pogoršanja cjenovne konkurentnosti hrvatskog turizma. U 2027. rast realnog BDP-a mogao bi se nastaviti blago usporavati, i to uvelike zbog slabljenja rasta investicija nakon završetka programa financiranih iz Mehanizma za oporavak i otpornost, dok bi se korištenje strukturnih i kohezijskih fondova iz tekućega višegodišnjeg financijskog okvira EU-a moglo tek postupno intenzivirati. Uz pretpostavku da globalne trgovinske i geopolitičke napetosti neće eskalirati, očekuje se i daljnje jačanje rasta naših glavnih vanjskotrgovinskih partnera, što bi moglo poticajno djelovati i na hrvatski izvoz.

Nakon privremenog ubrzavanja ukupne inflacije krajem prošle i početkom 2025., zbog rasta cijena energije i hrane, tekući su pritisci na rast cijena uglavnom bili manji nego u 2024., a usporavanje inflacije očekuje se i u iduće dvije godine. Prosječna godišnja stopa ukupne inflacije mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) mogla bi se povećati s 4,0% u 2024. na 4,4% u 2025. godini, a inflacija mjerena nacionalnim indeksom potrošačkih cijena (IPC) s 3,0% na 3,7%. Porast prosječne godišnje stope inflacije uvelike odražava ubrzavanje inflacije krajem prošle i početkom 2025. godine, poglavito pod utjecajem cijena energije i hrane. Unatoč daljnjem usporavanju temeljna je inflacija i nadalje povišena, i to u segmentu inflacije cijena usluga. U 2026. godini zbog očekivanog nastavka usporavanja temeljne inflacije, kao i usporavanja godišnjeg rasta cijena hrane, očekuje se i usporavanje ukupne inflacije (na 3,4% prema HIPC-u i na 3,1% prema IPC-u). Nasuprot tome, inflacija cijena energije mogla bi se u 2026. dodatno povećati zbog postupnog rasta administrativno reguliranih cijena energenata za kućanstva. Prognozirano usporavanje ukupne inflacije na 2,4% u 2027. prema HIPC-u i na 2,3% prema IPC-u odražava sporiji godišnji rast cijena svih glavnih komponenata (energije, hrane i temeljne inflacije) u odnosu na prethodnu godinu. Na smanjivanje inflatornih pritisaka u Hrvatskoj duž projekcijskoga horizonta trebalo bi djelovati usporavanje rasta gospodarske aktivnosti i jediničnih troškova rada (prouzročeno usporavanjem rasta plaća i ubrzavanjem rasta produktivnosti), prigušeni rast inozemne potražnje za turističkim uslugama, smanjivanje cijena energenata i prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu te usporavanje inflacije u glavnim vanjskotrgovinskim partnerima. Osim toga, nove makrobonitetne mjere HNB-a uvedene u srpnju 2025., kojima se nastoji ograničiti kreditno financiranje potrošnje kućanstava u svrhu očuvanja financijske stabilnosti, također bi trebale ublažiti domaće inflatorne pritiske.

1. Svjetsko gospodarstvo

Gospodarska aktivnost na globalnoj razini pokazala se relativno otporna na trgovinske napetosti i pojačanu neizvjesnost trgovinske politike pa se rast usporio manje nego prema prethodnim očekivanjima. Učinak protekcionističkih mjera trgovinske politike na globalni gospodarski rast bio je ograničen u prvih devet mjeseci 2025., te se globalna gospodarska ekspanzija samo blago usporila u odnosu na 2024. (Slika 1.1.). Znatnije usporavanje rasta na godišnjoj razini ipak se očekuje u SAD-u zbog povećanih carinskih stopa i rasta trgovinske neizvjesnosti te produljenog prekida rada vlade. Istodobno će u Kini povoljna ostvarenja potaknuta fiskalnim poticajima i jačanjem izvoza na početku godine, uz usporavanje gospodarske aktivnosti u drugoj polovini godine u kontekstu slabije domaće potražnje i globalnih trgovinskih uvjeta, rezultirati rastom neznatno slabijim od ciljanih 5%.

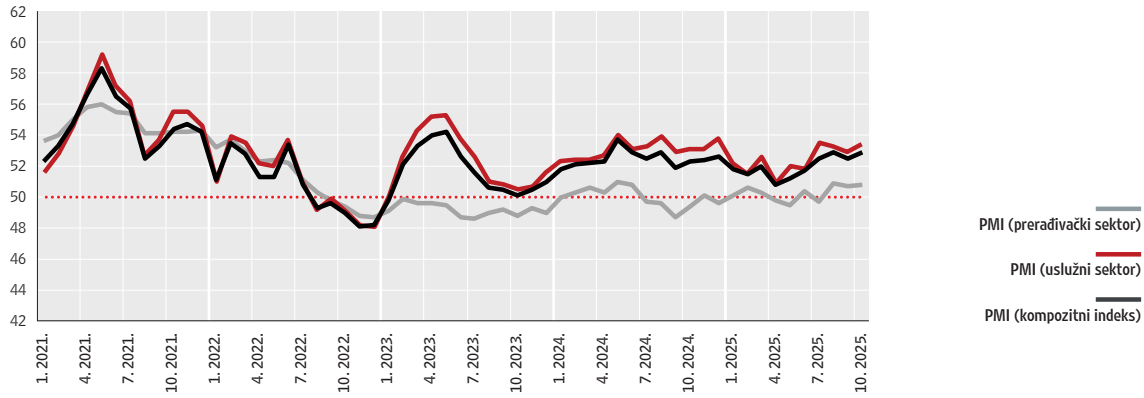
Slika 1.1. Gospodarska aktivnost na najvećim tržištima i globalna trgovina



Izvori: Eurostat; BEA; NBS

Nakon slabljenja u prvom polugodištu, anketni pokazatelji upućuju na povoljnija globalna gospodarska kretanja u drugom polugodištu 2025. Globalni kompozitni indeks menadžera nabave (PMI), koji je u travnju u uvjetima uvođenja carina u SAD-u i izraženih trgovinskih neizvjesnosti, pao na najniže razine od 2023. godine, postupno se oporavio u ostatku godine, uz kratkotrajan pad u rujnu (Slika 1.2.). Pritom je PMI uslužnog sektora neprekidno na povišenoj razini, a nešto se kolebljiviji PMI prerađivačkog sektora tijekom travnja, svibnja i srpnja nalazio u području kontrakcije. Aktivnost u prerađivačkom sektoru u drugoj polovini godine pokazala se otpornom i zbog zaliha prikupljenih uoči podizanja carina, što je pridonijelo i rastu aktivnosti u sektoru usluga, a osobito usluga prijevoza, dok je globalna potražnja podržala rast softverskih usluga.

Slika 1.2. Pokazatelji pouzdanja za globalno gospodarstvo



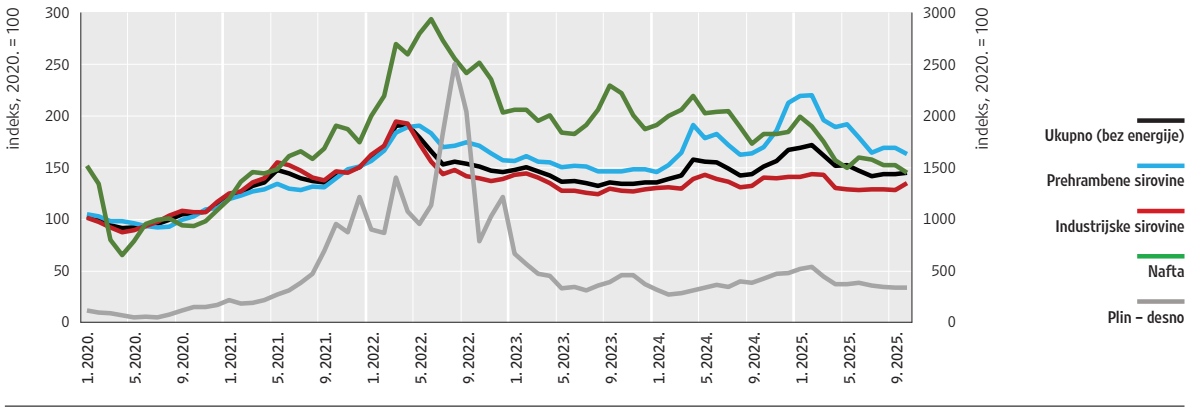
Napomena: Vrijednost indeksa iznad 50 označuje ekspanziju, a vrijednost ispod 50 kontrakciju gospodarske aktivnosti.
Izvor: S&P Global

Rast globalne trgovine, međutim, usporava se uz iščezavanje povoljnih učinaka povećanja trgovine i zaliha prije stupanja na snagu najavljenih carina. Rast globalnog uvoza izvan europodručja usporio se s 1,7% u prvom tromjesečju na 0,9% u drugom tromjesečju 2025. Globalnu trgovinsku aktivnost pritom podupiru povoljna ostvarenja u razmjeni s manjim brojem rastućih gospodarstava u razvoju, uključujući Indiju, Egipat i Tursku, koja su, međutim, podložna naknadnim revizijama. Iako se negativni rizici za trgovinsku aktivnost povezani s uvođenjem trgovinskih barijera zasad nisu u potpunosti materijalizirali, očekuje se negativan utjecaj iščezavanja učinaka povećanja zaliha te vidljiviji učinci viših carinskih stopa u odnosu na razdoblje prije početka trgovinskih napetosti. Na to upućuje i slabljenje globalnoga robnog izvoza, koji je u padu u razdoblju od ožujka do kolovoza, a u trećem tromjesečju PMI novih izvoznih narudžba u prerađivačkom sektoru, unatoč oporavku, ostaje u području kontrakcije. S druge strane, dogovor Kine i SAD-a iz studenoga kojim su snižene carinske stope na uvoz iz Kine, kao i rast izvoza iz zemalja jugoistočne Azije s obzirom na potencijalno preusmjeravanje globalnih lanaca vrijednosti i trgovinu tehnoloških proizvodima potaknutu ulaganjima u UI, mogao bi poduprijeti otpornost globalne trgovinske aktivnosti.

Cijene su energenata na globalnom tržištu u 2025. u padu zbog viška ponude na tržištu nafte i manje potražnje za plinom. Nakon privremenog rasta u siječnju, potaknutog optimizmom glede globalnog rasta i potražnje iz Kine, cijene nafte smanjuju se (Slika 1.3.). Smanjenje potražnje za naftom u uvjetima trgovinskih napetosti, uz višak ponude vidljiv iz viših zaliha u zemljama OECD-a i Kini, dovodi do neravnoteže ponude i potražnje na tržištu nafte. Rast ponude na tržištu pritom odražava povećanje proizvodnje nafte u SAD-u, Brazilu i Kanadi te dogovoreno povećanje proizvodnje zemalja OPEC-a + u razdoblju od travnja do listopada. Negativni cjenovni pritisci koji proizlaze iz neravnoteže ponude i potražnje pritom su ublaženi novim sankcijama SAD-a za ruske izvoznike nafte. Cjenovni pritisci na tržištu plina također su ojačali početkom godine tijekom hladnije zime u sjeverozapadnoj Europi, nakon čega, zbog visokih zaliha i očekivanog povećanja LNG kapaciteta u EU-u, već u prvoj polovini godine slijedi pad cijena. Na godišnjoj razini pad cijena plina tako odražava utjecaj faktora na strani potražnje, uključujući povijesno nisku razinu potrošnje plina u Europi i slabiju potražnju za ukapljenim plinom na azijskim tržištima, pri čemu u drugoj polovini godine na cijene u Europi djeluju i povoljniji očekivani vremenski uvjeti.

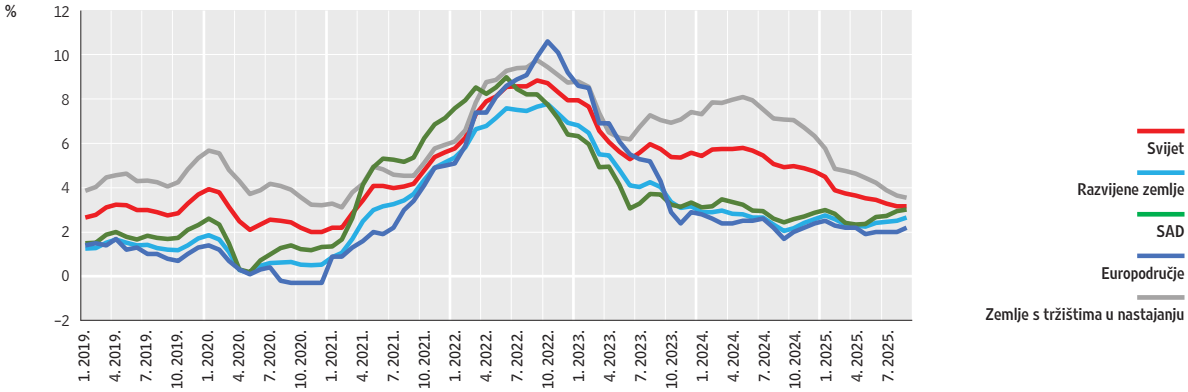
Nakon snažnog rasta krajem prošle godine cijene sirovina bez energije u 2025. smanjuju se. Cijene prehrambenih proizvoda, čiji se rast intenzivirao u prethodnoj godini zbog nepovoljnih klimatskih prilika, u 2025. se godini spuštaju na niže razine. Cijene metala pritom rastu, osobito cijena aluminija koja, nakon kratkoročnog pada s uvođenjem carina u travnju, ponovno raste i u listopadu premašuje vrijednosti iz istog razdoblja prethodne godine. Rastu cijena metala pridonosi i nagli rast cijena bakra izazvan prekidima proizvodnje u drugom najvećem svjetskom rudniku u Indoneziji.

Slika 1.3. Cijene energenata i drugih sirovina



Izvor: HWWI (Euroland, EUR)

Slika 1.4. Globalna inflacija

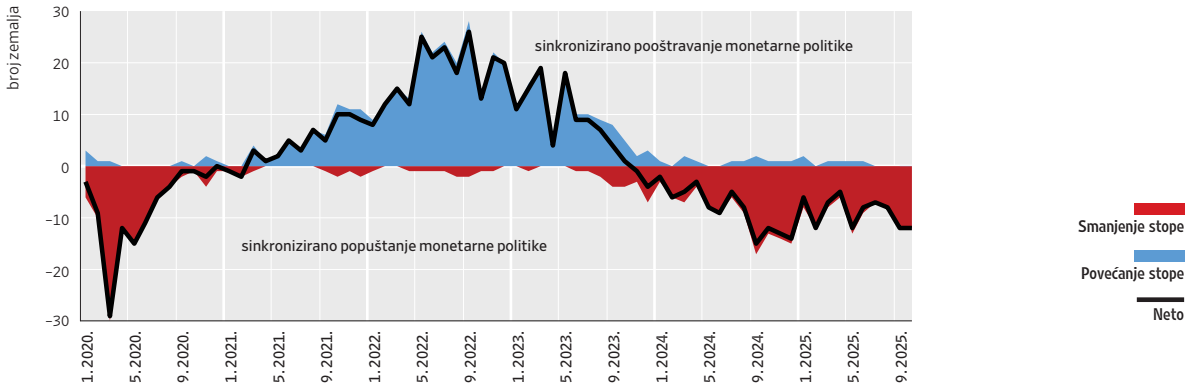


Izvori: Federal Reserve Bank of Dallas; Eurostat

Trend globalne dezinflacije nastavlja se u 2025., osobito u zemljama u razvoju, dok inflacijska kretanja u razvijenim gospodarstvima postaju heterogenija. Sporijem rastu inflacije u zemljama u razvoju pridonosi umjereniji rast cijena hrane i pad cijena energenata u većini gospodarstava, praćen padom tečaja američkog dolara (Slika 1.4.). Usporeni rast cijena usluga i pad cijena energenata u razvijenim gospodarstvima, uz istodobni snažniji rast cijena hrane i temeljnih dobara, dovodi do blagog rasta stope inflacije u toj skupini zemalja, uz značajne regionalne razlike. Snažniji inflatorni pritisci posljednjih su mjeseci zabilježeni u Ujedinjenom Kraljevstvu, Japanu i SAD-u (s materijalizacijom učinka carina), a divergenciji inflacijskih kretanja u razvijenim zemljama pridonose i različita kretanja na tržištu rada. U takvim su okolnostima središnje

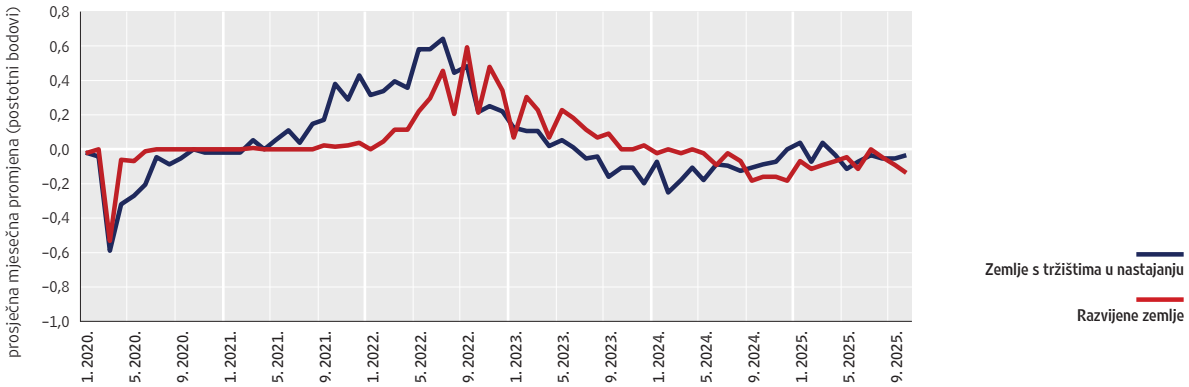
banke nastavile sa spuštanjem ključnih kamatnih stopa (Slika 1.5.), uz neznatno izraženiji intenzitet popuštanja u razvijenim zemljama (Slika 1.6.).

Slika 1.5. Promjena smjera monetarne politike odabranih središnjih banaka



Napomena: Podaci prikazuju prosječnu mjesečnu promjenu 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

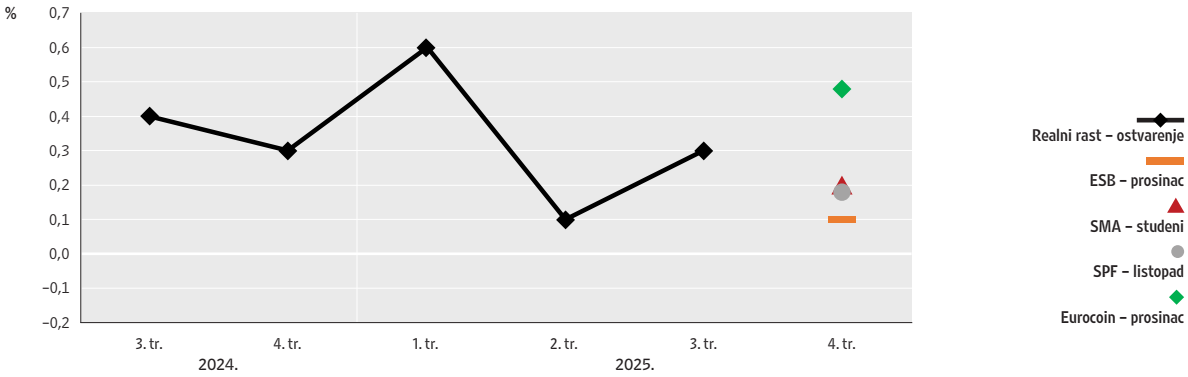
2. Europodručje

2.1. Realna kretanja

Gospodarski rast europodručja ubrzao se u trećem tromjesečju ove godine, ali i nadalje je ostao relativno prigušen. Rast realnog BDP-a europodručja u trećem je tromjesečju 2025. iznosio 0,3%, nakon što se u drugom tromjesečju usporio na 0,1% (Slika 2.1.1.). Pritom je ostvareni rast u trećem tromjesečju blago nadmašio tržišna očekivanja i projekciju ESB-a te potvrdio otpornost gospodarstva europodručja na učinke američkih carina. Promatraju li se četiri najveća gospodarstva, rastom je u trećem tromjesečju i dalje predvodila Španjolska (0,6%), a zatim Francuska (0,5%), dok je gospodarska aktivnost stagnirala u Italiji i Njemačkoj. S obzirom na snažan rast početkom godine, potaknut ubrzanim izvozom uoči najavljenog uvođenja američkih carina, i pozitivan "učinak prijenosa" iz 2024., za gospodarstvo europodručja u trećem je tromjesečju ove godine zabilježen rast od 1,4% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, dok je u prvih devet mjeseci rast iznosio 1,5%.

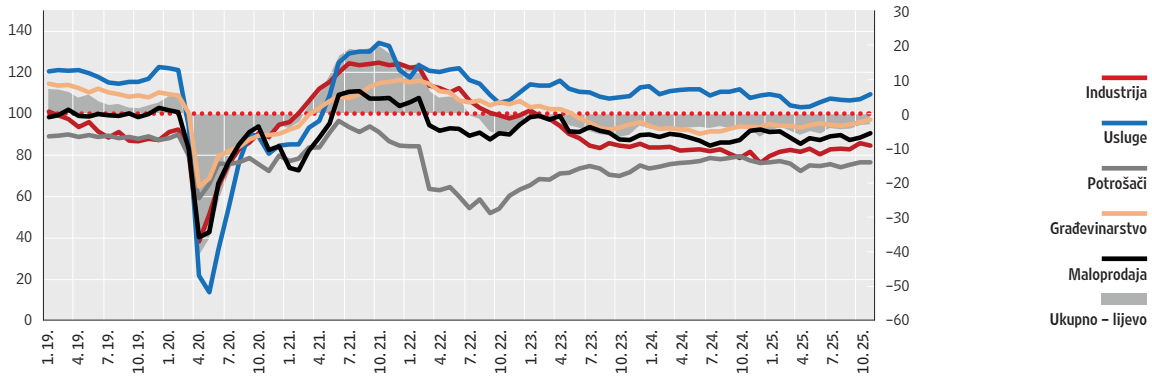
Većina procjena za četvrto tromjesečje ove godine pokazuje nastavak rasta gospodarske aktivnosti, premda uz mješovite signale glede dinamike u odnosu na treće tromjesečje. Anketni podaci upućuju na nastavak umjerenog povećavanja BDP-a europodručja i krajem godine, pri čemu uslužni sektor ostaje glavni generator rasta. Tako je primjetljiv rast indeks menadžera nabave (PMI) u listopadu i studenome u odnosu na treće tromjesečje, što prvenstveno odražava snažan porast u uslužnoj komponenti. S druge strane, za industrijsku je komponentu, nakon snažnog povećanja početkom godine djelomično potaknutog najavom jačanja ulaganja u obranu i infrastrukturu, zabilježeno blago smanjenje u odnosu na treće tromjesečje te je ona ušla u fazu kontrakcije. Indeks ekonomskog raspoloženja također je ojačao zahvaljujući poboljšanju u uslužnom sektoru pa je tako dosegnuo najvišu razinu od početka 2023. godine, no i dalje se nalazi ispod dugoročnog prosjeka (Slika 2.1.2.).

Slika 2.1.1. Gospodarska aktivnost u europodručju



Napomena: Kratica ESB – prosinac odnosi se na ESB-ovu projekciju iz prosinca 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 studenoga i listopada. Indikator Eurocoin razvila je Banka Italije, a predstavlja brzu modelsku procjenu tromjesečne promjene realnog BDP-a europodručja izvedene iz dostupnih visokofrekventnih podataka (ocjena iz prosinca).
Izvor: Eurostat

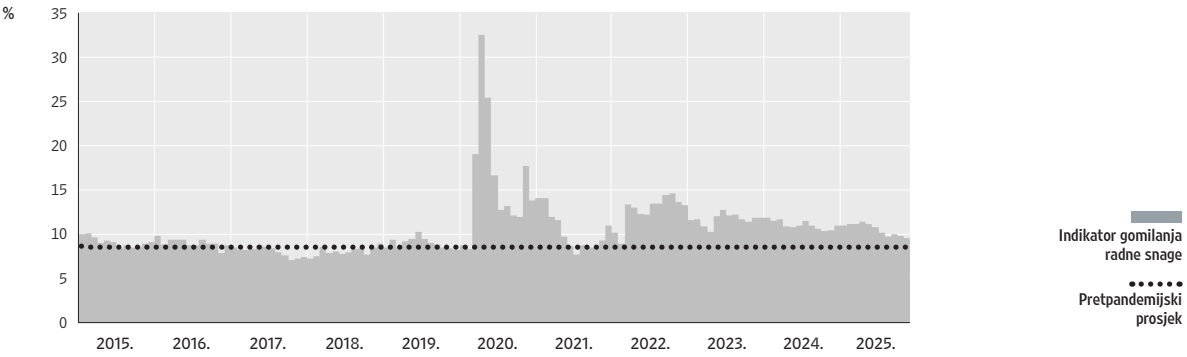
Slika 2.1.2. Pokazatelji ekonomskog raspoloženja za europodručje



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

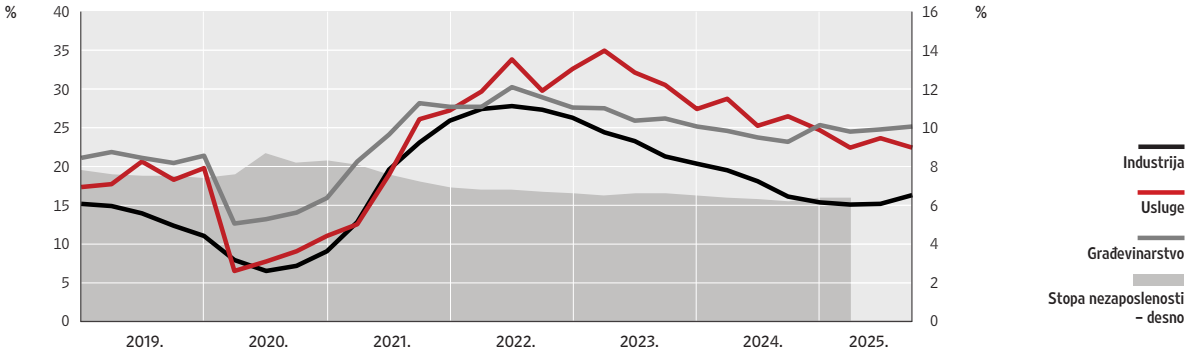
Tržište rada u europodručju i nadalje je snažno, uz naznake stabilizacije potražnje za radom na donekle povišenoj razini. Zaposlenost je u trećem tromjesečju tek blago porasla (0,2%), pri čemu su kretanja zaposlenosti sada usklađenija s povijesnom vezom između zaposlenosti i gospodarske aktivnosti (Slika 2.1.3.), što je ujedno dovelo i do djelomičnog oporavka rasta produktivnosti. U skladu sa spomenutim kretanjima nezaposlenost se u europodručju i dalje nalazi na povijesno niskim razinama sa stopom nezaposlenosti koja je u listopadu iznosila 6,4%. Anketni podaci upućuju na zaključak da bi se krajem godine mogao nastaviti blagi rast zaposlenosti, a percepcija poduzeća o manjku radne snage uglavnom se stabilizirala nakon što su u posljednje dvije godine gospodarski subjekti sve manje navodili radnu snagu kao ograničavajući čimbenik u poslovanju (Slika 2.1.4.). U prvih devet mjeseci 2025. godine naknade po zaposlenom rasle su razmjerno stabilno, uz prosječnu tromjesečnu stopu od 1,0%, pri čemu se godišnji rast usporio na 3,9% u usporedbi s prosječnih 4,6% u istom razdoblju prethodne godine. Dostupni podaci o oglašenim i ugovorenim plaćama za europodručje upućuju na to da bi se usporavanje rasta plaća moglo nastaviti i u drugoj polovini 2025. godine.

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

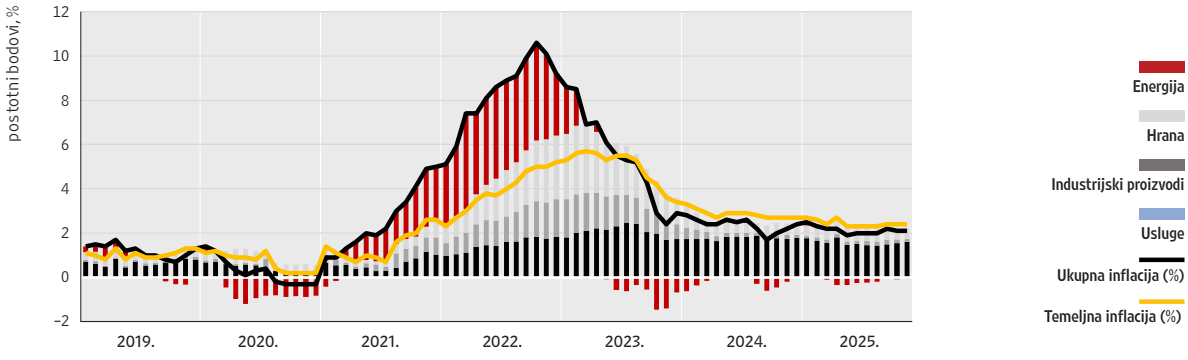


Napomena: Manjak radne snage mjeren je tromjesečnom anketom te prikazuje postotak poduzeća koja se izjašnjavaju da je manjak radne snage glavna prepreka poslovanju.
Izvori: Europska komisija; Eurostat

2.2. Cjenovna kretanja

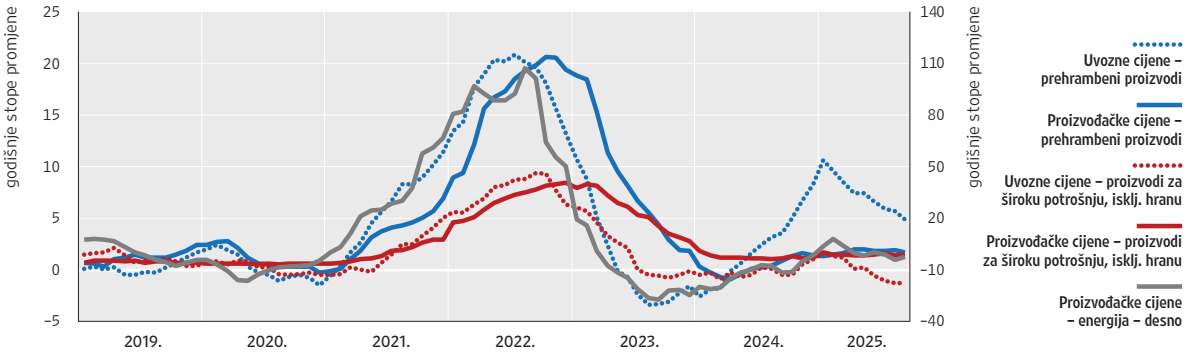
Nakon privremenog ubrzanja inflacije u europodručju potkraj 2024. i početkom 2025., inflacija se stabilizirala oko ciljane razine od 2% te se od ožujka do studenoga kretala u uskom rasponu od 1,9% do 2,2%. Usporavanju ukupne inflacije na 2,1% u studenome s 2,4% u prosincu 2024. najviše je pridonijelo smanjenje inflacije cijena usluga (Slika 2.2.1.). Nadalje, u uvjetima pada cijena električne energije i prirodnog plina, inflacija cijena energije usporila se na –0,5% u studenome s 0,1% u prosincu 2024. Inflacija cijena hrane povećavala se do sredine 2025., što je ponajviše rezultat prelijevanja rasta cijena prehrambenih sirovina (osobito kave, kakaa i govedine) na maloprodajne cijene hrane u europodručju. Taj se trend preokrenuo u kolovozu te se inflacija cijena hrane u studenome spustila na 2,4%, blago ispod razine od 2,6% zabilježene u prosincu 2024.

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

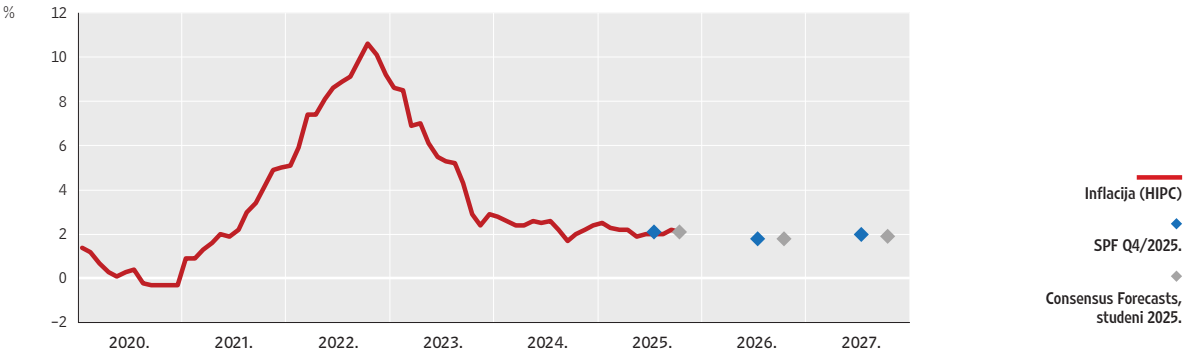
Slika 2.2.2. Pokazatelji inflacijskih pritisaka u cjenovnom lancu u europodručju



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

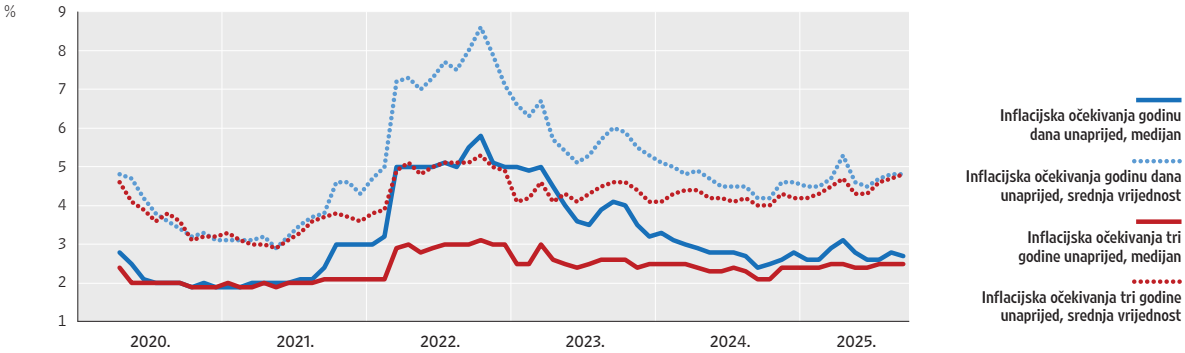
Temeljna inflacija (koja isključuje cijene energije i hrane) u europodručju usporila se na 2,4% u studenome s 2,7% u prosincu 2024. To smanjenje u cijelosti odražava usporavanje inflacije cijena usluga (na 3,5% u studenome s 4,0% u prosincu 2024.). Najveći doprinos tom usporavanju dale su usluge povezane s putovanjima (zračni putnički prijevoz, paket-aranžmani i usluge smještaja) i osiguranja motornih vozila. Važan čimbenik koji pridonosi slabljenju inflacijskih pritisaka u uslužnom sektoru tijekom 2025. jest postupno usporavanje rasta plaća u europodručju. Inflacija cijena industrijskih proizvoda, druge glavne komponente temeljne inflacije, tijekom prvih jedanaest mjeseci 2025. bila je niska te se kretala oko prosječne razine od 0,6%. Niskoj inflaciji cijena industrijskih proizvoda pogoduju blagi inflatorni pritisci u opskrbnim lancima (Slika 2.2.2.), što se očituje u niskim i stabilnim godišnjim stopama rasta proizvođačkih cijena potrošačkih dobara (isključujući hranu) te u padu uvoznih cijena, djelomično potaknutom aprecijacijom eura.

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



Napomena: SPF Q4/2025. (engl. *Survey of Professional Forecasters*) odnosi se na rezultate ESB-ove ankete stručnjaka za prognoziranje koja je provedena od 1. do 7. listopada 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) – listopad 2025., ESB, 28. studenoga 2025.

Inflacijska očekivanja profesionalnih prognostičara kreću se oko ciljane razine od 2%, dok su inflacijska očekivanja potrošača još uvijek povišena. Prema rezultatima ESB-ove ankete za četvrto tromjesečje 2025. provedene početkom listopada, profesionalni prognostičari očekuju da će se inflacija u europodručju usporiti s 2,4% u 2024. na 2,1% u 2025. i 1,8% u 2026., a potom vratiti na ciljanu razinu od 2,0% u 2027. godini (Slika 2.2.3.). Ispitanici su istaknuli da bi na ublažavanje inflacijskih pritisaka u projekcijskom razdoblju trebalo djelovati kretanje cijena sirove nafte i prirodnog plina, kao i aprecijacija eura. Prema anketi, procijenjeni učinak carina na inflacijska očekivanja u kratkom roku blago je negativan. Što se tiče inflacijskih očekivanja potrošača, rezultati ESB-ove ankete (Slika 2.2.4.) pokazuju da su kratkoročna očekivanja u europodručju (za godinu dana unaprijed, medijan) u listopadu iznosila 2,8%, dok su srednjoročna očekivanja (za tri godine unaprijed, medijan) iznosila 2,5%, što je jednako razini zabilježenoj u prethodna tri mjeseca.

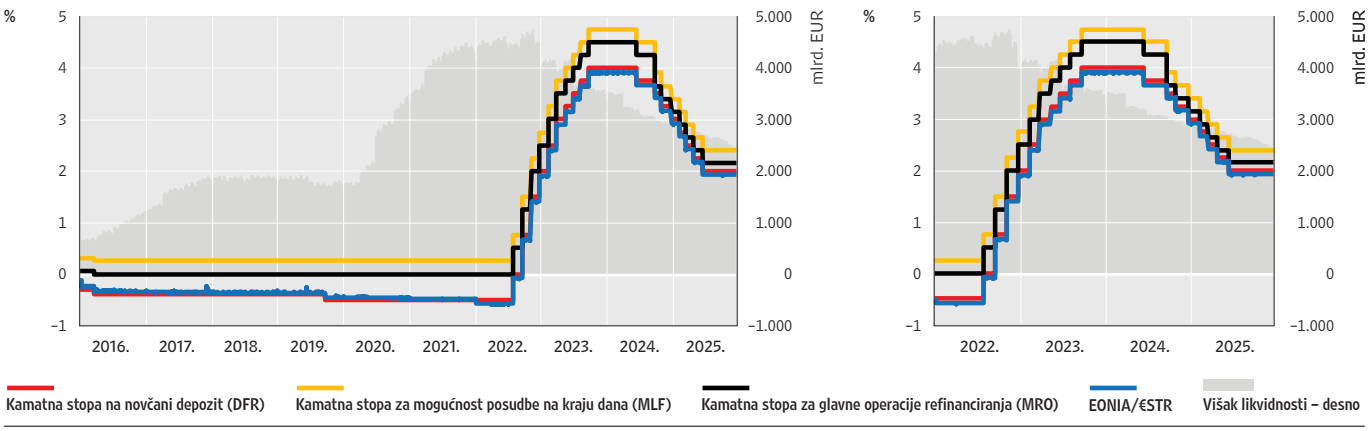
2.3. Monetarna politika

Ključne kamatne stope ESB-a tijekom druge polovine 2025. ostale su nepromijenjene, pri čemu je inflacija u europodručju bila na razinama oko srednjoročnog cilja od 2%. Prethodno je Upravno vijeće ESB-a u razdoblju od lipnja 2024. do lipnja 2025. u osam navrata, za ukupno 200 baznih bodova, smanjilo kamatnu stopu na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke (engl. *deposit facility rate*, DFR), koja je u trenutačnim uvjetima visokih viškova likvidnosti relevantan pokazatelj monetarne politike ESB-a, nakon što je ključne kamatne stope držalo stabilnima od rujna 2023. godine. Od lipnja 2025. kamatna stopa na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke iznosi 2,00%, kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja (engl. *main refinancing operations*, MRO) 2,15% te kamatna stopa na mogućnost posudbe na kraju dana (engl. *marginal lending facility*, MLF) 2,40%. Upravno vijeće odlučno je u tome da postojano u srednjem roku stabilizira inflaciju na ciljanoj razini od 2%. 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.

U obrazloženju odluke iz prosinca Upravno vijeće naglasilo je da je inflacija trenutačno na razinama oko srednjoročnog cilja od 2% te bi se trebala stabilizirati na tim razinama, a

gospodarski bi se oporavak trebao nastaviti. Pokazatelji temeljne inflacije i nadalje su u skladu sa srednjoročnim ciljem od 2%. Očekuje se da će inflacija tijekom sljedeće dvije godine u prosjeku ostati ispod 2%, pri čemu bi inflacija cijena energije trebala biti negativna tijekom većeg dijela tog razdoblja, a inflacija bez energije trebala bi se postupno smanjivati. Gospodarska aktivnost nastavila je rasti, prije svega u uslužnom sektoru, čemu su najviše pridonijele djelatnosti informacija i komunikacija, dok je aktivnost u industriji i građevinarstvu stagnirala. Na gospodarsku aktivnost u idućim godinama prije svega trebala bi povoljno utjecati domaća potražnja. Stopa nezaposlenosti zadržala se blizu najniže razine dosad, unatoč umjerenijoj dinamici potražnje za radnom snagom, pa bi se rast realnih dohodaka mogao nastaviti. Stopa štednje kućanstava trebala bi se smanjiti s povećane razine, što bi trebalo omogućiti dodatno povećanje potrošnje. Investicije i znatni državni rashodi za infrastrukturu i obranu također bi trebali poduprijeti gospodarsku aktivnost. S druge strane, kolebljivo globalno trgovinsko okružje vjerojatno će i nadalje nepovoljno utjecati na rast. S vremenom bi se negativni doprinos inozemne potražnje rastu trebao smanjivati.

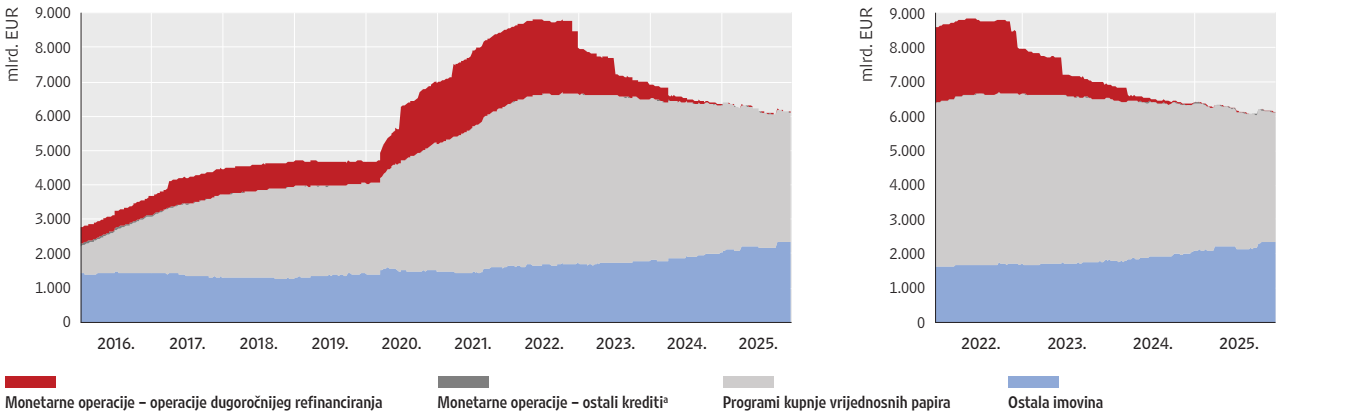
Slika 2.3.1. Ključne kamatne stope ESB-a



Izvor: ESB

Bilanca Eurosustava nastavlja se postupno smanjivati. 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 2024. godine. Također, banke su sredinom prosinca 2024. otplatile preostale iznose pozajmljene u sklopu ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja pa je završio taj dio normalizacije bilance. 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

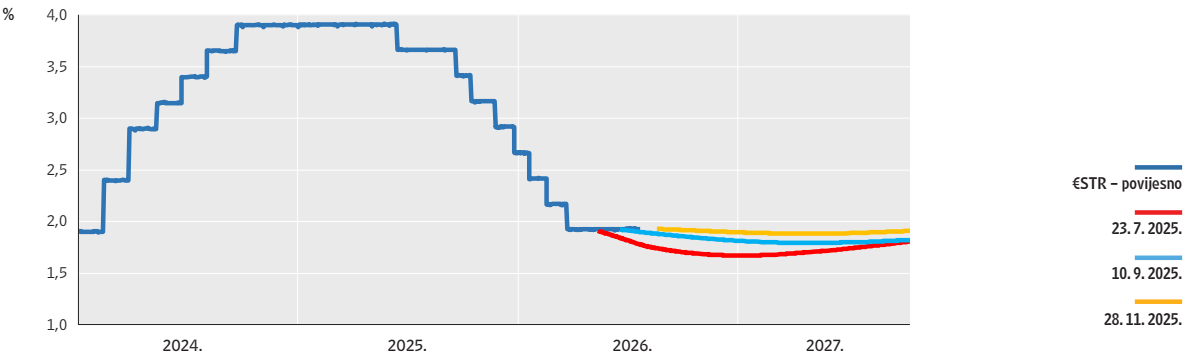
Kamatne stope na novčanom tržištu bile su relativno stabilne od kraja prvog polugodišta 2025. do kraja studenoga. S približavanjem inflacije europodručja razinama oko srednjoročnog cilja od 2% Upravno vijeće ESB-a u lipnju je po osmi put snizilo ključne kamatne stope za 25 baznih bodova, stoga se kamatna stopa na novčani depozit smanjila na 2%, a tijekom druge polovine 2025. stope su ostale nepromijenjene. Stopa €STR, koja je referentna kamatna stopa za novčano tržište, pala je u lipnju na 1,9% i na toj se razini zadržala sve do kraja studenoga. U istom razdoblju tromjesečna stopa EURIBOR, međutim, blago je porasla: s 1,9% na kraju lipnja na 2,1% na kraju studenoga zbog sve izraženijih očekivanja tržišnih sudionika, nego što je to bilo na kraju lipnja, da je Upravno vijeće ESB-a završilo ciklus snižavanja ključnih kamatnih stopa. Terminska krivulja stope €STR tako se pomaknula prema višim vrijednostima do kraja studenoga (pomak na žutu liniju, Slika 2.4.1.). Na tu promjenu vjerojatno je ponajviše utjecala bolja makroekonomska slika gospodarstva europodručja u odnosu na očekivanja iz sredine godine, kada je neizvjesnost bila povišena uoči postizanja okvirnoga trgovinskog sporazuma između SAD-u i EU-a u srpnju.

Prinosi na europske državne obveznice bili su relativno stabilni, unatoč povećanoj ekonomskoj neizvjesnosti, dok su dionički indeksi većinom rasli, pri čemu su u nekim europskim državama dosegnuli najviše razine dosad. Unatoč učestaloj izmjeni vijesti sa znatnim potencijalnim učinkom na gospodarstvo europodručja (kao što su pregovori o carinama te pregovori o okončanju sukoba u Ukrajini) europski obvezнički prinosi oscilirali su unutar uskog raspona od kraja lipnja do kraja studenoga. Prinos na dugoročne državne obveznice europodručja ponderiran BDP-om na kraju studenoga iznosio je 3,1%, samo nekoliko baznih bodova više nego na kraju lipnja. Pritom su se razlike prinosa obveznica država članica europodručja prema referentnim njemačkim obveznicama nastavile smanjivati. Posebno se ističe smanjenje razlike prinosa talijanskih dugoročnih državnih obveznica u odnosu na njemačke obveznice, koja se na kraju studenoga približila razinama od 70 baznih bodova. Riječ je o razinama posljednji put zabilježenima 2008. godine. Osim talijanskog, uočljivo je i smanjenje razlike prinosa hrvatskih dugoročnih inozemnih državnih obveznica u odnosu na njemačke obveznice prema razinama od 30 baznih bodova. Radi

se o najnižoj razlici prinosa otkako Hrvatska izdaje dugoročne obveznice na međunarodnom tržištu (Hrvatska izdaje dugoročne obveznice na međunarodnom tržištu redovito od 2015., a prije toga izdavala ih je sporadično). Osim toga, prvi je put prinos na hrvatske dugoročne inozemne obveznice pao ispod prosječnog prinosa na dugoročne obveznice država članica europodručja ponderiranog BDP-om (Slika 2.4.3.). Iznimku od općeg trenda smanjivanja razlike prinosa u istom razdoblju činile su francuske obveznice. Jačanje političke neizvjesnosti u Francuskoj podignulo je u prvom tjednu listopada razliku prinosa između francuskih i njemačkih dugoročnih državnih obveznica na oko 86 baznih bodova, što je najviša razina od kraja prošle godine. Do kraja studenoga razlika se spustila na 72 bazna boda, nekoliko baznih bodova više nego na kraju lipnja.

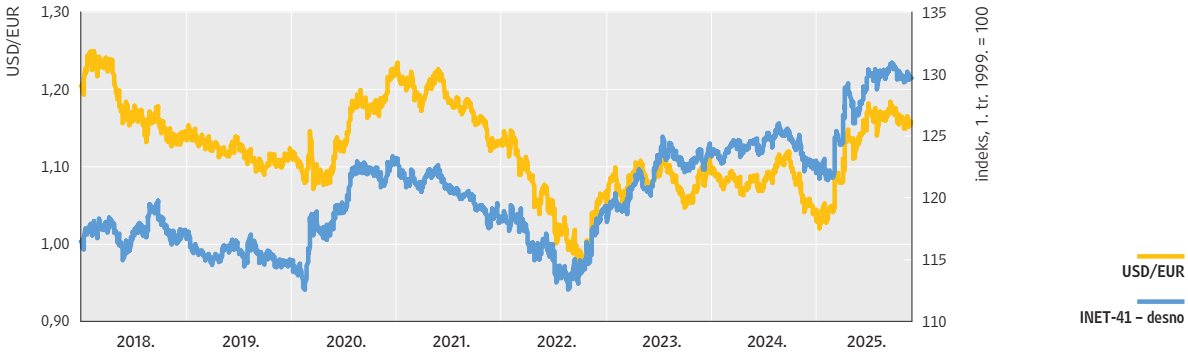
Nakon snažne aprecijacije sredinom 2025. godine tečaj eura prema američkom dolaru blago je deprecirao od rujna do kraja studenoga, no bio je razmjerno stabilan prema nominalnim efektivnim podacima. Nakon lipnja financijska su tržišta zbog bolje makroekonomske slike gospodarstva europodručja nego što se prije očekivalo počela smatrati sve izglednijim da se ključne kamatne stope ESB-a više neće smanjivati. Istodobno su tržišta počela očekivati veći broj rezova ključnih kamatnih stopa Feda u idućim tromjesečjima, posebice nakon bitno lošijih podataka od očekivanja s američkog tržišta rada za kolovoz. Odražavajući između ostalog navedeno, tečaj eura u odnosu na dolar u jednom je trenutku sredinom rujna probio razinu od 1,19 dolara za jedan euro i tako dosegnuo novu najvišu razinu u posljednje četiri godine. Dolar je već u rujnu ipak ojačao prema euru s objavom niza američkih makroekonomskih podataka koji su bili bolji od očekivanja, a zatim je na aprecijaciju dolara djelovao i porast političke neizvjesnosti u Francuskoj te jačanje trgovinskih napetosti između SAD-a i Kine, što je povećalo nesklonost riziku i potražnju za američkim dolarom kao sigurnim utočištem. Tečaj eura prema američkom dolaru na kraju studenoga nalazio se na razinama oko 1,16 USD/EUR, što je deprecijacija eura nešto veća od 1% u odnosu na razinu s kraja lipnja. U istom razdoblju nominalni efektivni tečaj eura prema košarici valuta glavnih trgovinskih partnera europodručja gotovo se nije promijenio (Slika 2.4.2.). Pritom je jačanje nominalnoga efektivnog tečaja eura prema japanskom jenu, turskoj liri i britanskoj funti bilo neutralizirano već spomenutim slabljenjem prema dolaru, ali i slabljenjem prema mađarskoj forinti, kineskom juanu i češkoj kruni.

Slika 2.4.1. Terminska krivulja stope €STR



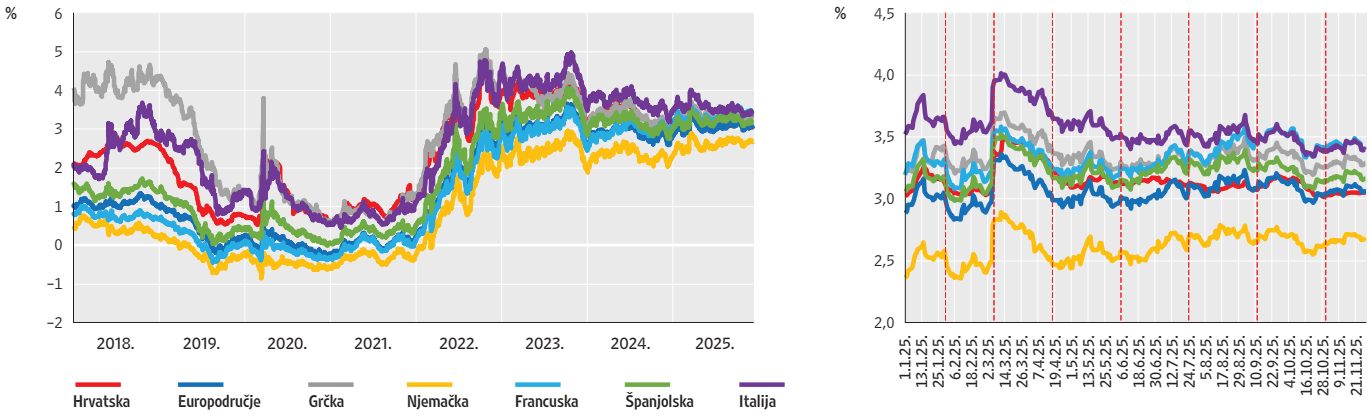
Napomena: Terminska krivulja procjenjuje se s pomoću stope iz promptnoga prekonoćnoga indeksiranog ugovora o razmjeni (engl. *overnight indexed swap rate, OIS*). Terminske krivulje označuju odabrane terminske krivulje formirane na dan prije sastanka Upravnog vijeća ESB-a te na posljednji promatrani dan (28. 11. 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 28. 11. 2025.
Izvor: ESB

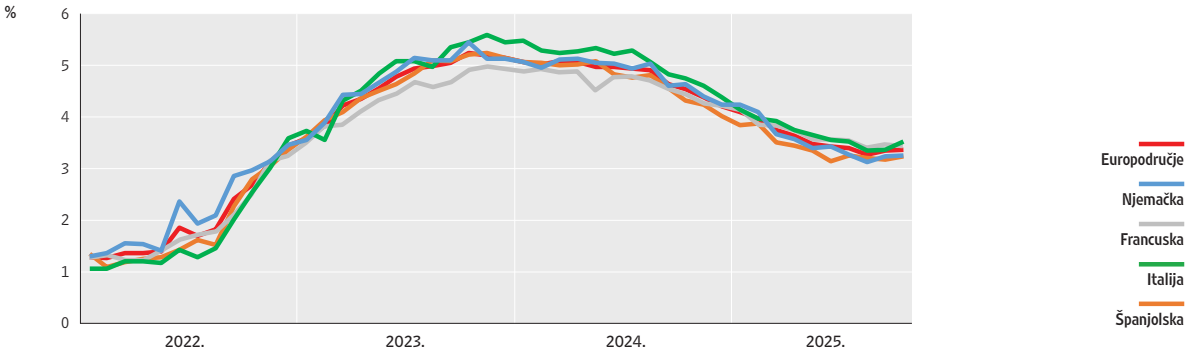
Slika 2.4.3. Prinosi na dugoročne državne obveznice s preostalim dospijećem od oko 10 godina



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

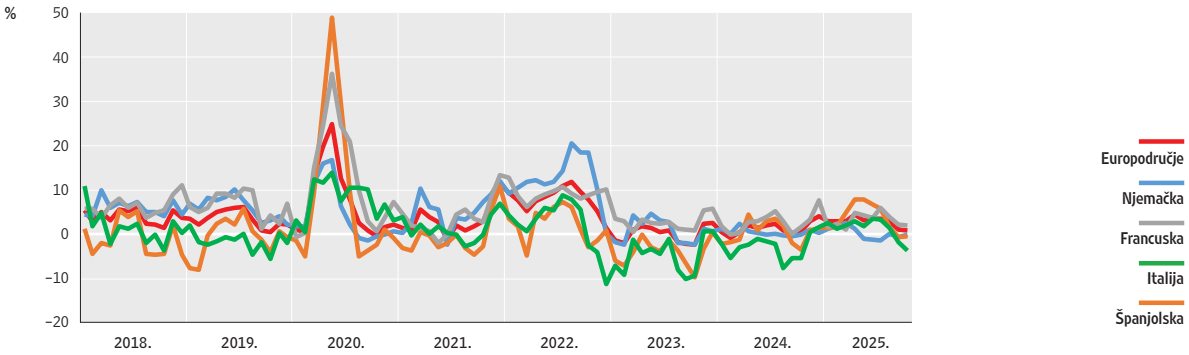
Kamatne stope banaka na kredite poduzećima u europodručju nastavile su se smanjivati, dok su troškovi stambenog financiranja ostali nepromijenjeni. Na razini europodručja prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima iznosila je u listopadu 3,4% (Slika 2.4.4.), odnosno za 84 bazna boda niže nego u prosincu 2024. godine. Kod stanovništva je prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene stambene kredite u listopadu iznosila 3,3% (Slika 2.4.6.), što je jednako razini na kraju 2024. godine. Porast dugoročnih kamatnih stopa na financijskim tržištima tijekom prve polovine 2025. ublažio je transmisiju smanjenja 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, koje inače slabije reagiraju na promjene ključnih stopa. Kreditiranje poduzeća nastavilo je rasti, no tromjesečna anualizirana stopa rasta kredita nefinancijskim poduzećima (Slika 2.4.5.) u listopadu je bila manja u odnosu na prosjek prve polovine godine. Postupni oporavak stambenoga kreditiranja nastavio se tijekom druge polovine 2025. (Slika 2.4.7.).

Slika 2.4.4. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima



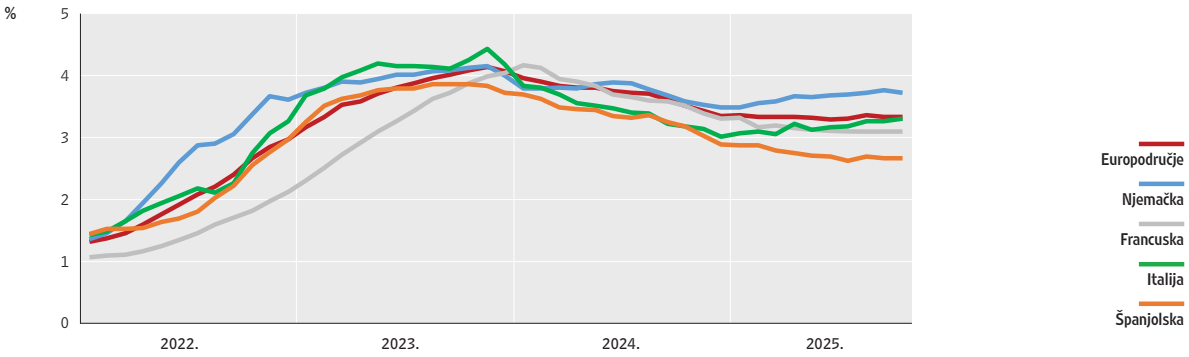
Izvor: ESB

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



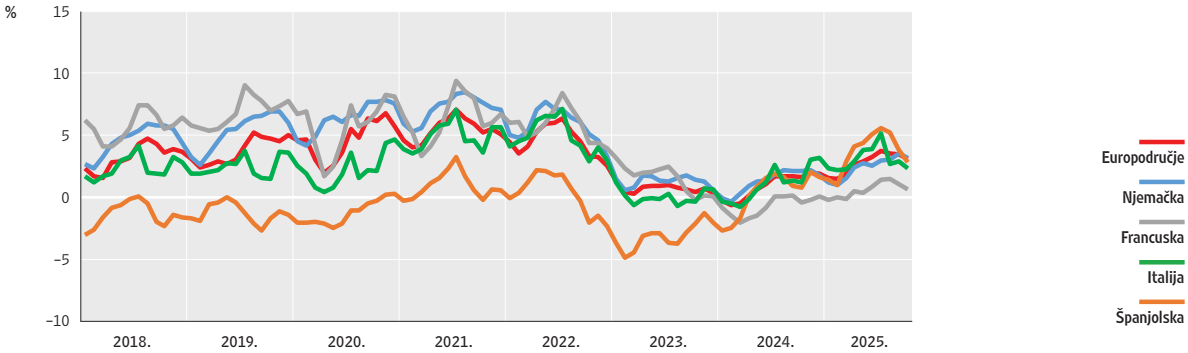
Izvori: ESB; izračun HNB-a

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)



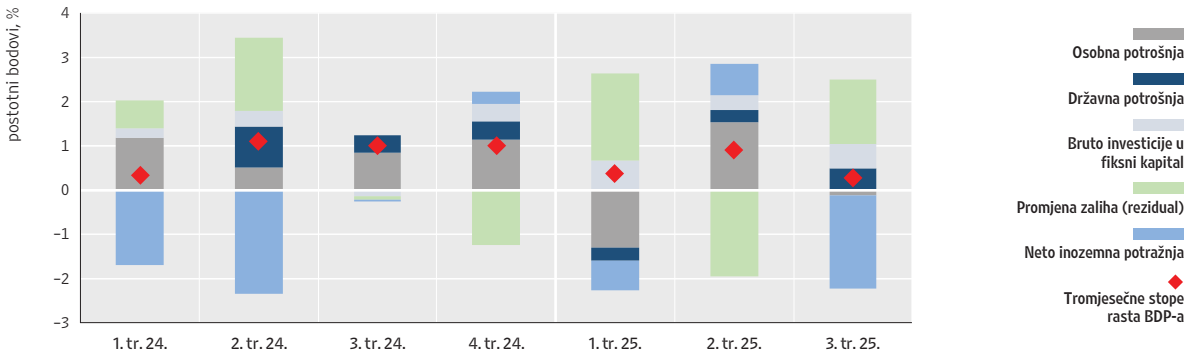
Izvori: ESB; izračun HNB-a

3. Hrvatsko gospodarstvo

3.1. Realna kretanja

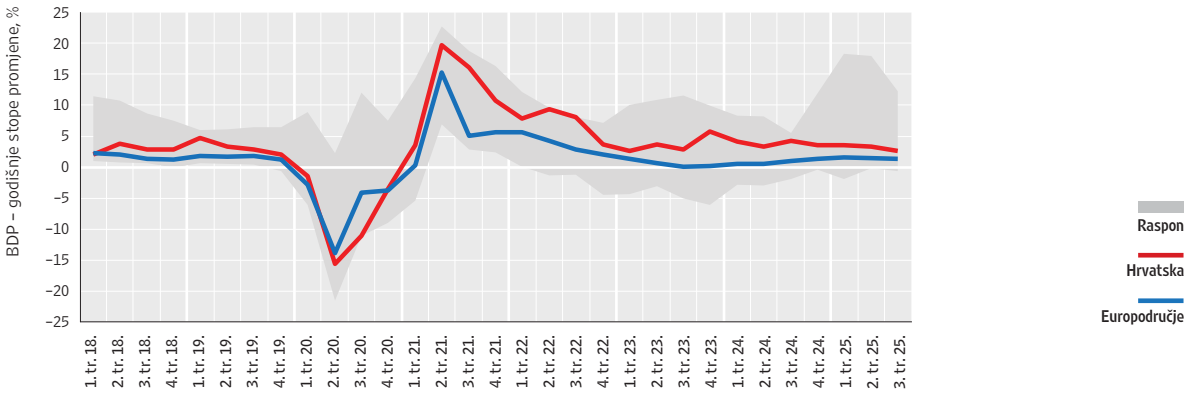
Rast realnog BDP-a znatno se usporio u trećem tromjesečju 2025., no visokofrekventni pokazatelji upućuju na to kako bi ponovo mogao ojačati krajem godine. Realni je BDP u Hrvatskoj tijekom ljetnih mjeseci tako bio veći za 0,3% na tromjesečnoj razini, što je upola slabije u odnosu na prosjek u prvoj polovini godine, dok godišnja stopa rasta od 2,3% označuje najslabiji godišnji rast još od kraja 2020. godine. Usporavanje gospodarske aktivnosti proizlazi iz blagog pada osobne potrošnje te izrazito snažnog pada realnog izvoza usluga, koji vjerojatno uvelike odražava smanjenje realne potrošnje stranih turista na godišnjoj razini. S druge strane, vidno su ojačale investicije, državna potrošnja te robni izvoz. S obzirom na to da je istodobno ojačao i uvoz robe i usluga, neto izvoz dao je snažan negativan doprinos gospodarskom rastu (Slika 3.1.1.). Dostupni podaci za početak četvrtog tromjesečja upućuju na ponovno jačanje realne aktivnosti na kraju godine, pa bi na razini cijele 2025. godine gospodarski rast mogao iznositi 3,0%, što je malo niže u odnosu na prijašnja očekivanja.

Slika 3.1.1. Doprinosi tromjesečnoj promjeni realne gospodarske aktivnosti



Izvor: Eurostat

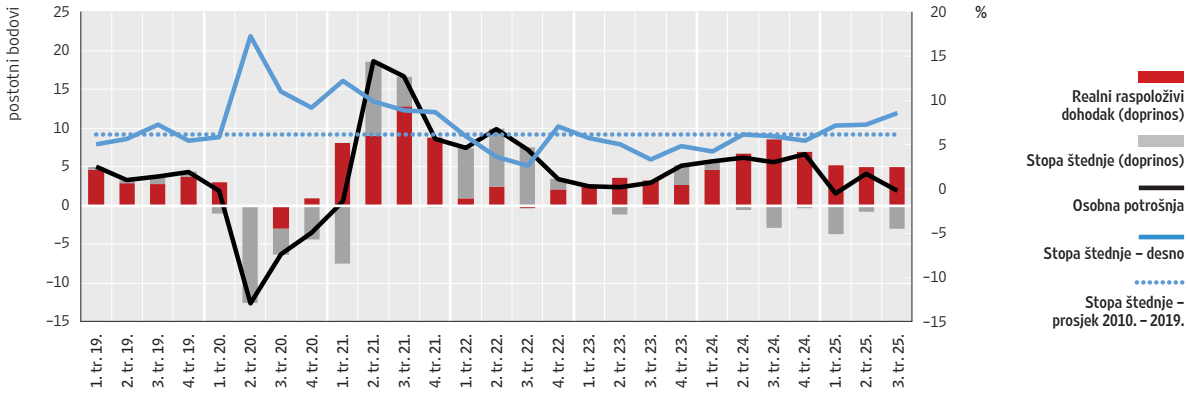
Slika 3.1.2. Kretanje gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj i europodručju



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

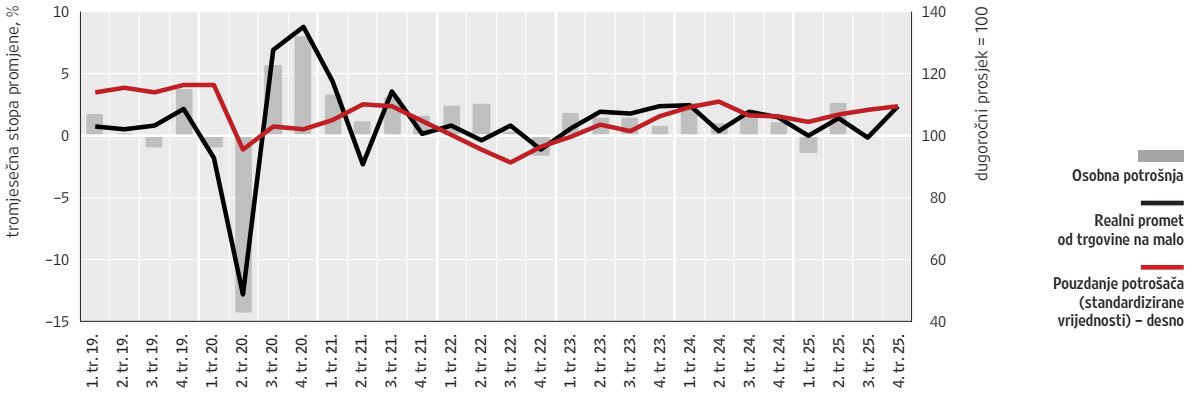
Osobna potrošnja u trećem se tromjesečju blago smanjila, unatoč nastavku rasta realnih dohodaka, što je rezultiralo daljnjim povećavanjem stope štednje kućanstava. Na slaba kretanja osobne potrošnje upućuju i podaci u trgovini na malo, čiji se realni promet na tromjesečnoj razini u trećem tromjesečju smanjio prvi put još od kraja 2022. godine (Slika 3.1.4.), iako su nepovoljnija kretanja u trgovini dijelom rezultat i lošijih turističkih ostvarenja. Potisnuta kretanja osobne potrošnje mogla bi biti samo privremenoga karaktera s obzirom na to da je realni promet u trgovini na malo snažno porastao u listopadu u odnosu na prethodno tromjesečje. Rast se realnoga raspoloživog dohotka u trećem tromjesečju usporio, ali je i nadalje bio relativno snažan te, kako se nije prelio u veću potrošnju, stopa štednje porasla je znatno iznad pretpandemijske razine (Slika 3.1.3.). Takva kretanja mogla bi upućivati na povećan oprez potrošača, što je u skladu s pogoršanjem pouzdanja vidljivim u odgovorima na pojedina pitanja iz ankete o pouzdanju potrošača. Iako je ukupni potrošački optimizam u trećem tromjesečju nastavio rasti i nalazi se vidljivo iznad dugoročnog prosjeka, pojedine sastavnice indeksa pouzdanja potrošača signaliziraju rastući utjecaj neizvjesnosti na potrošnju kućanstava. To se ponajprije odnosi na pogoršana očekivanja glede opće ekonomske situacije u sljedećih dvanaest mjeseci, uz istodobno jačanje očekivanja o budućoj akumulaciji štednje. Mjere HNB-a o ograničavanju kreditiranja potrošača koje su stupile na snagu od prvog srpnja ove godine vjerojatno su također pridonijele slabljenju osobne potrošnje tijekom trećeg tromjesečja, s obzirom na usporavanje rasta nestambenih kredita.

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.
Izvor: Eurostat; izračun HNB-a

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



Izvori: DZS; Ipsos

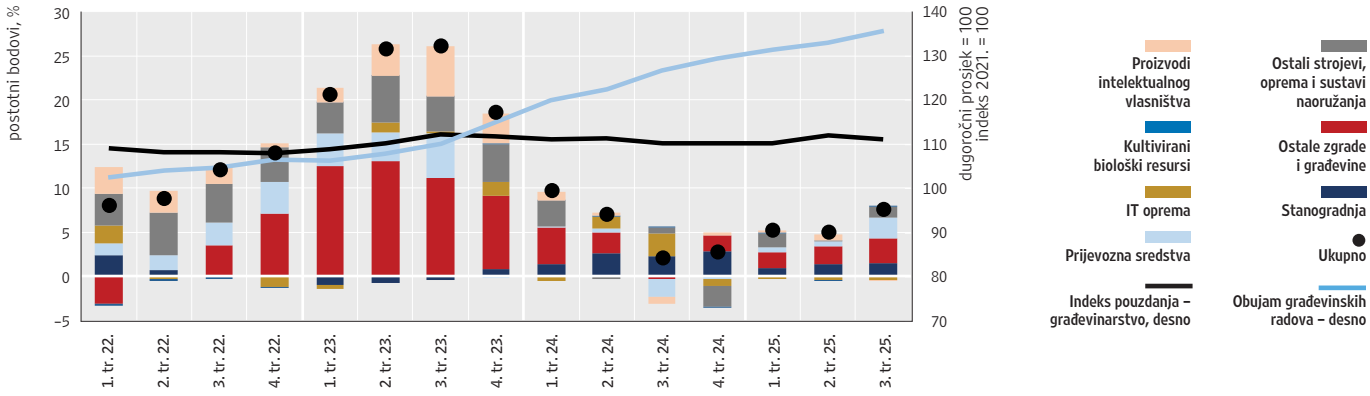
Investicijska aktivnost zadržala je snažan zamah i u trećem tromjesečju. Nakon snažnog rasta u prvoj polovini godine, bruto investicije u fiksni kapital u trećem su tromjesečju porasle za 2,0% na tromjesečnoj odnosno za 7,5% na godišnjoj razini. Pritom je rast široko rasprostranjen, a najveći doprinos i nadalje dolazi od građevinskog sektora, gdje se ističe rast ulaganja u infrastrukturu, kao i nastavak rasta stanogradnje. Osim toga, u trećem je tromjesečju zabilježeno i jačanje investicija u strojeve i opremu, pri čemu se posebno ističe ubrzanje ulaganja u prijevozna sredstva (Slika 3.1.5.). Navedena kretanja upućuju na to da povišena razina ekonomske neizvjesnosti nije znatnije utjecala na kapitalna ulaganja u Hrvatskoj (detaljnije ocjene prikazane su u *Okviru 1. Utjecaj neizvjesnosti na privatne bruto investicije u fiksni kapital u Hrvatskoj*). Povoljna kretanja potvrđuju i podaci o nominalnom uvozu kapitalnih dobara te visokoj razini pouzdanja u građevini, koja se zadržala oko svojih rekordnih razina.

Ukupan se izvoz tijekom trećeg tromjesečja smanjio, uz divergentna kretanja izvoza robe i usluga. Nakon snažnog rasta u prvom i smanjenja u drugom tromjesečju, realni izvoz robe ponovo je snažno ojačao u trećem tromjesečju. Ipak, detaljni podaci robne razmjene za srpanj i kolovoz pritom upućuju na to da bi takva kretanja mogla biti privremene naravi, s obzirom na to da poglavito odražavaju snažniji izvoz brodova u kolovozu, dok se istodobno izvoz drugih proizvoda smanjio. Nasuprot tome, realni izvoz usluga znatno se smanjio, odražavajući vjerojatno nepovoljna kretanja u turizmu. Pritom je godišnji pad broja noćenja stranih gostiju u srpnju i kolovozu djelomično ublažen oporavkom u rujnu, ali dostupni financijski pokazatelji poput potrošnje po karticama inozemnog izdavatelja govore da bi pad realnih prihoda u turizmu mogao biti izrazitiji od smanjenja fizičkih pokazatelja, što upućuje na to da se i prosječna realna potrošnja po turistu smanjila. Takva se kretanja mogu povezati s pogoršanom cjenovnom konkurentnošću hrvatskog turizma s obzirom na nastavak znatno snažnijeg rasta cijena ugostiteljskih i smještajnih usluga u odnosu na konkurentske mediteranske zemlje i u 2025. [1] Osim toga, čini se da su više cijene turističkih usluga na domaćem tržištu, u uvjetima snažnog rasta realnih dohodaka, u većoj mjeri

1 Detaljnije vidjeti u Okviru 5. Cjenovna konkurentnost hrvatskog turističkog sektora na tržištu Mediterana, Makroekonomska kretanja i prognoze br. 17, prosinac 2024.

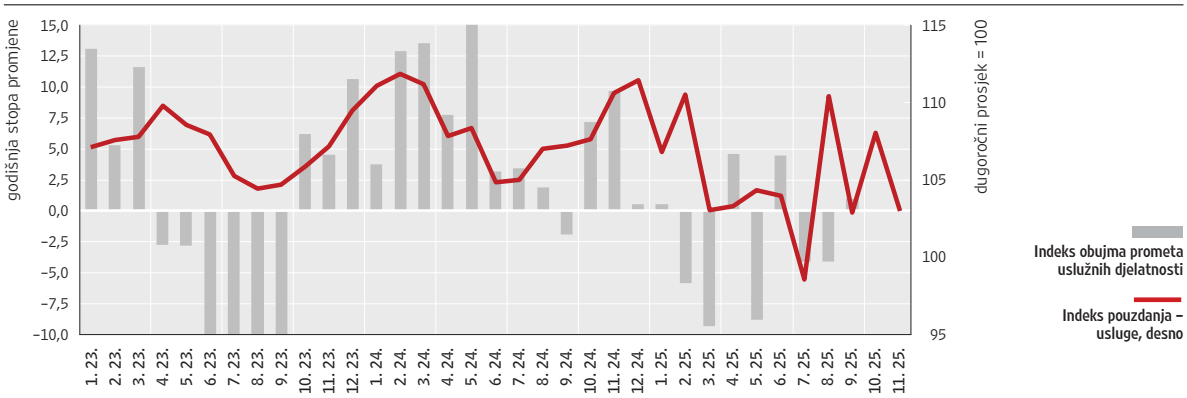
potaknule i domaće stanovništvo na ljetovanja u inozemstvu, na što upućuje nastavak snažnog rasta uvoza usluga.

Slika 3.1.5. Pokazatelji investicijske aktivnosti i pouzdanje u sektoru građevinarstva



Napomena: Podaci o pouzdanju u sektoru građevinarstva za četvrto tromjesečje 2025. odnose se na listopad i studeni.
Izvori: DZS; Ipsos; HNB

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



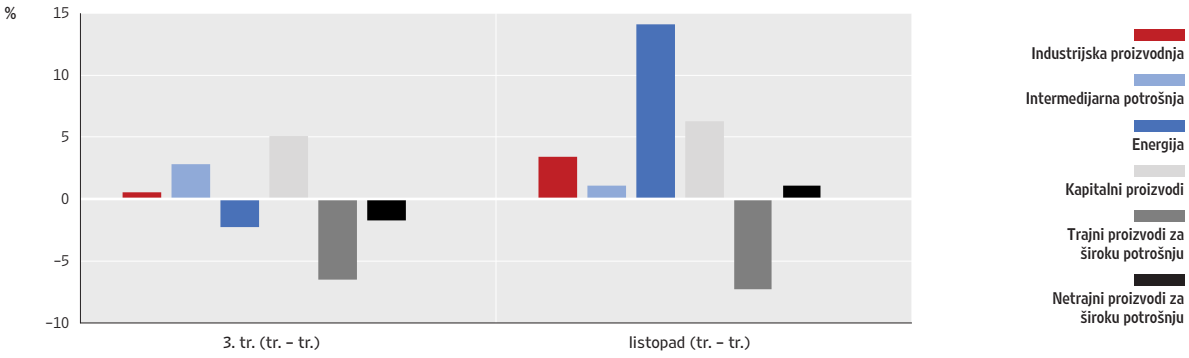
Napomena: Usluge uključuju sektore H, I, J, L, M i N.
Izvori: DZS; Ipsos; HNB

Promatrano prema glavnim djelatnostima, rast bruto dodane vrijednosti u trećem tromjesečju uvelike odražava snažan rast u prerađivačkoj industriji i građevinskom sektoru, a vidljivo je i jačanje rasta u poljoprivredi. Snažnim jačanjem rasta dodane vrijednosti u industriji u trećem tromjesečju tako su se u potpunosti nadoknadili gubici iz prošle godine, a detaljni podaci industrijske proizvodnje upućuju na to da je rast u industriji bio široko rasprostranjen, pri čemu se najviše povećala proizvodnja kapitalnih i intermedijarnih proizvoda. Snažan rast industrijske proizvodnje u listopadu, praćen znatnim rastom pouzdanja u industriji, upućuje na nastavak povoljnih kretanja i na kraju godine. Kretanja u djelatnosti građevinarstva nastavljaju biti iznimno povoljna, te se rast, koji je već bio relativno snažan, u trećem tromjesečju opet ubrzao na tromjesečnoj razini. Navedeno se može povezati sa spomenutom snažnom investicijskom aktivnošću u stambene nekretnine i ostale građevine. Pritom se pouzdanje i u građevinarstvu tijekom četvrtog tromjesečja nastavilo kretati na izrazito visokim razinama. Kada je riječ o uslugama, u

većini djelatnosti kretanja su bila uglavnom nepovoljnija nego u prvoj polovini godine. Pritom je u djelatnostima vezanima uz turizam zabilježen pad u odnosu na prethodno tromjesečje.

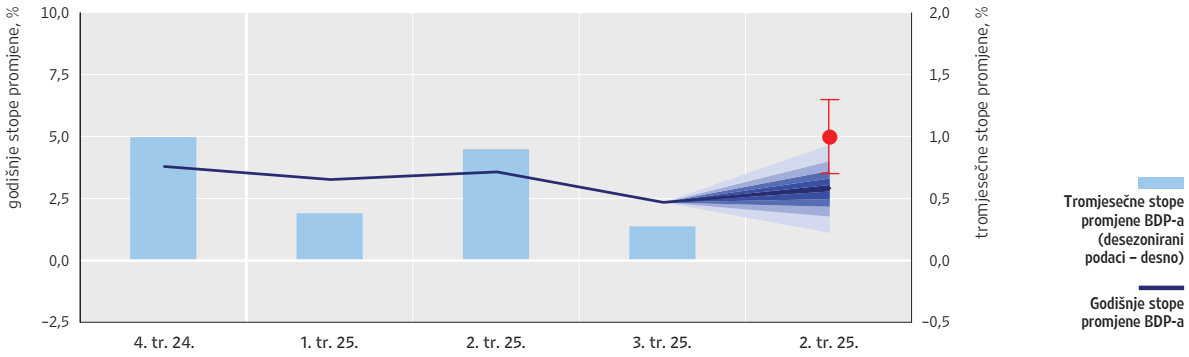
Brza procjena BDP-a za četvrto tromjesečje 2025. primjenom standardnog modela zasnovanog na mjesečnim indikatorima (MRGA) upućuje na jačanje rasta gospodarske aktivnosti krajem 2025. godine. Prema modelu brze procjene ekonomske aktivnosti HNB-a, rast realnog BDP-a u četvrtom bi tromjesečju mogao iznositi 1,0% na tromjesečnoj razini (nakon zabilježenih 0,3% u drugom tromjesečju), a na godišnjoj bi se razini rast mogao ubrzati na 3,0%, s 2,3%, koliko je iznosio u drugom tromjesečju (Slika 3.1.7.). Pritom je realni promet trgovine na malo u listopadu povećan za 1,4% u odnosu na rujan te za 2,4% u odnosu na prethodno tromjesečje. Fizički pokazatelji turističke aktivnosti u listopadu upućuju na nastavak solidnih rezultata u posezoni, uz rast dolazaka od 2,3% i noćenja od 2,2%. Nakon mjesečnog rasta od 0,5% u rujnu, industrijska se proizvodnja znatno ubrzala u listopadu te je bila veća za 3,1% u odnosu na rujan, odnosno 3,4% u odnosu na treće tromjesečje, pri čemu su povećane sve glavne kategorije osim proizvodnje trajnih proizvoda za široku potrošnju.

Slika 3.1.7. Industrijska proizvodnja



Napomena: (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 četvrto tromjesečje 2024. 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. studenoga 2024. Crvenom je točkom označena ocjena tromjesečne promjene realnog BDP-a, uz povijesne greške procjene u rasponu od ± jedne standardne devijacije.
Izvori: Eurostat; DZS; HNB

OKVIR 1.

Utjecaj neizvjesnosti na privatne bruto investicije u fiksni kapital u Hrvatskoj

Razdoblja povećane neizvjesnosti, bilo da proizlaze iz ekonomske politike ili egzogenih događaja, mogu nepovoljno djelovati na kretanje gospodarske aktivnosti, osobito preko utjecaja na odgodu privatnih investicija. Učinak strukturnih šokova neizvjesnosti na privatnu investicijsku aktivnost u Hrvatskoj, posebice u kontekstu recentnih promjena u trgovinskim politikama američke administracije, procijenjen je bajesovskim vektorskim autoregresijskim (BVAR) modelom s blokom egzogenosti i restrikcijama na predznake. Rezultati modela upućuju na zaključak da promjene u ekonomskoj i trgovinskoj neizvjesnosti imaju statistički značajan negativan učinak na privatne investicije u vrlo kratkom roku. Tako se i povećanje trgovinskih napetosti početkom 2025. nepovoljno odrazilo na kapitalna ulaganja u Hrvatskoj u prvoj polovini godine. No, ti su učinci bili razmjerno ograničeni i mogu objasniti tek manji dio usporavanja investicijske aktivnosti. Postignuti trgovinski sporazumi tijekom trećeg i četvrtog tromjesečja djelomično su smanjili napetosti, ali razina neizvjesnosti i nadalje je povišena, te bi mogla nastaviti negativno djelovati na investicijske odluke privatnog sektora.

Početkom 2025. godine globalno ekonomsko okružje bilo je obilježeno naglim porastom neizvjesnosti. Promjena smjera trgovinske politike američke administracije početkom 2025. godine znatno je povećala globalne trgovinske napetosti i stvorila izrazitu neizvjesnost u globalnom ekonomskom okružju. Indeks neizvjesnosti trgovinske politike[2], koji mjeri učestalost članaka koji spominju temu neizvjesnosti u trgovinskoj politici kao udio u ukupnom broju članaka u vodećim američkim novinama, naglo je porastao zbog najave da će se povećati carine i eskalacije trgovinskog sukoba s Kinom (Slika 1.). U istom su razdoblju geopolitičke napetosti, mjerene indeksom geopolitičkog rizika na globalnoj razini[3], također postale izraženije. Kao rezultat istodobnog jačanja trgovinskih i geopolitičkih napetosti, indeks neizvjesnosti ekonomske politike za Europu[4] znatno je porastao jer su ti oblici neizvjesnosti njegove sastavnice te se istodobno prelijevaju na neizvjesnost u ostalim područjima ekonomske politike. Nakon smanjivanja trgovinskih tenzija i postupnog postizanja sporazuma neizvjesnost je počela opadati, premda se još nalazi na povišenim razinama.

Razdoblja povećane neizvjesnosti, bilo da je ona povezana s ekonomskom politikom ili egzogenim događajima, djeluju nepovoljno na gospodarsku aktivnost. Najsnažniji učinci neizvjesnosti vidljivi su kod poduzeća, koja na pojačanu neizvjesnost reagiraju racionalnim odgađanjem investicijskih odluka dok se ne pojave jasniji signali budućih uvjeta. Takvo ponašanje u skladu

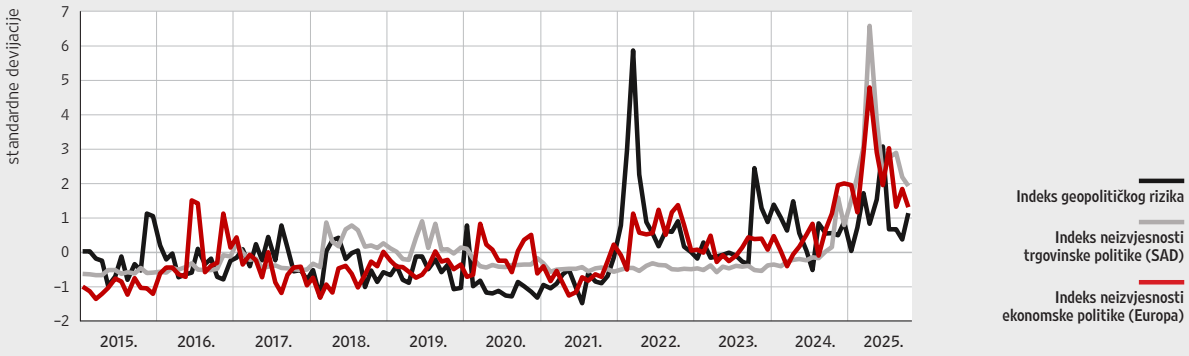
2 Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. i Raffo, A. (2020.): The economic effects of trade policy uncertainty. Journal of Monetary Economics, 109, 38 – 59

3 Caldara, D. i Iacoviello, M. (2022.): Measuring Geopolitical Risk. American Economic Review, April, 112(4), 1194 – 1225

4 Baker, S. R., Bloom, N. i Davis, S. J. (2016.): Measuring economic policy uncertainty. The quarterly journal of economics, 131(4), 1593 – 1636

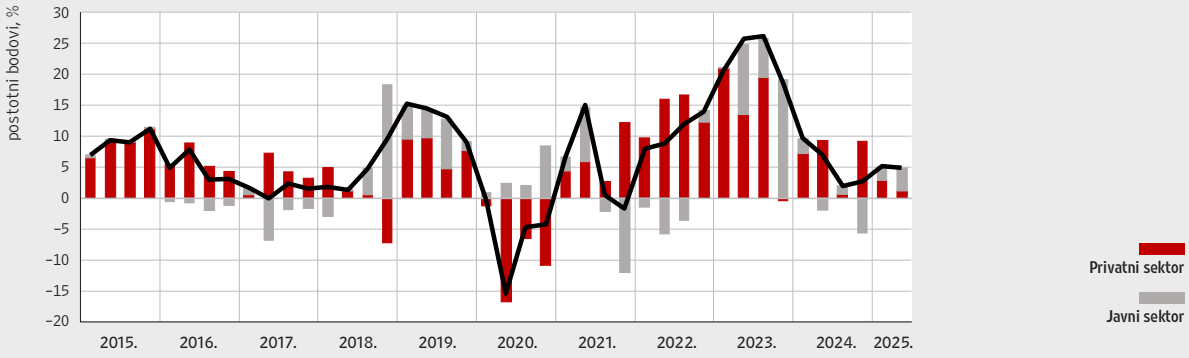
je s realnim opcijskim pristupom i konceptom "čekaj i vidi" (engl. *wait and see*), prema kojem poduzeća vrednuju dodatnu korist od odgode odluke o investiciji u uvjetima povišenog rizika. Budući da su investicijski projekti često skupi i teško reverzibilni, odgoda omogućuje izbjegavanje potencijalnih gubitaka ako se nepovoljni scenariji doista ostvare[5]. Dodatno ograničenje privatnoj investicijskoj aktivnosti stvara i pojačan oprez banaka pri odobravanju kredita, usmjeren na upravljanje vlastitim potencijalnim rizicima u takvim okolnostima (Correa *et al.*, 2023.)[6].

Slika 1. Pokazatelji neizvjesnosti



Izvori: Caldara *et al.* (2020.); Caldara *et al.* (2022.); Ahir *et al.* (2022.); Jurado *et al.* (2015.); Baker *et al.* (2016.)

Slika 2. Godišnja stopa rasta bruto investicija u fiksni kapital u Hrvatskoj



Izvor: Eurostat

Rast bruto investicija u fiksni kapital u Hrvatskoj znatno se usporio u recentnom razdoblju nakon što je u postpandemijskom razdoblju pokazivao izrazito visoke stope, uvelike potaknut privatnim ulaganjima. Tijekom 2022. i 2023. rast investicija u privatnom sektoru znatno je ojačao te je u 2023. bio dodatno podržan snažnim povećanjem javnih investicija (Slika 2.). U protekle dvije godine rast privatnih investicija postupno se usporava, a usporavanje je bilo posebno izraženo početkom 2025. godine. Javne su investicije nastavile rasti relativno snažno, ali ukupne su se investicije ipak snažno usporile s obzirom na dominaciju privatnih investicija.

5 Dixit, A. K. i Pindyck, R. S. (1994.): Investment under uncertainty. Princeton university press

6 Correa, R., Di Giovanni, J., Goldberg, L. S. i Minoiu, C. (2023.): Trade uncertainty and US bank lending. National Bureau of Economic Research, vol. 31860

U svrhu procjene važnosti šokova neizvjesnosti na kretanje privatne investicijske aktivnosti u Hrvatskoj primijenjen je bajesovski vektorski autoregresijski (BVAR) model s blokom egzogenosti. Valja pritom naglasiti da neizvjesnost nije izravno opaziva te njezino mjerenje može biti otežano[7], pri čemu se učinci neizvjesnosti na privatne investicije mogu razlikovati ovisno o karakteru šoka ili događaja koji je uzrokuje. S obzirom na to u okviru su ocijenjeni učinci neizvjesnosti u širem smislu s pomoću Indeksa neizvjesnosti ekonomske politike za Europu, koji kombinira različite izvore rizika, uključujući makroekonomsku, financijsku, trgovinsku i sigurnosnu neizvjesnost te neizvjesnosti vezane samo uz trgovinske politike na temelju Indeksa neizvjesnosti trgovinske politike. Primjenom bloka egzogenosti, u skladu s pretpostavkom maloga otvorenog gospodarstva, onemogućen je povratni utjecaj domaćih šokova na inozemne pokazatelje, čime su identificirana dva domaća i tri inozemna strukturna šoka[8]. Šokovi agregatne ponude i potražnje određeni su s pomoću znakovnih restrikcija utemeljenih na relevantnoj empirijskoj literaturi[9], dok su šokovi neizvjesnosti definirani kao egzogeni[10].

Porast makroekonomske neizvjesnosti ima statistički značajan negativan učinak na privatnu investicijsku aktivnost neposredno nakon nastanka šoka. Rezultati modela najprije su prikazani funkcijama impulsnog odziva koje prikazuju dinamiku reakcije privatnih investicija u Hrvatskoj na jednokratni šok od jedne standardne devijacije u pojedinom pokazatelju neizvjesnosti. Među njima širi pokazatelj neizvjesnosti ekonomske politike (Slika 3.) pokazuje snažniji učinak jer smanjuje privatne investicije za 0,6 standardnih devijacija nakon nastanka šoka. S druge strane, učinci šokova neizvjesnosti trgovinske politike (Slika 4.), koja obuhvaća specifičan i ograničeni skup rizika, iznose 0,5 standardnih devijacija, no valja napomenuti da je u povijesnom kontekstu ona bila relativno niska, što može dovesti do pogrešaka u modelu zbog prekomjernog prilagođavanja povijesnim podacima. Ti su nalazi u skladu s literaturom za europodručje, SAD i Ujedinjeno Kraljevstvo[11] te Sloveniju koji upućuju na značajan, ali kratkotrajan učinak šokova u neizvjesnosti na investicije i gospodarsku aktivnost. Ipak, važno je napomenuti da je riječ o učincima nešto slabijeg intenziteta.

---

7 Black, J., Hashimzade, N. i Myles, G. (2016.): The impact of uncertainty on activity in the euro area, ECB Economic Bulletin, 8

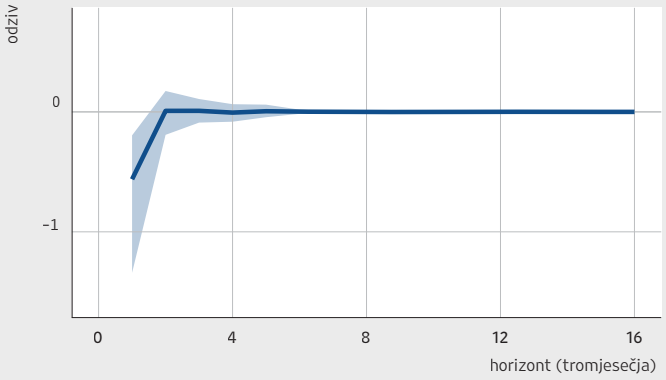
8 Šokovi agregatne potražnje definirani su tako da djeluju u istom smjeru na gospodarsku aktivnost i inflaciju, dok su šokovi agregatne ponude definirani tako da djeluju u suprotnim smjerovima na gospodarsku aktivnost i inflaciju. Inozemni šokovi djeluju na inozemne i domaće pokazatelje, dok domaći šokovi djeluju samo na domaće pokazatelje. Šok neizvjesnosti definiran je kao egzogen, pritom negativno djeluje na inozemne i domaće pokazatelje gospodarske aktivnosti.

9 Team on Investment of the Working Group on Econometric Modelling (WGEM) (2018.): Business investment in EU countries, ECB Occasional Paper, No. 215
Gambetti, L. i Musso, A. (2017.): Loan supply shocks and the business cycle. Journal of Applied Econometrics, 32(4), 764 – 782
Jovičić, G. i Kunovac, D. (2017.): What is Driving Inflation and GDP in a Small European Economy: The Case of Croatia. Hrvatska narodna banka, Working Papers W-49

10 Banka Slovenije (2025.): Review of macroeconomic developments and projections June 2025.

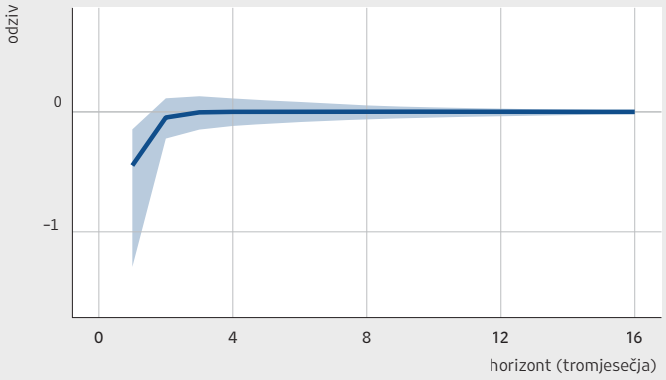
11 Boer, L. i Rieth, M. (2024.): The macroeconomic consequences of import tariffs and trade policy uncertainty. International Monetary Fund

Slika 3. Neizvjesnost ekonomske politike



Izvor: izračun HNB-a

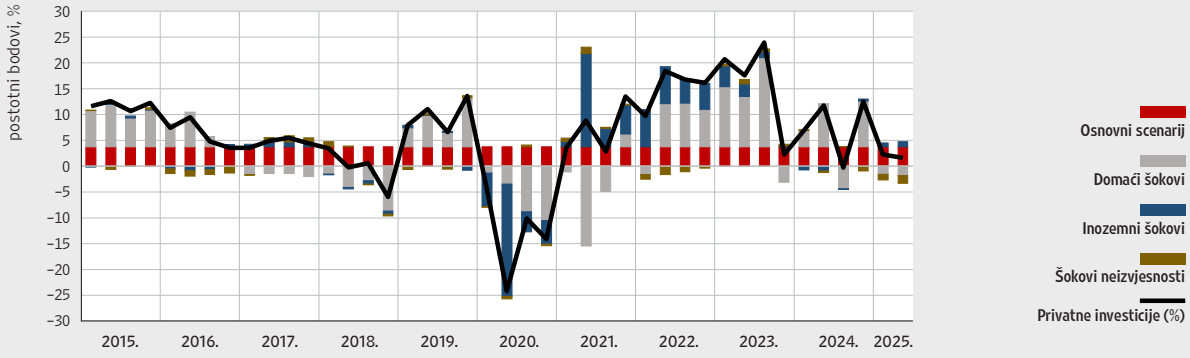
Slika 4. Neizvjesnost trgovinske politike



Izvor: izračun HNB-a

Iako se neizvjesnost povezana s trgovinskim politikama nepovoljno odrazila na privatne bruto investicije u fiksni kapital, taj je učinak relativno ograničen. Povijesna dekompozicija modela s uključenim pokazateljem neizvjesnosti ekonomske politike prikazana je na Slici 5. Kretanja privatnih investicija u odsutnosti strukturnih šokova prikazana su osnovnim scenarijem, a ostali su šokovi, uz šok neizvjesnosti, razdijeljeni na domaće i inozemne. Rezultati pokazuju da su se veći šokovi neizvjesnosti odrazili nepovoljno na investicije, ali taj je utjecaj relativno malen u odnosu na oscilacije investicija pod utjecajem drugih inozemnih šokova i osobito u odnosu na domaće šokove. Nepovoljan utjecaj neizvjesnosti na privatnu investicijsku aktivnost osobito je vidljiv u drugoj polovini 2016. godine zbog neočekivane odluke Ujedinjenog Kraljevstva o napuštanju Europske unije (Brexit), a potom tijekom američko-kineskoga trgovinskog rata u mandatu prve Trumpove administracije, kao i početkom 2020. zbog pandemije bolesti COVID-19 te u 2022. nakon početka rata u Ukrajini i popratne energetske krize. Početna neizvjesnost glede smjera američke trgovinske politike u 2024., koja se u 2025. dodatno produbila najavom, a zatim i uvođenjem carina, imala je također negativne učinke na kretanje kapitalnih ulaganja. Rezultati pokazuju da je snažno povećanje neizvjesnosti u prvoj polovini 2025. godine smanjilo rast privatnih investicija u prosjeku za oko 1 postotni bod u razdoblju od četvrtog tromjesečja 2024., kada se počinje primjećivati porast neizvjesnosti, pa do drugog tromjesečja 2025., što je otprilike na razini najvećih šokova u promatranom razdoblju.

Slika 5. Povijesna dekompozicija kretanja privatnih bruto investicija u fiksni kapital



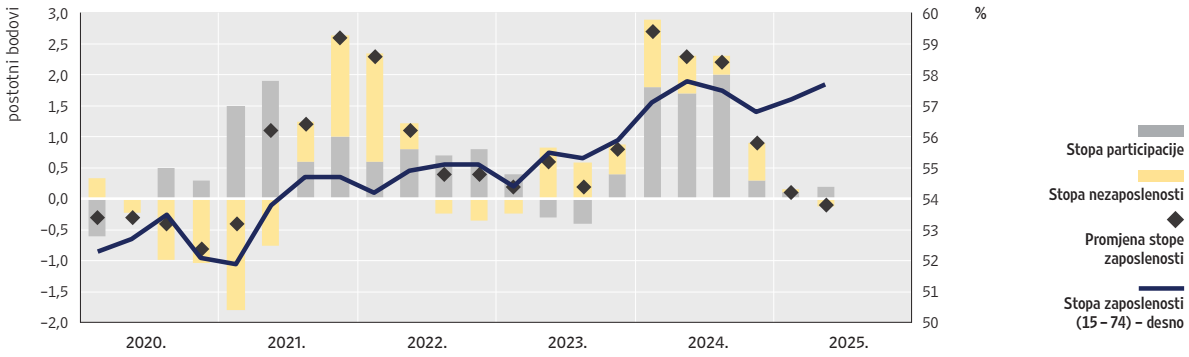
Izvor: izračun HNB-a

Unatoč recentnom smanjenju razina neizvjesnosti još je povišena te bi i nadalje mogla negativno djelovati na investicijske odluke privatnog sektora. Trgovinski sporazumi postignuti u trećem i četvrtom tromjesečju djelomično su smanjili napetosti, no razina neizvjesnosti i nadalje je povišena. Stoga se očekuje nastavak nepovoljnog utjecaja na privatne investicije, iako bi taj utjecaj trebao biti vrlo blag. S druge strane, eventualno smanjenje neizvjesnosti moglo bi povoljno djelovati na privatnu investicijsku aktivnost u idućoj godini.

3.2. Tržište rada

Rast zaposlenosti nastavio se i u prvoj polovini 2025., no sporijom dinamikom nego prethodne godine. Prema administrativnim podacima broj zaposlenih bio je za 2,6% veći u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, ali se mjesečna dinamika rasta usporila, što je vjerojatno dijelom vezano i uz pojačano zapošljavanje krajem prošle godine, uoči ukidanja olakšica za zapošljavanje mladih te izmjene Zakona o strancima.[12] Promatrajući po sektorima rast zaposlenih u javnom je sektoru u prvih šest mjeseci 2025. bio relativno snažan te je vidno nadmašio povećanje u ostatku gospodarstva. Prema anketnim podacima stopa zaposlenosti (15 – 74) u prva dva tromjesečja 2025. stagnirala je u odnosu na isto razdoblje prošle godine (57,5%), odražavajući gotovo nepromijenjene stope nezaposlenosti i stope participacije (Slika 3.2.1.). Stopa participacije pritom se povećala u skupini stanovništva srednje radne dobi (25 – 49), dok su ostale dobne skupine dale negativan doprinos ukupnoj stopi participacije radne snage (Slika 3.2.2.). Valja, međutim, spomenuti kako procjene kretanja broja zaposlenih iz Ankete o radnoj snazi mogu znatno odstupati od administrativnih podataka, s obzirom na to da se procjena anketne zaposlenosti zasniva na uzorku slučajno izabranih kućanstava i demografskim statistikama koje se periodično ažuriraju i da samo djelomično obuhvaća strane radnike u Hrvatskoj.

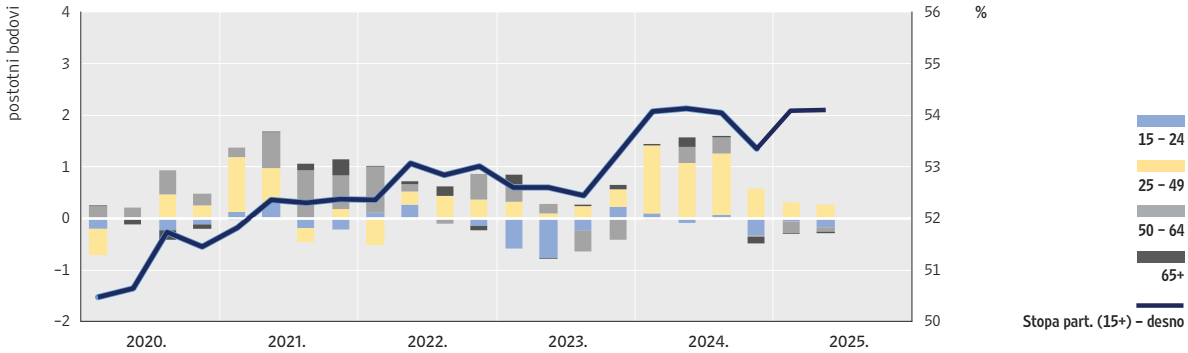
Slika 3.2.1. Doprinosi godišnjoj promjeni stope zaposlenosti (15 – 74)



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

12 U prosincu 2024. godine snažno je povećan broj zaposlenih, prije ukidanja olakšica za zapošljavanje mladih. Od siječnja 2025. godine tako je ukinuta olakšica kojom su poslodavci pet godina bili oslobođeni plaćanja doprinosa na plaću nakon što zaposle mladu osobu (do 29 godina) na neodređeno te je u prosincu 2024. zabilježeno neuobičajeno povećanje broja zaposlenih. Osim toga, izmjenama Zakona o strancima iz ožujka 2025. godine dodatno su regulirani uvjeti zapošljavanja, što je moglo prikočiti postojeću dinamiku zapošljavanja stranih radnika.

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

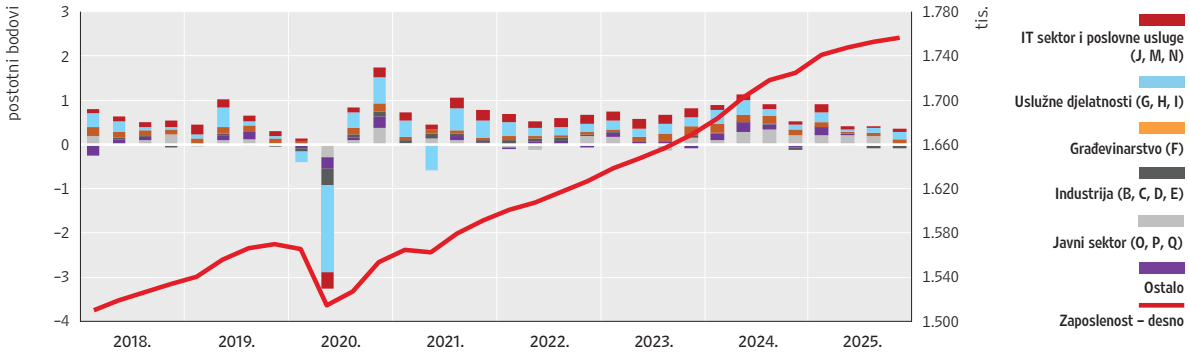


Napomena: Stopa participacije izračunata je za stanovništvo u rasponu od 15+. Prikazani su podaci na osnovi rezultata Popisa stanovništva iz 2021. godine.
Izvori: DZS; izračun HNB-a

Nakon snažnog rasta u prvom dijelu godine, broj zaposlenih u javnom je sektoru u sljedeća četiri mjeseca prosječno stagnirao u odnosu na lipanj, dok je, s druge strane, zapošljavanje u ostatku gospodarstva ojačalo. Broj zaposlenih tijekom trećeg tromjesečja bio je za 0,3% viši nego u prethodna tri mjeseca (0,4% u drugom te 0,9% u prvom tromjesečju). Pritom je tijekom trećeg tromjesečja rast zaposlenosti u ostatku gospodarstva postupno ojačao, no njegova prosječna tromjesečna stopa rasta nastavila se usporavati zbog pada zaposlenosti krajem drugog tromjesečja. S druge strane, zaposlenost je u javnome sektoru blago smanjena u odnosu na kraj drugog tromjesečja, no nakon snažnog rasta u lipnju, te je u prvih devet mjeseci kumulativni tekući rast u javnome sektoru i nadalje bio vidljivo veći u odnosu na kraj 2024. nego u ostatku gospodarstva. Pritom se nastavio povećavati broj umirovljenika koji rade pola radnog vremena, a zakonodavne izmjene iz srpnja ove godine mogle bi takva kretanja dodatno ojačati u sljedećoj godini.[13] Početkom četvrtog tromjesečja 2025. godine broj se zaposlenih samo blago povećao u odnosu na prethodni mjesec, uz ponovni snažan rast zapošljavanja u javnome sektoru i usporavanje rasta u ostatku gospodarstva. U odnosu na srpanj (prvi mjesec drugog tromjesečja) broj zaposlenih bio je viši za 0,3%, poglavito zbog kretanja u ostatku gospodarstva tijekom trećeg tromjesečja, dok je broj zaposlenih u javnom sektoru stagnirao. Potonje odražava i blaže sezonsko smanjenje zaposlenosti u djelatnosti obrazovanja tijekom ljetnih mjeseci, koje je popraćeno slabijim sezonskim porastom u rujnu i listopadu (Slika 3.2.3.).

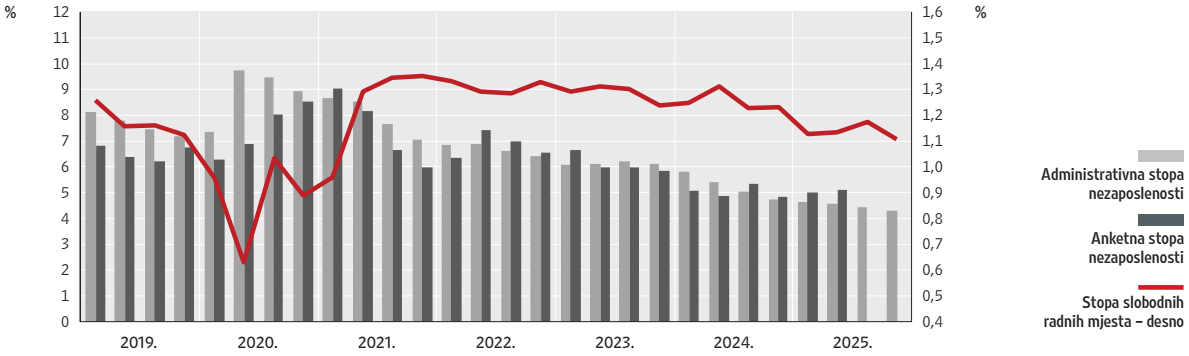
13 Izmjenama Zakona o mirovinskom osiguranju iz srpnja 2025. omogućit će se umirovljenicima rad na puno radno vrijeme uz zadržavanje prava na isplatu 50% mirovine, od siječnja 2026. godine.

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



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

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



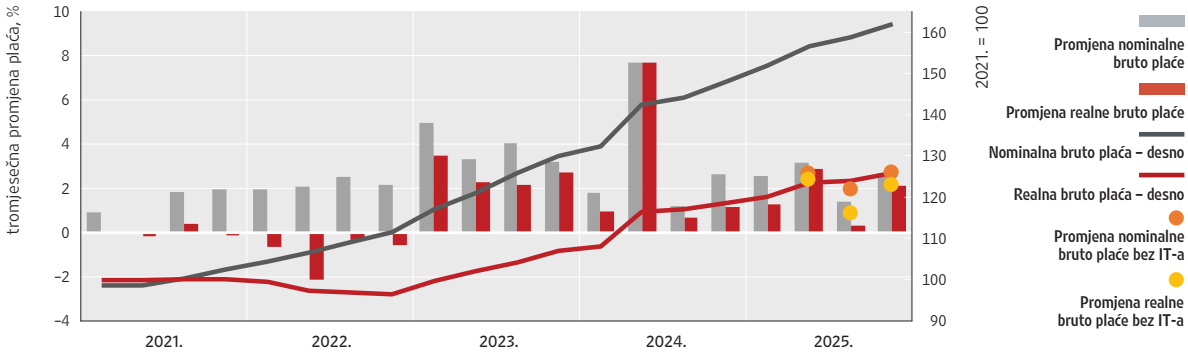
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2025. godine odnose se na listopad. Stopa slobodnih radnih mjesta računa se kao udio slobodnih radnih mjesta u ukupnoj potražnji za radom (zbroj osiguranika HZMO-a i slobodnih radnih mjesta).
Izvori: DZS; HZZ; Eurostat; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

Smanjenje nezaposlenosti ubrzalo se u trećem tromjesečju, kada je porasla i potražnja za radom u ostatku gospodarstva, a pad nezaposlenosti nastavio se i u listopadu. Nakon snažnog usporavanja početkom godine, u drugom i trećem tromjesečju pad nezaposlenosti intenzivirao se, pri čemu je porastao i broj oglašenih radnih mjesta. Tako je u trećem tromjesečju broj nezaposlenih za 2,9% bio niži nego u prethodna tri mjeseca (smanjenje od 2,4% u drugom tromjesečju te 2,0% u prvom tromjesečju), dok se stopa slobodnih radnih mjesta povećala s 1,1% na 1,2%. U listopadu se nezaposlenost nastavila smanjivati te je za 3% bila niža nego prethodni mjesec, odnosno za 0,8% niža nego u srpnju. Ipak, u usporedbi s prethodnom godinom, zamjetno se usporio pad nezaposlenosti, a oslabjela je i potražnja za radom (Slika 3.2.4.). Stopa administrativne nezaposlenosti u trećem tromjesečju spustila se na 4,4% s 4,6% iz drugog tromjesečja, a u listopadu se dodatno spustila na 4,3%. Kada je riječ o anketnim podacima, sezonski prilagođena stopa nezaposlenosti u drugom je tromjesečju iznosila 5,1%, malo više nego u prvom tromjesečju (5,0%) i drugom tromjesečju prethodne godine (4,9%).

Tekući rast plaća zamjetno se usporio u trećem tromjesečju, dijelom i zbog baznih učinaka povezanih s jednokratnim isplatama u drugom tromjesečju, a u listopadu se ponovo intenzivirao njihov porast. Rast prosječne nominalne bruto plaće znatno se usporio u trećem

tromjesečju na 1,4%, s 3,2% u drugom tromjesečju, pri čemu su plaće u javnom sektoru samo blago porasle između dva kruga povećanja osnovice (0,3%), dok se u ostatku gospodarstva rast usporio na 1,9%, s 3,2% u prethodnom tromjesečju. Pritom se usporavanje u ostatku gospodarstva djelomice može objasniti baznim učincima nakon snažnog porasta plaća u travnju povezanih s jednokratnim isplatama u djelatnosti emitiranja programa.[14] Gledano po djelatnostima NKD-a rast plaća u trećem je tromjesečju bio široko rasprostranjen, izuzev smanjenja u IT sektoru, a koji uključuje i djelatnost emitiranja programa, te stagnacije u djelatnostima usluživanja smještaja i hrane te financija. U listopadu se intenzivirao rast prosječne nominalne bruto plaće te je ona bila za 2,7% viša nego u srpnju (prvi mjesec trećeg tromjesečja) uz snažniji rast plaća u djelatnostima poglavito vezanima uz privatni sektor (Slika 3.2.5.). Vidno se ubrzao i rast plaća u javnom sektoru zbog povećanja osnovice za 3% za državne i javne službenike. Pritom se godišnja stopa rasta plaća zamjetno usporila od drugog tromjesečja ove godine, nakon što su u travnju iščeznuli bazni učinci snažnog rasta plaća u javnom sektoru nakon lanjske reforme sustava određivanja plaća, ali i nadalje oscilira blizu dvoznamenkaste razine. Tako je u odnosu na isto razdoblje lani prosječna nominalna bruto plaća u trećem tromjesečju bila viša za 9,9% te za 10,1% u listopadu, dok je istodobno realna bruto plaća bila viša za 5,6% odnosno za 6,2%.

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



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

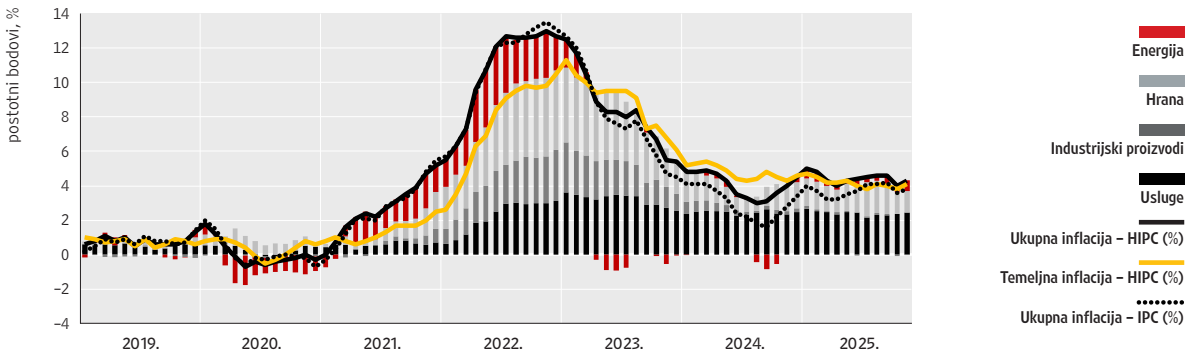
3.3. Cjenovna kretanja

Nakon što se u trećem tromjesečju 2024. spustila na najnižu razinu u prethodne tri godine, ukupna se inflacija do siječnja 2025. ubrzavala pod utjecajem cijena energije i hrane, ali su potom pritisci na cijene postupno popuštali te je u studenome inflacija bila manja nego početkom godine. Kretanje inflacije tijekom godine nije bilo ujednačeno te su bile prisutne izražene kratkoročne fluktuacije. Ipak, ukupna inflacija mjerena harmoniziranim pokazateljem (HIPC) smanjila se s 5,0% u siječnju na 4,3% u studenome 2025. prema prvoj procjeni (Slika 3.3.1.). Istodobno se ukupna inflacija mjerena nacionalnim pokazateljem (IPC), koji odražava strukturu

14 Početkom 2025. konsolidirana je Hrvatska radiotelevizija (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. Više na: https://www.jutarnji.hr/vijesti/hrvatska/egzodus-na-prisavlju-hrt-napustilo-333-zaposlenika-od-toga-cak-123-iz-programa-15569348

potrošnje hrvatskih građana, smanjila s 4,0% na 3,8%. Unatoč usporavanju ukupne inflacije u odnosu na početak godine, prijenos povišene inflacije ostvarene krajem prethodne godine i dodatno ubrzavanje inflacije na samom početku tekuće godine odrazili su se na porast prosječne godišnje stope inflacije ostvarene u prvih jedanaest mjeseci 2025. u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Inflacija cijena energije tijekom 2025. bila je pod znatnim utjecajem rasta administrativno reguliranih cijena plina, električne i toplinske energije, dok je te pritiske ublažavalo prelijevanje smanjenja cijena sirove nafte na svjetskom tržištu na cijene naftnih derivata na domaćem tržištu. Pritisci na cijene hrane zbog prelijevanja viših cijena pojedinih prehrambenih sirovina u okružju visokih stopa rasta plaća, koji je podizao troškove i održavao snažnu potražnju, u drugom su dijelu godine popustili. U uvjetima niskih uvoznih pritisaka, aprecijacije eura i niskih stopa rasta proizvođačkih cijena proizvoda za široku potrošnju inflacija cijena industrijskih proizvoda tijekom 2025. bila je niska, dok je inflacija cijena usluga i nadalje povišena s obzirom na povećane preferencije potrošača prema uslužnim aktivnostima, zategnuto tržište rada i još uvijek znatan rast plaća i solidnu domaću potražnju, kao i poskupljenje određenih administrativnih cijena (najamnine).

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

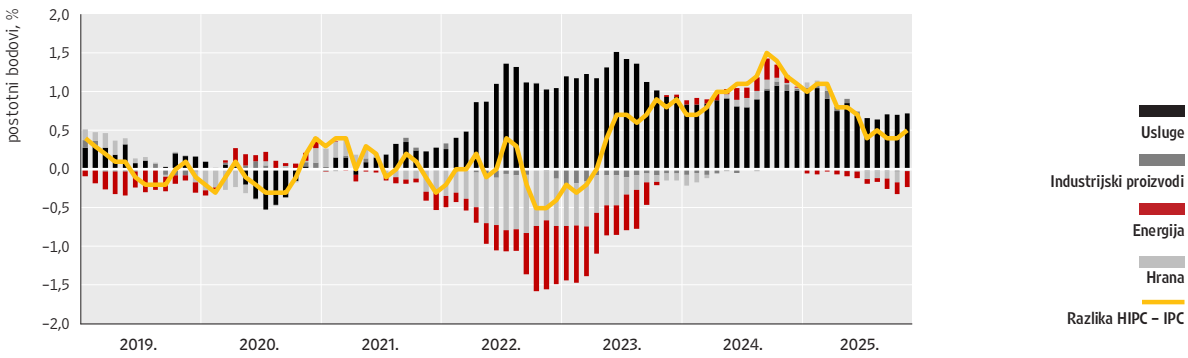
Tablica 3.3.1. Struktura harmoniziranoga i nacionalnog indeksa potrošačkih cijena, 2025.

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

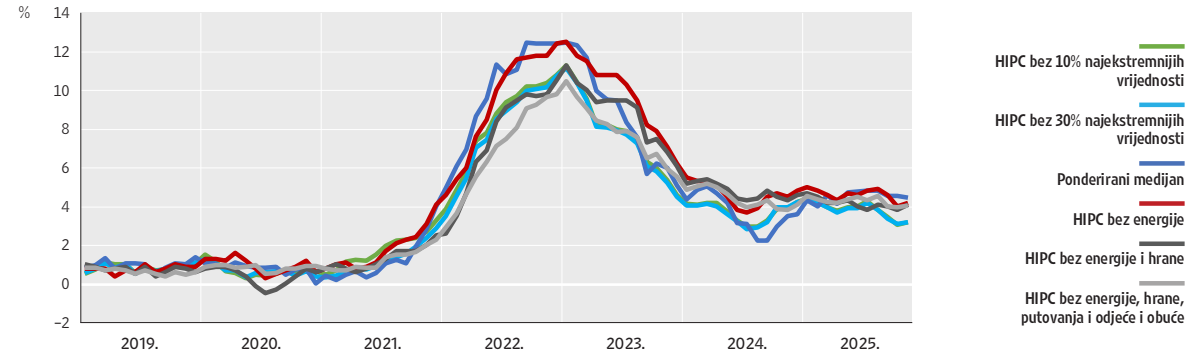
Razlika između harmoniziranoga (HIPC) i nacionalnog (IPC) pokazatelja ukupne inflacije tijekom 2025. smanjila se.[15] U studenome 2025. inflacija mjerena harmoniziranim pokazateljem bila je viša od inflacije mjerene nacionalnim pokazateljem za 0,5 postotnih bodova. Viša inflacija mjerena harmoniziranim u odnosu na nacionalni pokazatelj odražava razlike u strukturi košarice dobara i usluga za izračun harmoniziranoga 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 relativno 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.). Međutim, razlika između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja ukupne inflacije mnogo je manja nego godinu dana prije, kada je razlika iznosila 1,2 postotna boda, kao rezultat smanjenja razlike između doprinosa cijena usluga i energije ukupnoj inflaciji mjerenoj harmoniziranim odnosno nacionalnim pokazateljem.

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

15 HIPC, za razliku od nacionalnog pokazatelja (IPC), obuhvaća potrošnju stranih gostiju i institucionalnih kućanstava (poput obrazovnih, zdravstvenih, vjerskih institucija i sl.).

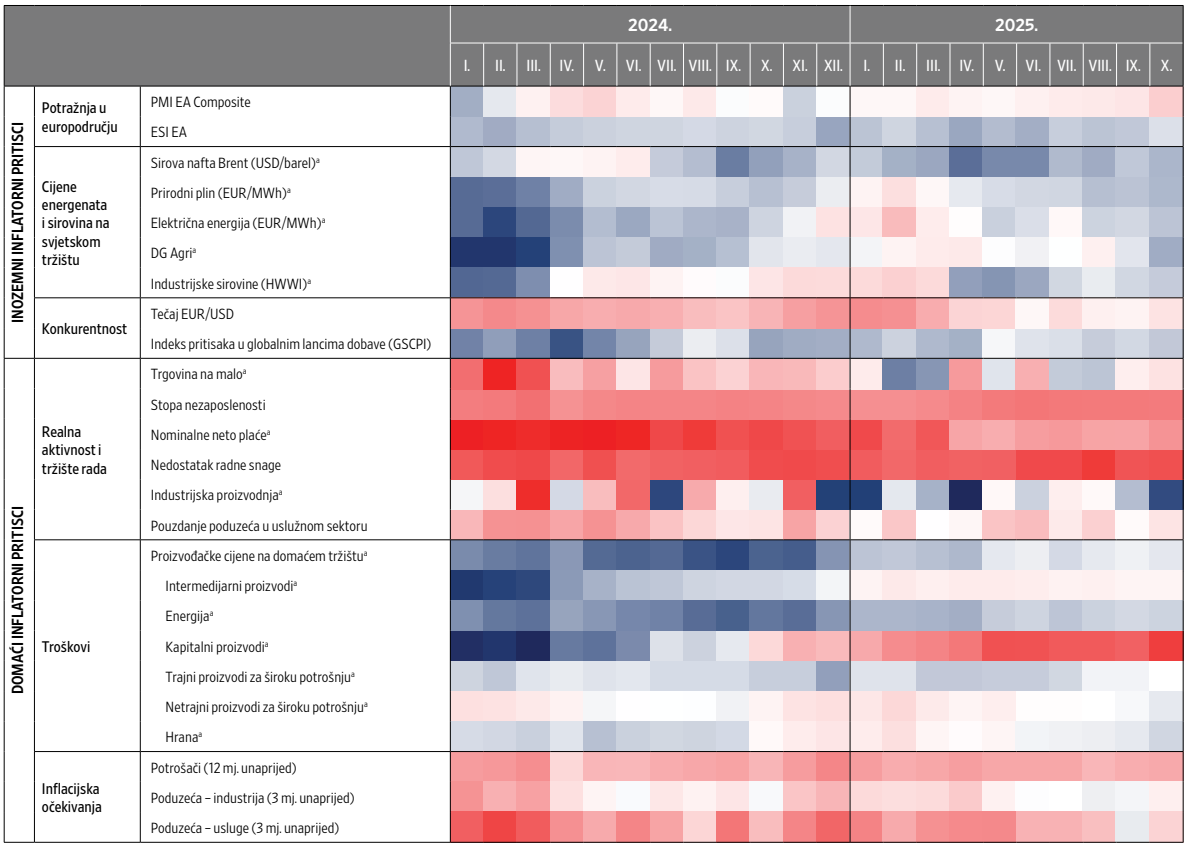
Inflacija cijena hrane snažno se ubrzala u drugoj polovini 2024. i prvih sedam mjeseci 2025., ali su nakon toga pritisci na rast cijena hrane popustili. Inflacija cijena hrane mjerena HIPC-om ubrzala se s 2,5% u srpnju 2024. na 7,0% u srpnju 2025., što je u velikoj mjeri odražavalo jačanje tekućih pritisaka na cijene hrane, odnosno mjesečni rast cijena hrane viši od povijesno uobičajenih vrijednosti u pojedinim komponentama hrane (osobito u rujnu i listopadu 2024. te u svibnju i srpnju 2025.). Pritom se najviše povećao doprinos neprerađenih prehrambenih proizvoda, pri čemu se izdvajaju svježe voće te meso (osobito govedina i teletina). Osim toga, znatno je porastao doprinos kave te mlijeka i mliječnih proizvoda. S druge strane, smanjenje cijena žitarica, kakaa i šećera na svjetskom tržištu i maslinova ulja na europskom tržištu prigušivalo je inflacijske pritiske. Nadalje, inflacijske pritiske na cijene hrane ublažavale su i nove mjere Vlade vezane uz ograničavanje maloprodajnih cijena određenih proizvoda (pretežno prehrambenih) koje su stupile na snagu u veljači 2025. godine.[16] Inflacija cijena hrane usporila se u studenome na 4,5% sa 7,0% u srpnju, što je ponajviše ostvareno pod utjecajem smanjenja godišnje stope promjene cijena svježeg voća i povrća.

Temeljna inflacija (koja isključuje cijene energije i hrane) usporila se tijekom 2025., ali je i nadalje povišena, i to u segmentu inflacije cijena usluga. Temeljna inflacija mjerena HIPC-om usporila se s 4,7% u siječnju na 4,1% u studenome zahvaljujući usporavanju obiju njezinih komponenata. Pritom je inflacija cijena industrijskih proizvoda tijekom cijele godine bila niža od svoga dugoročnoga pretpandemijskog prosjeka od 1,0%. Inflacija cijena usluga usporila se s 8,2% u siječnju na 7,5% u studenome[17], što je ostvareno uvelike pod utjecajem smanjenja doprinosa cijena ugostiteljskih usluga i usluga povezanih s putovanjima (usluge smještaja, zračni prijevoz i paket-aranžmani). To je smanjenje ublažilo, prije svega, povećanje doprinosa usluga stanovanja (najamnine) i telekomunikacijskih usluga. Unatoč smanjenju, inflacija cijena usluga i nadalje je povišena s obzirom na povećane preferencije potrošača prema uslužnim aktivnostima, zategnuto tržište rada i još uvijek znatan rast plaća i solidnu domaću potražnju, kao i poskupljenje određenih administrativnih cijena (najamnine). Usluge su tako i nadalje komponenta s najvećim pojedinačnim doprinosom ukupnoj inflaciji. Zaslužne su za oko 57% ukupne inflacije u studenome 2025. godine te su se pokazale kao najustrajnija komponenta inflacije. Ustrajnost inflacije cijena usluga uvelike odražava solidnu domaću potražnju i zategnuto tržište rada uz i nadalje visok rast plaća (Slika 3.3.4.). Alternativni pokazatelji temeljne inflacije, koji isključuju određene kolebljive komponente, uglavnom su se smanjili u odnosu na sam kraj 2024. i početak 2025. godine (Slika 3.3.3.).

16 U prosincu 2025. na snagu je stupila Odluka o određivanju najviših cijena određenih proizvoda i određenih kategorija proizvoda kao mjera izravne kontrole cijena u trgovini na malo kojom je ograničena cijena i za nove kategorije proizvoda.

17 Inflacija cijena usluga mjerena IPC-om u studenome bila je veća nego u siječnju (6,6% naprema 6,3%).

Slika 3.3.4. Pokazatelji inozemnih i domaćih pritisaka na cijene

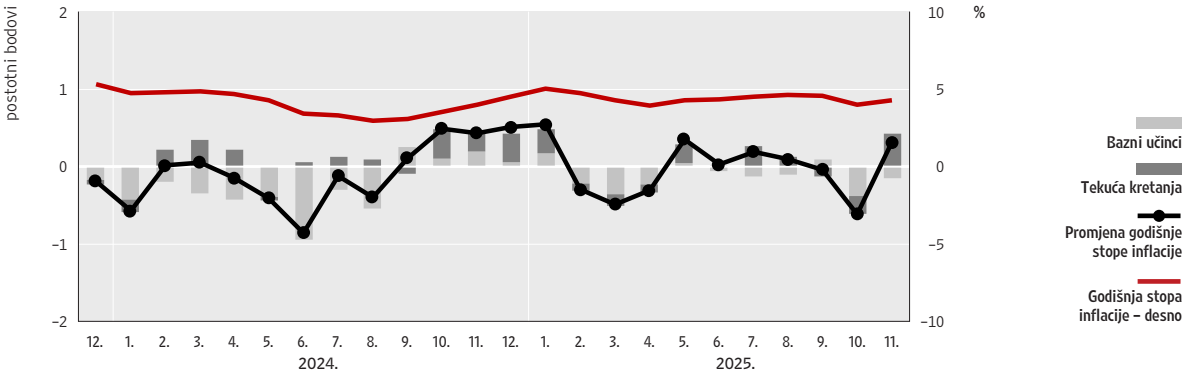


* Godišnja stopa promjene
Napomena: Nedostatak radne snage omjer je stope slobodnih radnih mjesta i stope registrirane nezaposlenosti. Serije PMI EA Composite i ESI EA nakon standardiziranja korigirane su kako bi neutralna vrijednost bila prikazana bijelom bojom. Crvena (plava) boja označuje pozitivno (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 u razdoblju od veljače do studenoga 2025. odražava povoljne bazne učinke[18], a primjetno je i popuštanje tekućih pritisaka. Povoljni bazni učinci rezultat su izlaska visokih mjesečnih stopa rasta ostvarenih u 2024. iz izračuna godišnje stope promjene cijena, što se posebno odnosi na cijene hrane i usluga. Istodobno su tekući pritisci na cijene bili manji nego u prethodnoj godini (Slika 3.3.5.). Kratkoročni pokazatelj ukupne i temeljne inflacije (Slika 3.3.6.), tzv. zamah (odnosno tromjesečna stopa promjene izračunata iz sezonski prilagođenih podataka i izražena na godišnjoj razini) upućuje na trend smanjivanja tekućih inflacijskih pritisaka u odnosu na početak 2025. godine.

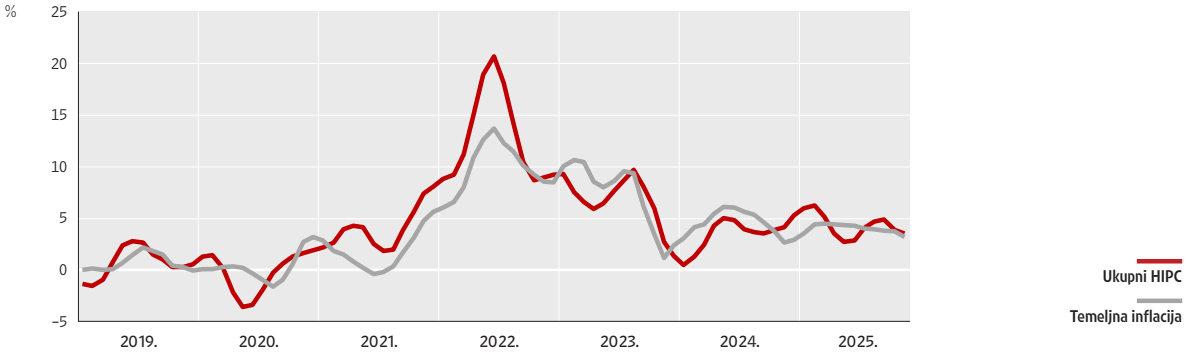
18 Promjena godišnje stope inflacije od mjeseca do mjeseca ovisi o promjeni maloprodajnih cijena u odnosu na prošli mjesec (tj. tekućoj inflaciji) i o mjesečnoj stopi promjene cijena u istom mjesecu protekle godine (tzv. baznim učincima). Za detaljnije pojašnjenje vidjeti HNBlog D. Kunovca i M. Luketine "Na putu prema dolje – uloga baznih učinaka u usporavanju potrošačke inflacije".

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

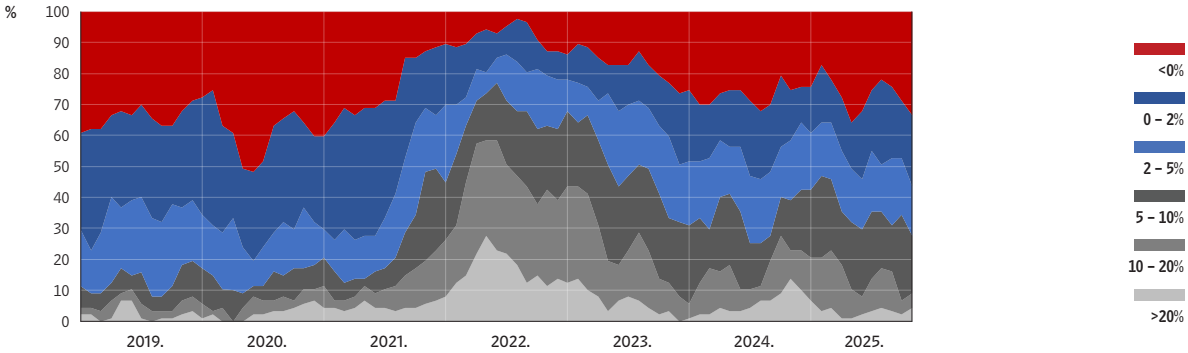
Slika 3.3.6. Momenti (zamasi) ukupne i temeljne inflacije



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

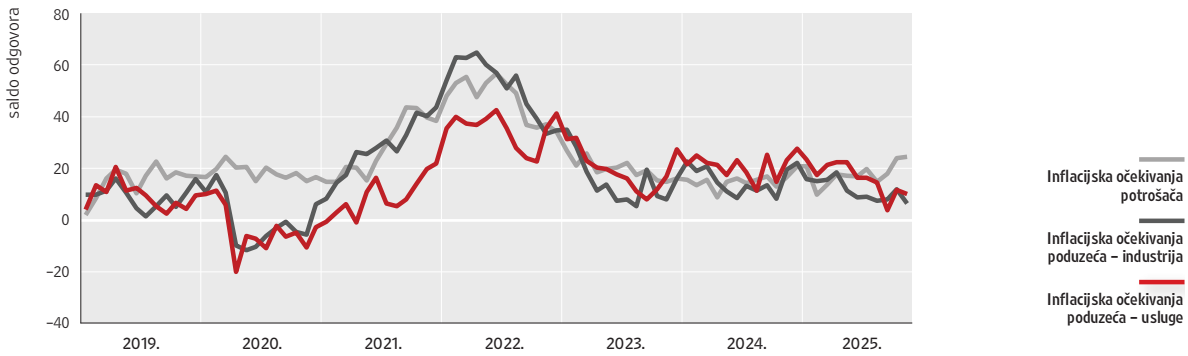
Na popuštanje tekućih pritisaka upućuje i smanjenje rasprostranjenosti inflacije, kao i smanjenje kratkoročnih inflacijskih očekivanja poduzeća. Udio potkomponenata u indeksu potrošačkih cijena čija je tromjesečna stopa promjene izražena na godišnjoj razini bila veća od 2% u drugoj polovini 2025. (od srpnja do studenoga) bila je malo veća od 50%, u usporedbi s više od 60% krajem 2024. i početkom 2025. godine (Slika 3.3.7.). Kratkoročna inflacijska očekivanja poduzeća i u industriji i u uslužnom sektoru smanjila su se tijekom 2025. (Slika 3.3.8.).

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

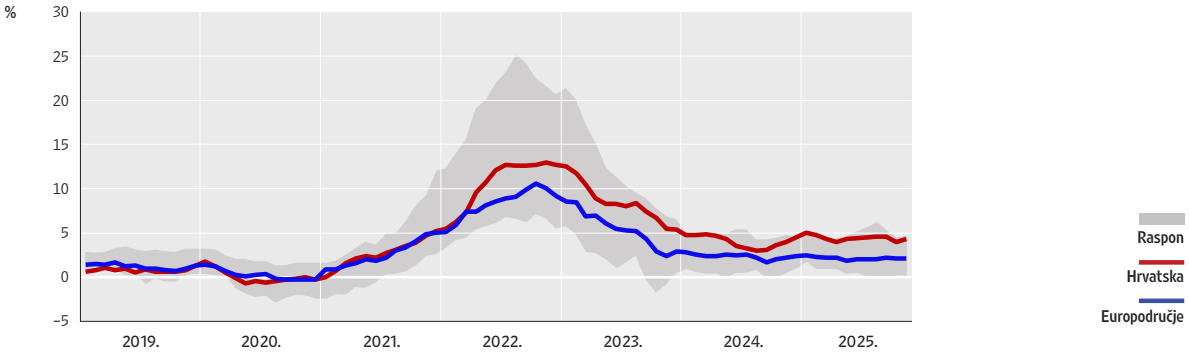
Slika 3.3.8. Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća



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

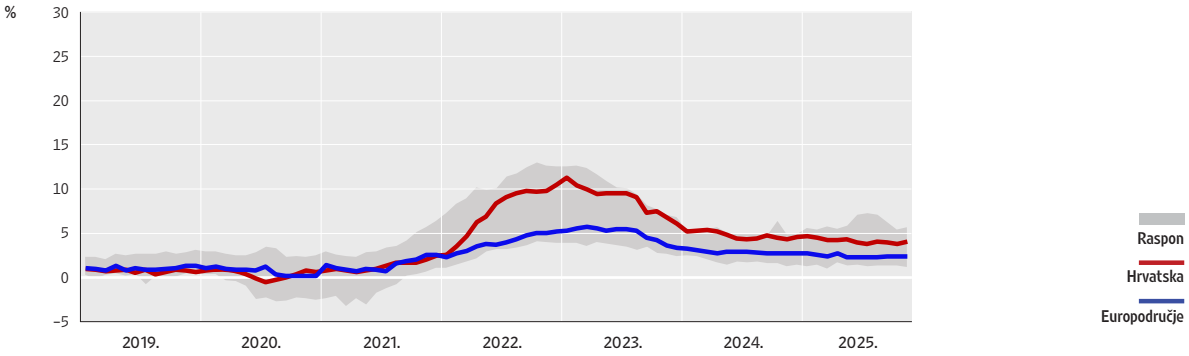
Razlika između ukupne inflacije u Hrvatskoj i na razini cijelog europodručja krajem godine bila je niža u odnosu na početak godine. Tako je u studenome 2025. ukupna inflacija u Hrvatskoj bila za 2,2 postotna boda viša od prosjeka europodručja (Slika 3.3.9.), što je za 0,3 postotna boda manje nego u siječnju 2025. godine. Temeljna inflacija u Hrvatskoj u studenome 2025. premašivala je onu na razini prosjeka europodručja za 1,7 postotnih bodova (Slika 3.3.10.), što je za 0,3 postotna boda manje nego u siječnju 2025. godine. Ipak, prosječno je u prvih jedanaest mjeseci 2025. razlika između inflacije u Hrvatskoj i na razini cijelog europodručja bila viša nego u istom razdoblju prethodne godine. Inflacijski diferencijal u studenome 2025. odražava veći doprinos cijena hrane, usluga i energije u Hrvatskoj u odnosu na prosjek europodručja. Viša inflacija u Hrvatskoj od prosjeka europodručja odražava nekoliko činitelja, uključujući snažniji gospodarski rast, potom brži rast plaća i osobne potrošnje, kasnije povlačenje energetskih potpora kućanstvima u odnosu na druge zemlje, poticajno usmjerenu fiskalnu politiku, priljev sredstava iz fondova EU-a kao i proces konvergencije cijena u Hrvatskoj prema višoj prosječnoj razini u europodručju povezan s postupnim približavanjem dohotka po glavi stanovnika prosječnoj razini cijele unije.

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

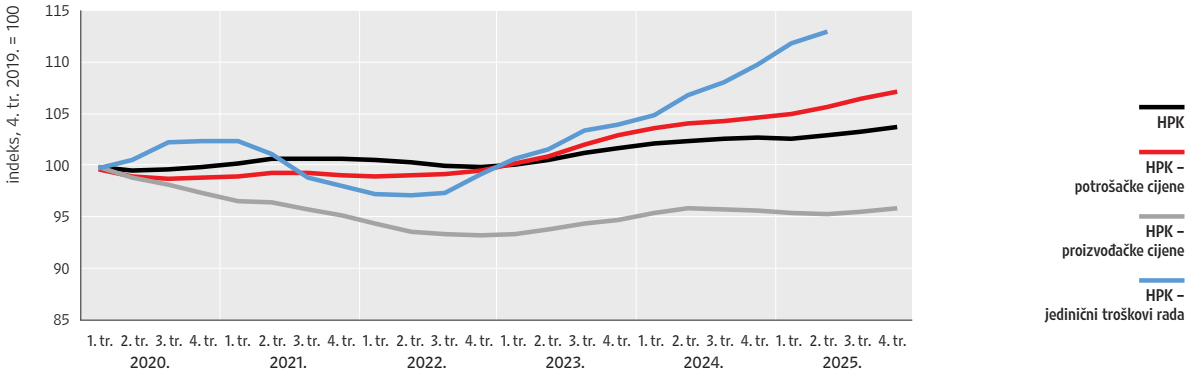


Napomena: Sivo osjenčano područje jest raspon ostvarenja pojedinih zemalja članica europodručja.
Izvor: Eurostat

3.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom

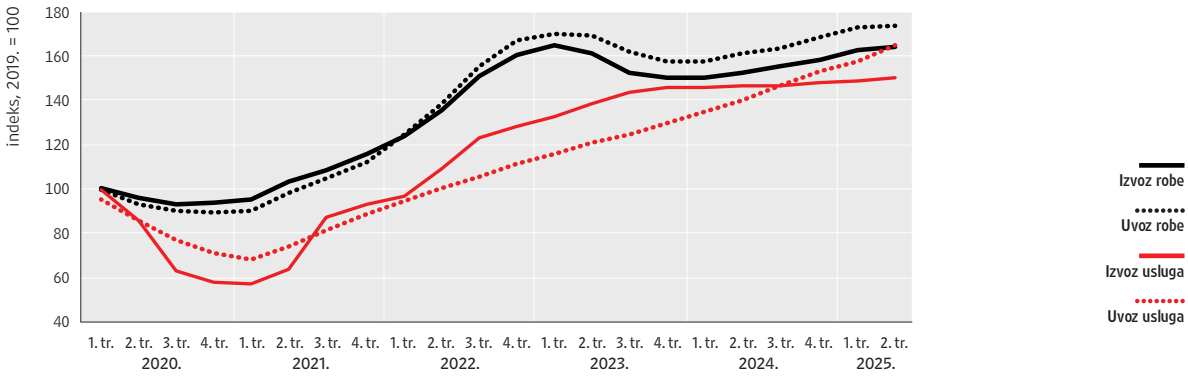
Većina pokazatelja upućuje na nastavak postupnog pogoršavanja konkurentnosti hrvatskoga gospodarstva u odnosu na glavne trgovinske partnere tijekom 2025. godine. Pokazatelj troškovne konkurentnosti koji uzima u obzir relativne promjene jediničnih troškova rada u Hrvatskoj u odnosu na trgovinske partnere (HPK-ULC) nastavio se osobito snažno pogoršavati odražavajući nastavak snažnog rasta plaća koji znatno nadmašuje rast produktivnosti, nastavljajući tendenciju započetu još sredinom 2022. godine (Slika 3.4.1.). Takav izraženi rast plaća utjecao je i na to da je ovaj troškovni pokazatelj konkurentnosti početkom ove godine premašio svoj dugoročni prosjek, čime je dokinut dugoročniji trend slabijeg rasta troškova rada u odnosu na konkurente, koji je u domaćem gospodarstvu započeo nakon izbijanja globalne financijske krize. Osim troškovne konkurentnosti hrvatskoga gospodarstva, nastavilo se i nepovoljno kretanje pokazatelja cjenovne konkurentnosti deflacioniranog relativnim potrošačkim cijenama (HPK-CPI), koji se nalazi iznad svoga dugoročnog prosjeka još od sredine 2023., pri čemu je intenzitet njegova pogoršavanja donekle ojačao u drugom dijelu 2025. godine. Istodobno se pokazatelj deflacioniran proizvođačkim cijenama (HPK-PPI), koje su u većoj mjeri pod utjecajem kretanja cijena s vanjskih tržišta, stabilizirao ispod pretpandemijskih razina, te se tako i nadalje nalazi ispod svoga dugoročnog prosjeka.

Slika 3.4.1. Harmonizirani pokazatelji konkurentnosti



Napomena: Porast pokazatelja označuje aprecijaciju. Serije su prikazane kao pomični prosjek četiriju tromjesečja. Podatak za četvrto tromjesečje 2025. odnosi se na listopad.
Izvor: HNB

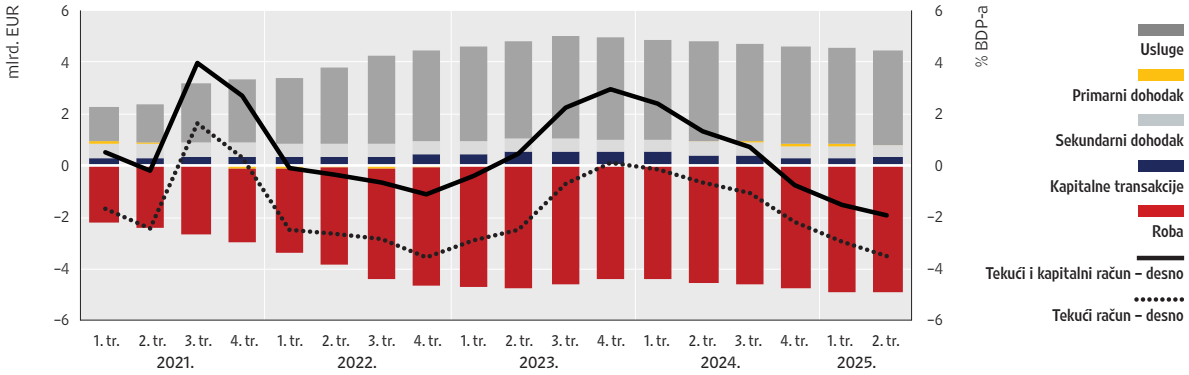
Slika 3.4.2. Izvoz i uvoz robe i usluga



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

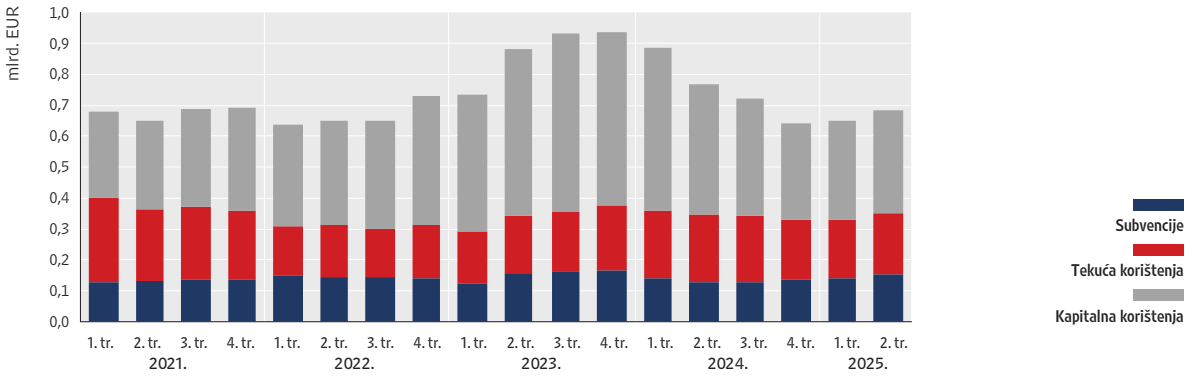
Pogoršanje cjenovne i troškovne konkurentnosti domaćega gospodarstva odražava se i na razmjenu s inozemstvom, poglavito u segmentu usluga. Prema podacima iz platne bilance izvoz usluga zabilježio je u prvom polugodištu 2025. skroman godišnji rast od samo 3,2%, što je, uz relativno prigušen nominalni rast izvoza turističkih usluga (5,9%), bilo određeno padom izvoza usluga oplemenjivanja robe i izvoza usluga povezanih s prijevozom. Istodobno je nominalni uvoz usluga porastao za 17,2%, u čemu najviše turistička potrošnja rezidenata u inozemstvu te potom rashodi za ostale usluge, što je rezultiralo primjetnim pogoršanjem salda usluga. Tako se pozitivan saldo usluga smanjio s 10,8% polugodišnjeg BDP-a u prvom polugodištu 2024. na 9,3% polugodišnjeg BDP-a u prvom polugodištu 2025. (Slika 3.4.3.), a dostupni podaci iz nacionalnih računa upućuju na nastavak pogoršavanja salda usluga i u trećem tromjesečju. Kada je riječ o robnome izvozu, godišnji se rast robnog izvoza postupno ubrzavao tijekom 2024. godine, dosegnuvši 7,9% u posljednjem tromjesečju, a u prvoj se polovini 2025. donekle usporio i iznosio je 7,3%. Istodobno se rast robnog uvoza usporio s 12,6%, koliko je iznosio krajem 2024., na 6,4% u prvih šest mjeseci 2025. Posljedično se vanjskotrgovinski manjak u prvom polugodištu 2025. povećao za 5,6%, ali se zbog malo bržeg rasta bruto domaćeg proizvoda njegov udio u BDP-u donekle smanjio na 24,5%.

Slika 3.4.3. Platna bilanca



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

Slika 3.4.4. Korištenje fondova EU-a



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

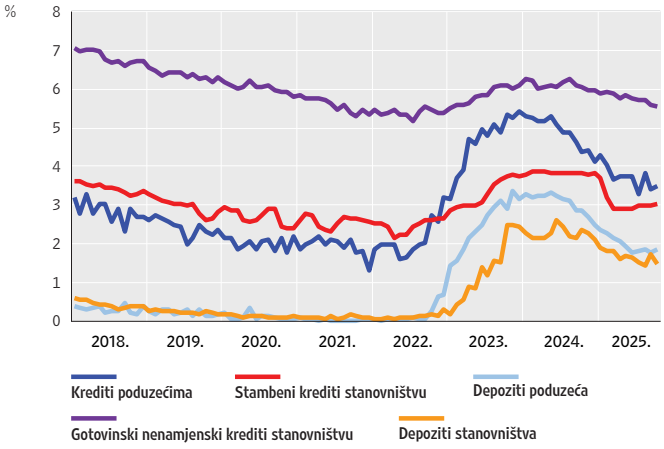
Opisana kretanja u razmjeni robe i usluga rezultirala su pogoršanjem ukupnog salda tekućega i kapitalnog računa platne bilance u prvom polugodištu 2025. godine. Nakon što se saldo na tekućem i kapitalnom računu smanjio s 2,9% BDP-a na kraju 2023. na –0,8% BDP-a u cijeloj 2024. godini, u drugom polugodištu 2024. i prvom polugodištu 2025. ostvaren je kumulativni manjak od –1,9% BDP-a (Slika 3.4.3.). Korištenja fondova EU-a u prvoj polovini 2025. bila su na sličnim razinama kao u istom razdoblju prethodne godine, no i nadalje vidljivo ispod razina iz 2023. s obzirom na to da je ta godina bila posljednja u kojoj su korištena sredstva iz prethodne financijske perspektive (za razdoblje od 2014. do 2020.) kao i sredstva iz Europskog fonda solidarnosti namijenjenog obnovi nakon potresa (Slika 3.4.4.).

U skladu s ostvarenim manjkom na tekućem i kapitalnom računu, na financijskom je računu platne bilance Hrvatske u prvom polugodištu 2025. zabilježen priljev kapitala. Saldo na financijskom računu platne bilance (razlika između ukupno stečene imovine i ukupno preuzetih obveza) u prvom je polugodištu 2025. iznosio –5 mlrd. EUR. To je u prvom redu rezultat novostečenih neto obveza kod izravnih i ostalih ulaganja od 1 odnosno 6,2 mlrd. EUR. Nasuprot tome, pozitivan saldo računa portfeljnih ulaganja rezultat je povećanja domaće neto imovine za 2,3 mlrd. EUR, ponajviše zbog rasta ulaganja domaćega financijskog sustava u inozemne dužničke papire.

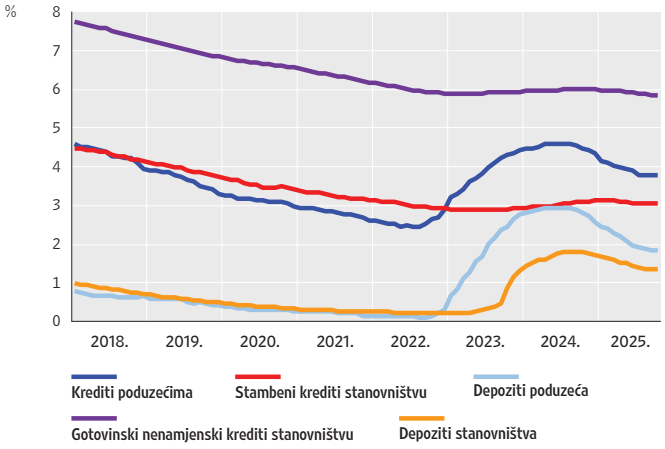
3.5. Bankovni sustav

Prijenos smanjenja ključnih kamatnih stopa ESB-a na kamatne stope na kredite poduzećima i stanovništvu u Hrvatskoj postupno jenjava u drugoj polovini 2025., pri čemu se intenzitet prijenosa razlikuje među vrstama kredita. Prosječna kamatna stopa na novoodobrene kredite nefinancijskim poduzećima u listopadu 2025. iznosila je 3,5%, što je za 28 baznih bodova (b. b.) manje u odnosu na lipanj 2025. i za 195 baznih bodova manje u odnosu na prosinac 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 budući da je oko 60% novoodobrenih kredita poduzećima vezano uz taj referentni parametar, a u nešto manjoj mjeri i smanjenje prosječne fiksne kamatne stope uz koju je odobreno oko 40% novih kredita poduzećima. Postupno i blago smanjile su se i prosječne kamatne stope na postojeće kredite poduzećima, a u listopadu su iznosile 3,8% (Slika 3.5.2.). Kod stanovništva prosječna kamatna stopa na novoodobrene gotovinske nenamjenske kredite smanjila se od lipnja do listopada 2025. za 23 b. b., na 5,5%, a istodobno kamatna stopa na stambene kredite povećala se za 9 b. b., na 3,0%. 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. Kamatne stope na stambene kredite ustalile su se tijekom drugog tromjesečja na dosegnutoj nižoj razini, a nakon lipnja neznatno su se povećale. U odnosu na najvišu razinu iz travnja 2024., prosječna kamatna stopa na novougovorene stambene kredite u listopadu 2025. bila je niža za 86 b. b., a na gotovinske nenamjenske kredite za 74 b. b. 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

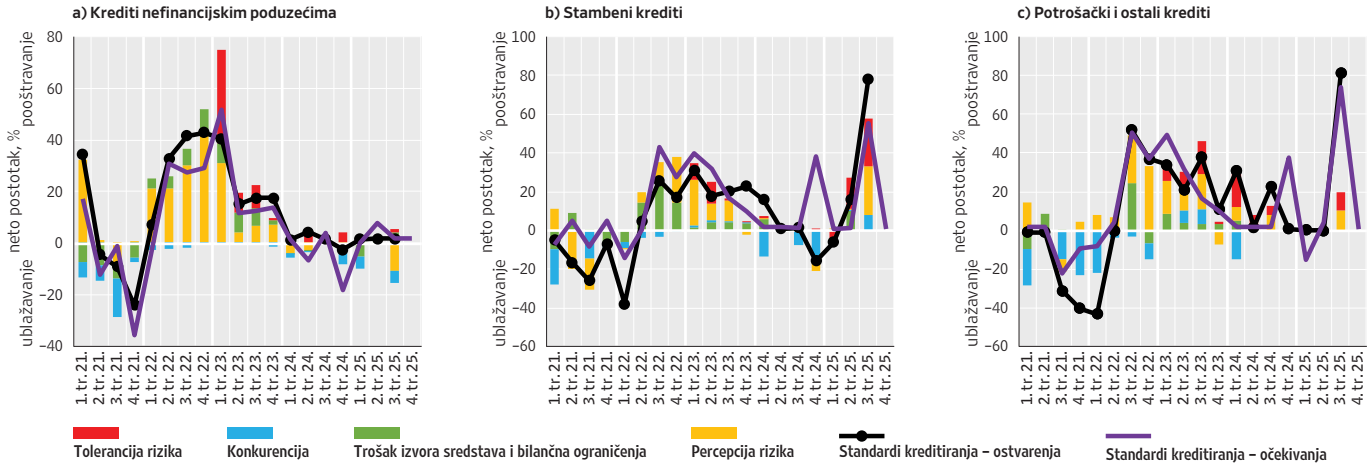
Kamatne stope na oročene depozite poduzeća nisu se bitno promijenile u drugoj polovini 2025. godine, dok su se one na oročene depozite stanovništva blago smanjile. Nakon što su se kontinuirano smanjivale u drugoj polovini 2024. i prvoj polovini 2025., kamatne stope na prvi put oročene depozite poduzeća ustalile su se na nižoj razini. Prosječna kamatna stopa na prvi put oročene depozite poduzeća u listopadu je iznosila 1,9%, što je za 9 b. b. više nego u lipnju (Slika 3.5.1.).

Kamatne stope na oročene depozite stanovništva od lipnja do listopada 2025. smanjile su se za 18 b. b., na razinu od 1,5%.

Prema rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka za treće tromjesečje 2025. standardi kreditiranja poduzeća nisu se promijenili u odnosu na prethodno tromjesečje, a istodobno standardi odobravanja kredita stanovništvu snažno su se pooštrili. Standardi odobravanja kredita poduzećima nisu se znatnije mijenjali još od početka 2024. (Slika 3.5.3.). S druge strane, nakon što su bili gotovo nepromijenjeni u prvoj polovini 2025., standardi odobravanja kredita stanovništvu snažno su se postrožili u trećem tromjesečju 2025., što je bilo u skladu s očekivanjima banaka iz prethodnog kruga ankete. Banke su među činiteljima pooštravanja, uz uvođenje makrobonitetnih mjera HNB-a kojima su od 1. srpnja ograničeni kriteriji kreditiranja stanovništva, navele i viši percipirani rizik te nižu toleranciju rizika. U posljednjem tromjesečju 2025. banke očekuju nepromijenjene standarde odobravanja stambenih te potrošačkih i ostalih kredita stanovništvu kao i kredita poduzećima.

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

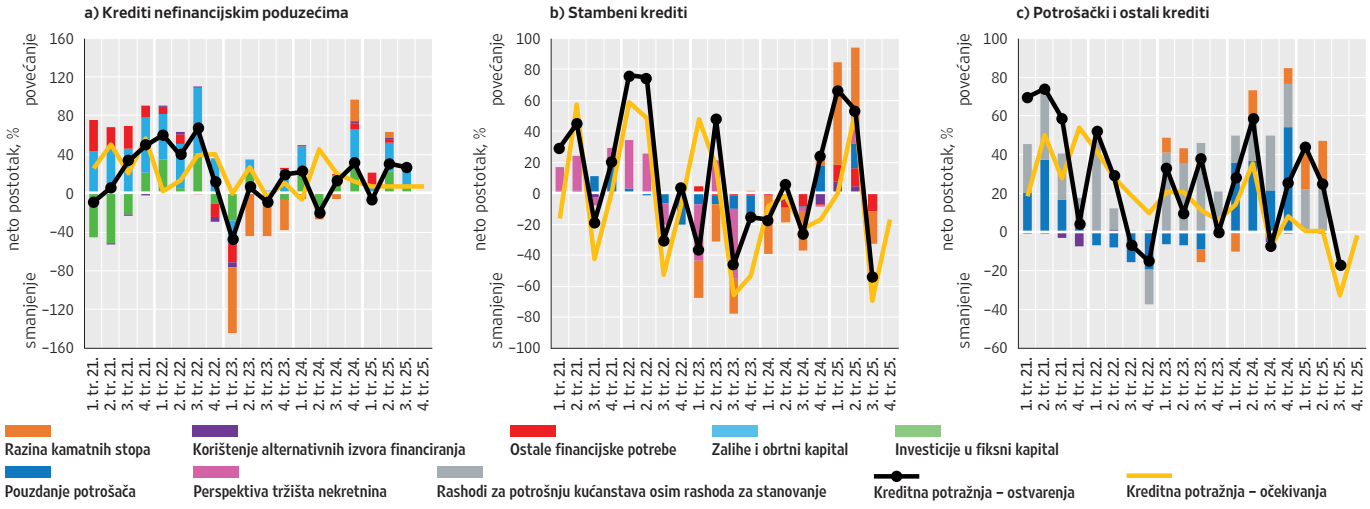
Napomena: "Tolerancija rizika" uvedena je u prvom tromjesečju 2023., a odražava toleranciju banke na rizik koju primjenjuje u svojoj politici kreditiranja i može se mijenjati ovisno o promjenama temeljne poslovne strategije banke. "Trošak izvora sredstava i bilančna ograničenja" jesu nevagani prosjek "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

Potražnja poduzeća za kreditima nastavila se povećavati, a potražnja za stambenim i potrošačkim i ostalim kreditima smanjila se. Potražnja poduzeća za kreditima nastavila se povećavati snažnije od očekivanja, ponajprije zbog veće potrebe poduzeća za financiranjem zaliha i obrtnoga kapitala te investicija (Slika 3.5.4.). Trend rasta potražnje za kreditima stanovništvu, primjetljiv od kraja prošle godine, prekinut je u trećem tromjesečju 2025., što je djelomice potaknuto završetkom promotivnih ponuda kamatnih stopa banaka iz prve polovine godine. Usto, banke ocjenjuju

da je na smanjenje potražnje utjecalo uvođenje makrobonitetnih mjera. U četvrtom tromjesečju 2025. banke očekuju nastavak smanjivanja potražnje za stambenim kreditima i nepromijenjenu potražnju za potrošačkim i ostalim kreditima, dok se za kredite poduzećima očekuje nastavak rasta potražnje.

Slika 3.5.4. Anketa o kreditnoj aktivnosti banaka

promjena potražnje i doprinos činitelja



Napomena: "Razina kamatnih stopa" uvedena je u prvom tromjesečju 2023. "Ostale financijske potrebe" 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

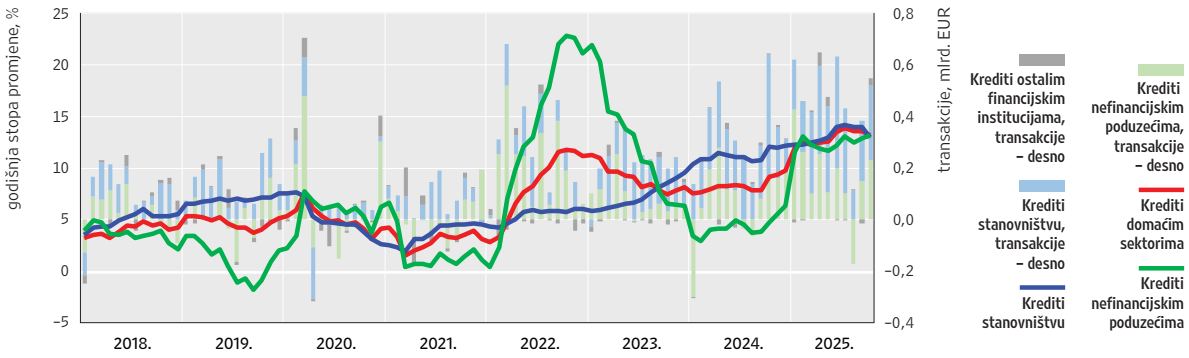
Napomena: "Razina kamatnih stopa" uvedena je u prvom tromjesečju 2023. "Ostale financijske potrebe" jesu nevagani prosjek "refinanciranja/restrukturiranja duga i ponovnog ugovaranja duga" i "regulatornog i fiskalnog režima tržišta nekretnina". "Korištenje alternativnih izvora financiranja" jest nevagani 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

Rast kredita poduzećima usporio se u razdoblju od srpnja do listopada kao i rast kredita stanovništvu koji je pod utjecajem makrobonitetnih mjera uvedenih u srpnju. Krediti stanovništvu u razdoblju od srpnja do listopada 2025. porasli su za 1,0 mlrd. EUR, od čega se 0,6 mlrd. EUR odnosi na stambene kredite, a 0,3 mlrd. EUR na gotovinske nenamjenske kredite. Tromjesečni rast stambenih kredita usporio se s 5,2% u lipnju na 2,7% u listopadu, a gotovinski nenamjenski krediti usporili su se nešto snažnije, s 4,0% na 2,0%. Usporavanje rasta stambenih kredita bilo je blaže, djelomice i zbog odgođene isplate kredita ugovorenih prije srpnja. Slabljenje se postupno odrazilo i na godišnje podatke, pri čemu su se krediti stanovništvu usporili s 14,0% u lipnju na 12,9% u listopadu i odražavaju ponajprije slabiji rast gotovinskih nenamjenskih kredita (15,0% prema 12,2%). Istodobno se godišnja stopa rasta stambenih kredita čak dodatno ubrzala, s 13,1% u lipnju na 14,8% u listopadu. Krediti poduzećima u istom su promatranom razdoblju porasli za 0,3 mlrd. EUR i na tromjesečnoj su se razini usporili s 3,4% u lipnju na 1,2% u listopadu. Znatno slabiji rast kredita rasprostranjen je po djelatnostima i namjeni, a vidljiv je i nakon što se isključi učinak većih transakcija isplata i otplata kredita zabilježenih tijekom posljednjih godinu dana. Na godišnjoj se razini rast kredita poduzećima u listopadu ubrzao na 13,2%, s 12,2% u lipnju (Slika 3.5.5.) zbog snažnijeg rasta kredita od srpnja do listopada ove godine u odnosu na isto razdoblje lani, dok je zamah kredita poduzećima oslabio s 10,1% u lipnju na 5,0% u listopadu (Slika 3.5.6.).

Slika 3.5.5. Krediti

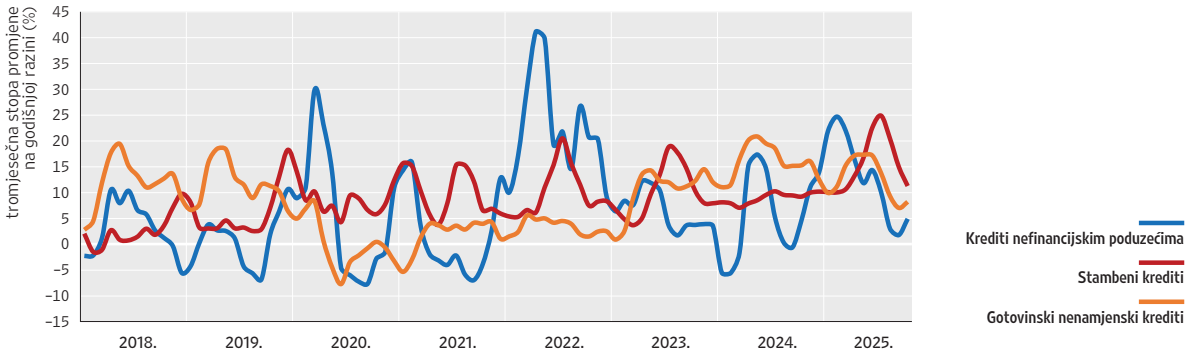
transakcije i godišnje stope promjene
na osnovi transakcija



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

Slika 3.5.6. Moment (zamah) kredita poduzećima i stanovništvu

na osnovi transakcija

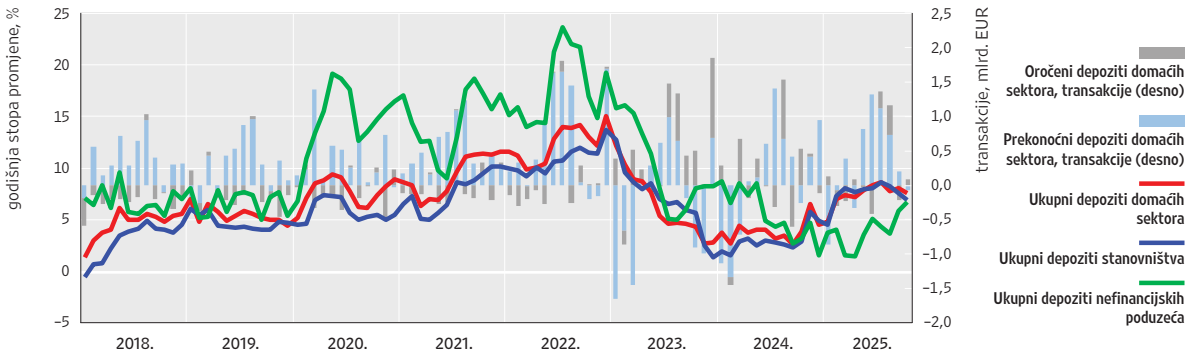


Napomena: Zamah je kratkoročni pokazatelj kreditne aktivnosti koji odražava promjenu kredita u posljednja tri mjeseca u odnosu na prethodna tri mjeseca, izražen na godišnjoj razini.
Izvori: HNB; izračuni HNB-a

Ukupni depoziti domaćih sektora (bez opće države) porasli su od srpnja do listopada 2025. za 2,5 mlrd. EUR, što je nešto slabiji rast u odnosu na isto razdoblje lani. Povećanju depozita najviše je pridonijelo povećanje neto inozemne aktive monetarnih institucija zbog znatnih sezonskih priljeva sredstava u kreditne institucije povezanih s turističkim prihodima, a porasla su i potraživanja od domaćih sektora. Gotovo 80% (2,0 mlrd. EUR) porasta ukupnih depozita odnosi se na prekonoćne depozite, pri čemu su kućanstva povećala stanje svojih prekonoćnih depozita za 1,3 mlrd. EUR, a poduzeća za 0,6 mlrd. EUR (Slika 3.5.7.). Oročeni depoziti također su porasli, za 0,5 mlrd. EUR, i to isključivo kao odraz povećanja oročenih depozita poduzeća (0,7 mlrd. EUR), dok su ih kućanstva smanjila za 0,2 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 nešto nižima od 30% (Slika 3.5.8.).

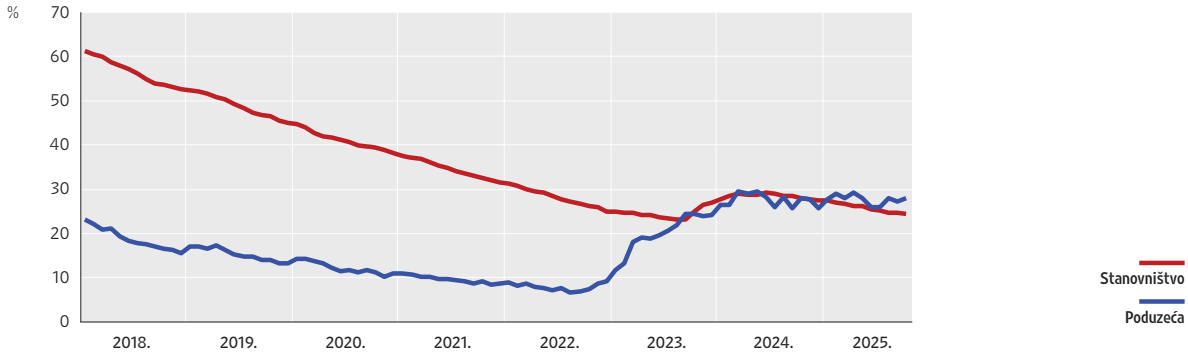
Slika 3.5.7. Depoziti

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

4. Projekcije za Hrvatsku

4.1. Temeljne pretpostavke

Prosinačka projekcija HNB-a temelji se na blago poboljšanim očekivanjima za globalno gospodarstvo zbog manjeg utjecaja geopolitičke nestabilnosti od očekivanog i smanjenja neizvjesnosti glede trgovinske politike.[19] Očekivanja u vezi s globalnim rastom u 2025., uz snažniji očekivani rast u SAD-u i Kini, odražavaju otpornost gospodarske aktivnosti u prvoj polovini godine kao i bolja ostvarenja od očekivanih, osobito u nekim velikim zemljama u razvoju poput Indije, Egipta i Turske. Kao posljedica toga, rast globalne trgovine u 2025. i 2026. u odnosu na prethodnu projekciju revidiran je naviše, ali u 2026. godini i dalje se očekuje njegovo slabljenje zbog iščezavanja povoljnih učinaka povećanja trgovine i zaliha nakon eskalacije trgovinske neizvjesnosti te pune materijalizacije nepovoljnih učinaka povećanih carina.

Očekivane cijene energenata revidirane su naniže. Dok niže cijene nafte odražavaju i recentni višak ponude na tržištu, cijene ostalih energenata odražavaju očekivani utjecaj faktora na strani potražnje, uključujući povijesno nisku razinu potrošnje plina u Europi i slabiju potražnju na trećim tržištima. Tako bi se cijene sirove nafte u 2026. godini prema tržišnim očekivanjima mogle kretati oko 62,5 USD za barel, što je za 2,7 USD za barel (oko 4%) manje u odnosu na projekciju iz rujna, a što je istodobno znatno niže od prosječne razine u 2025. koja bi trebala iznositi oko 69,2 USD za barel. Za 2026. godinu projicirane su i niže cijene električne energije i prirodnog plina nego u prethodnoj projekciji, i to električne energije za oko 3,7%, a plina za oko 10%. U skladu s terminskim ugovorima pretpostavlja se i nastavak pada cijena do kraja projekcijskog horizonta. S druge strane, u projekcijskom razdoblju očekuje se nešto manje izražen pad cijena ostalih sirovina, u skladu sa snažnijim očekivanim rastom globalne aktivnosti.

Očekivanja glede gospodarskog rasta u europodručju blago su revidirana naviše u odnosu na projekciju iz rujna, a očekivana inflacija u 2025. ostaje nepromijenjena. Ocijenjeni gospodarski rast europodručja u 2025. iznosi 1,4%, za 0,2 p. b. više u odnosu na prethodnu projekciju. Rast u 2026. također je revidiran naviše za 0,2 p. b. Revidirana projekcija za 2025. rezultat je otpornosti gospodarstva europodručja u kontekstu rastućih globalnih izazova. Rast u europodručju i dalje je podržan domaćom potražnjom, uz otpornost tržišta rada, a očekuje se da će u projekcijskom horizontu rast podržati i povoljniji uvjeti financiranja, potaknuti odgođenim učincima spuštanja ključnih kamatnih stopa u razdoblju do lipnja 2025. kao i najavljeni rast ulaganja u obranu i infrastrukturu. Inflacija bi se pritom u iduće dvije godine mogla privremeno spustiti ispod ciljane razine u kontekstu pada cijena energenata, usporavanja rasta cijena hrane i slabljenja pritisaka na tržištu rada, a usporavanju pridonosi i aprecijacija tečaja eura. Rizici za gospodarski rast i za inflaciju proizlaze poglavito iz neizvjesnosti vezane uz učinke carina i geopolitičko okružje.

19 Vanjske i tehničke pretpostavke projekcije preuzete su od ESB-a i zaključene su 28. studenoga 2025.

Tablica 4.1.1. Pretpostavke projekcije o međunarodnom okružju i cijenama sirovina

		Tekuća projekcija			Odstupanja od prethodne projekcije		
		2025.	2026.	2027.	2025.	2026.	2027.
Međunarodno okružje							
Globalni gospodarski rast (isklj. EA)		3,5	3,3	3,3	0,1	0,2	0,1
SAD		1,9	2,0	2,0	0,3	0,3	−0,2
Kina		5,0	4,6	4,2	0,2	0,6	0,4
Globalna trgovina		4,4	2,0	3,1	1,5	0,4	0,0
Inozemna potražnja (EA)		3,8	1,9	3,1	1,0	0,4	0,0
Inozemna potražnja (HR)		3,0	2,8	3,3	0,7	0,4	0,1
Cijene sirovina							
Cijene nafte	USD	69,2	62,5	62,6	−0,5	−2,7	−2,5
Cijene struje	EUR/MWh	83,9	75,0	73,7	−0,7	−2,8	0,5
Cijene plina	EUR/MWh	36,5	29,6	27,5	−0,8	−3,2	−2,2
Cijene sirovina (isklj. energente), % promjene	USD	5,7	0,1	0,5	0,9	1,1	−0,4
cijene prehrambenih sirovina	USD	9,9	−6,5	−2,2	0,6	0,2	0,1
cijene ostalih sirovina	USD	2,7	5,2	2,5	1,1	1,7	−0,8
Europodručje							
Gospodarski rast		1,4	1,2	1,4	0,2	0,2	0,1
Inflacija		2,1	1,9	1,8	0,0	0,2	−0,1

Napomena: Pretpostavke za izradu projekcije odnose se na projekcijski ciklus ESB-a iz prosinca (*December 2025 BMPE*), a zaključene su 28. studenoga 2025.
Izvor: ESB

4.2. Projekcije makroekonomskih varijabla

Rast realnog BDP-a mogao bi ostati razmjerno snažan, ali očekuje se postupno usporavanje njegove dinamike. Domaća potražnja i dalje bi mogla biti glavni generator rasta, no očekuje se usporavanje rasta realnih dohodaka te manje poticajna fiskalna politika, pa bi se i doprinos osobne i državne potrošnje te investicija mogao smanjiti u odnosu na visoke razine u protekle dvije godine. S druge strane, s obzirom na to da se negativni učinci geopolitičkih napetosti i povećanje američkih carina na proizvode iz EU-a nisu znatnije odrazili na globalna gospodarska kretanja i kretanja u europodručju, i dalje se očekuje jačanje vanjske potražnje, što bi trebalo povoljno djelovati i na hrvatski robni izvoz. Međutim, izvoz usluga mogao bi ostati razmjerno prigušen zbog već dosegnute visoke razine cijena i oslabljene cjenovne konkurentnosti hrvatskog turizma.

Realna će se aktivnost u 2025. usporiti, ali uz daljnji relativno snažan rast od 3,0% u 2025. godini. Pritom realnu aktivnost i dalje podupire snažna domaća potražnja. Ipak, čini se da su potrošači sve oprezniji, zbog čega je rast osobne potrošnje osjetno oslabio u odnosu na 2024. i podbacio u odnosu na očekivanja iz rujanske projekcije, a stopa štednje vidljivo je porasla. Slabljenje osobne potrošnje djelomično je rezultat i mjera HNB-a o ograničavanju kriterija kreditiranja potrošača koje su stupile na snagu u srpnju. S druge strane, nakon usporavanja u protekloj godini, rast će se investicija ponovno ubrzati u 2025. Pritom se očekuje snažan rast i privatnih investicija, koje su se pokazale razmjerno otpornima na povišene razine neizvjesnosti, ali i javnih investicija. Ukupan je izvoz i dalje prigušen zbog lošijih turističkih ostvarenja, a robni izvoz trebao bi i dalje rasti. Zbog razmjerno snažne domaće potražnje očekuje se znatno jači rast uvoza od izvoza pa bi doprinos neto izvoza rastu mogao i u 2025. biti negativan.

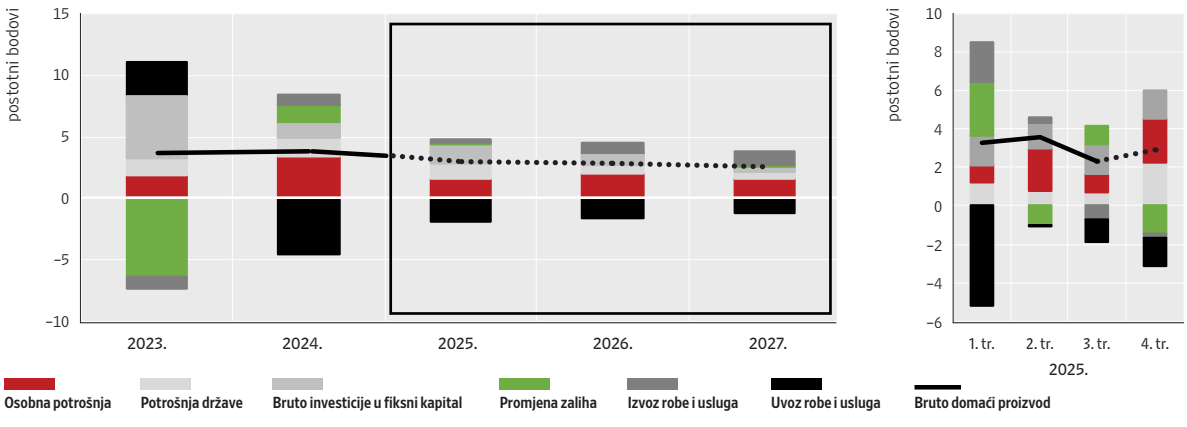
Tablica 4.2.1. Projekcije ključnih makroekonomskih varijabla

godišnje stope rasta

	2024.	2025.	2026.	2027.
Realni BDP	**3,8**	**3,0**	**2,8**	**2,6**
Osobna potrošnja	5,9	2,8	3,6	2,8
Potrošnja države	7,3	5,3	2,7	2,4
Investicije u kapital	5,3	5,9	3,9	1,7
Izvoz robe i usluga	1,6	0,5	1,5	2,3
Uvoz robe i usluga	8,4	3,4	3,1	2,3
Doprinosi rastu BDP-a[1]				
Domaća potražnja	6,3	4,3	3,7	2,6
Izvoz robe i usluga	0,8	0,3	0,7	1,1
Uvoz robe i usluga	−4,6	−1,8	−1,7	−1,2
Zalihe	1,3	−0,3	0,1	0,0
Tržište rada				
Promjena zaposlenosti	3,3	2,6	1,8	1,4
Stopa nezaposlenosti (ILO)[2]	5,0	4,8	4,6	4,4
Nominalna bruto plaća	15,0	10,0	6,0	4,5
Realna bruto plaća	11,7	6,0	2,8	2,1
Inflacija (HIPC)				
Ukupno	**4,0**	**4,4**	**3,4**	**2,4**
HIPC bez energije i hrane	4,8	4,1	3,2	2,5
Hrana	4,4	5,4	3,4	2,7
Energija	−0,3	3,4	4,6	1,0
Inflacija (IPC)	**3,0**	**3,7**	**3,1**	**2,3**

[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

Slika 4.2.1. BDP i sastavnice BDP-a, doprinosi



Izvori: DZS; ocjene i projekcije HNB-a

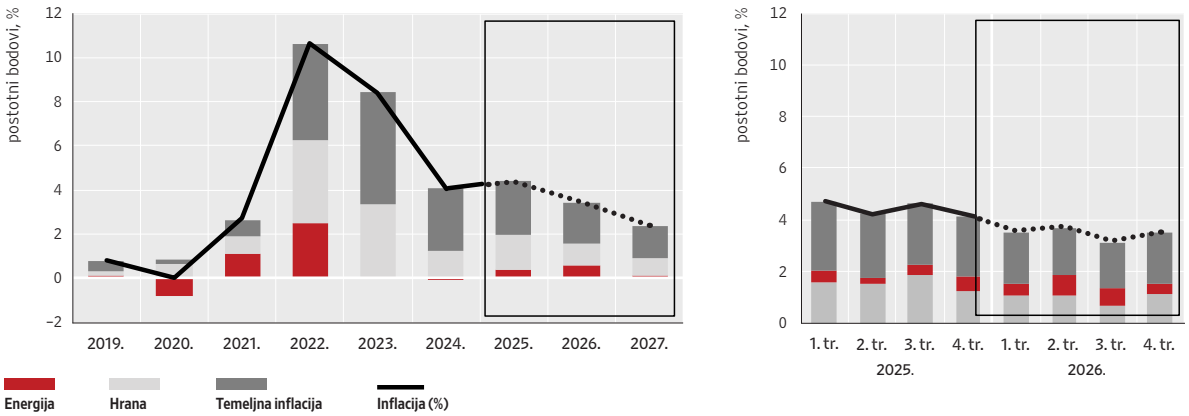
U 2026. i 2027. godini očekuje se nastavak usporavanja rasta hrvatskoga gospodarstva. U 2026. i dalje se očekuje relativno snažan rast gospodarske aktivnosti u visini od oko 2,8%. Očekuje se da će rast i dalje podupirati relativno snažna domaća potražnja, u skladu s očekivanim visokim iznosima korištenih sredstava iz fondova EU-a, a očekuje se i postupno jačanje vanjske potražnje. Takva očekivanja impliciraju usporavanje rasta gospodarske aktivnosti s obzirom na to da se očekuju manje poticajna fiskalna politika i sporiji rast realnih dohodaka kao odraz postupnog usporavanja rasta zaposlenosti i plaća. Unatoč slabijem rastu realnih dohodaka, godišnja bi stopa rasta osobne potrošnje ipak mogla ojačati, no to je rezultat baznih učinaka povezanih s prigušenom osobnom potrošnjom u dijelu 2025. godine, a osobito tijekom bojkota maloprodajnih lanaca na samom početku godine kao i tijekom ljetnih mjeseci. U 2027. očekuje se nastavak usporavanja rasta, na 2,6%, što prije svega odražava prestanak korištenja fondova iz Mehanizma za oporavak i otpornost koji se mogu koristiti do kraja 2026. godine, dok bi korištenje fondova iz tekuće financijske omotnice trebalo tek postupno jačati. Navedeno bi moglo rezultirati znatnim usporavanjem ukupnih investicija u 2027., i to poglavito zbog smanjenja investicija javnog sektora. Prema kraju projekcijskog razdoblja doprinos bi neto izvoza realnom rastu mogao postati gotovo neutralan, nakon što je u protekle tri godine bio vidljivo negativan.

Rizici vezani uz središnju projekciju realnog rasta Hrvatske čine se uravnoteženima. S obzirom na geopolitičke napetosti i mogućnost njihove eskalacije, globalna gospodarska kretanja te kretanja cijena sirovina i energenata i nadalje su vrlo neizvjesna. To uključuje i moguće uvođenje novih oblika protekcionističkih mjera, što bi moglo imati negativan utjecaj i na hrvatski robni izvoz, i to uvelike zbog smanjene vanjske potražnje hrvatskih glavnih vanjskotrgovinskih partnera. Dodatan negativan rizik proizlazi iz mogućega snažnijeg rasta cijena turističkih usluga od onoga predviđenog osnovnim scenarijem, što bi moglo dodatno pogoršati cjenovnu konkurentnost u odnosu na mediteranske konkurente i rezultirati slabijom inozemnom potražnjom i nižim neto izvozom usluga. Osim toga, projicirani rast investicija uvelike će ovisiti o sposobnosti ponajprije javnog, ali i privatnog sektora, da uspješno iskoriste raspoloživa sredstva iz fondova EU-a. S druge strane, u slučaju smirivanja geopolitičkih napetosti kretanje vanjske potražnje moglo bi biti bolje od očekivanja i povoljno djelovati na izvoz robe. Također, pouzdanje potrošača moglo bi ojačati, zbog čega bi stopa štednje kućanstava, koja se trenutačno projicira iznad pretpandemijskih razina, mogla biti niža i time dodatno potaknuti rast osobne potrošnje.

Nakon privremenog porasta prosječne godišnje stope ukupne inflacije u 2025. zbog cijena energije i hrane, u iduće dvije godine očekuje se njezino ponovno usporavanje, dok bi se temeljna inflacija mogla nastaviti kontinuirano smanjivati duž cijeloga projekcijskog horizonta. Ocijenjeni porast prosječne godišnje stope ukupne inflacije (mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena) s 4,0% u 2024. na 4,4% u 2025. godini (**Slika 4.2.2.**) rezultat je povlačenja fiskalnih mjera, odnosno rasta administrativno reguliranih cijena plina, električne i toplinske energije te bržeg rasta cijena hrane, što je djelomice ublaženo daljnjim usporavanjem temeljne inflacije. Ipak, promatra li se unutargodišnja dinamika, inflacija na kraju 2025. trebala bi biti manja nego početkom godine. U 2026. godini očekivani nastavak usporavanja temeljne inflacije kao i usporavanje godišnjeg rasta cijena hrane trebali bi djelovati na usporavanje ukupne inflacije na 3,4%. Nasuprot tome, inflacija cijena energije mogla bi se u 2026. dodatno povećati zbog daljnjeg rasta administrativno reguliranih cijena plina, električne i toplinske energije. Prognozirano

usporavanje ukupne inflacije na 2,4% u 2027. odražava sporiji godišnji rast cijena svih glavnih komponenata (energije, hrane i temeljne inflacije) u odnosu na prethodnu godinu. Na smanjivanje inflatornih pritisaka u Hrvatskoj duž projekcijskog horizonta trebali bi djelovati usporavanje rasta gospodarske aktivnosti i jediničnih troškova rada (zbog usporavanja rasta plaća i ubrzavanja rasta produktivnosti), prigušeni rast inozemne potražnje za turističkim uslugama kao i smanjivanje cijena energenata i prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu te usporavanje inflacije u glavnim vanjskotrgovinskim partnerima. Osim toga, nove makrobonitetne mjere HNB-a uvedene u srpnju 2025., kojima se nastoji ograničiti kreditno financiranje potrošnje kućanstava u svrhu očuvanja financijske stabilnosti, također bi trebale ublažiti domaće inflatorne pritiske.

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), nakon ostvarenih 4,8% u 2024. i ocijenjenih 4,1% u 2025., u 2026. mogla bi se usporiti na 3,2%. Usporavanje temeljne inflacije u 2025. poglavito odražava usporavanje godišnjeg rasta cijena industrijskih proizvoda u uvjetima niskih uvoznih pritisaka, aprecijacije eura i niske stope rasta proizvođačkih cijena proizvoda za široku potrošnju, dok se rast cijena usluga, kao druge komponente temeljne inflacije, tek blago usporio. Za razliku od toga, daljnje smanjenje temeljne inflacije u 2026. rezultat je očekivanoga izraženijeg usporavanja inflacije cijena usluga zbog slabljenja pritisaka povezanih s iznimno snažnim rastom plaća, koje su važan trošak u uslužnim djelatnostima, visoke dostignute razine cijena u restoranima i hotelima koja se nepovoljno odražava na konkurentnost domaćega turističkog sektora i ograničava prostor za njegov daljnji rast i s tim povezanoga prigušenog rasta inozemne potražnje za turističkim uslugama kao i povoljnih baznih učinaka zbog izlaska visokih mjesečnih stopa rasta ostvarenih u prethodnoj godini iz izračuna godišnje stope. Istodobno se očekuje izraženiji rast cijena industrijskih proizvoda nego u prethodnoj godini, iako bi prosječna godišnja stopa inflacije mogla još uvijek biti niža od dugoročnoga pretpandemijskog prosjeka.

Za razliku od temeljne inflacije, inflacija cijena energije nakon ubrzavanja u 2025. mogla bi se dodatno ubrzati u idućoj godini. Tako bi prosječna godišnja stopa inflacije cijena energije, nakon –0,3% u 2024. i ocijenjenih 3,4% u 2025., u 2026. mogla iznositi 4,6%. Ubrzavanje inflacije cijena energije odražava porast administrativno reguliranih cijena plina, električne i toplinske

energije. Pritom glavnina učinka na prosječnu godišnju stopu inflacije u 2025. proizlazi iz poskupljenja tih energenata krajem 2024. i početkom 2025., a novo poskupljenje uvedeno krajem 2025. i planirano za početak 2026. uglavnom utječe na prosječnu godišnju stopu inflacije cijena energije u 2026. godini. Za razliku od toga, pojeftinjenje naftnih derivata na domaćem tržištu, povezano s osjetnim padom cijena sirove nafte na svjetskom tržištu i jačanjem eura u odnosu na američki dolar, ublažava intenzitet rasta inflacije cijena energije.

Ubrzavanju ukupne inflacije u 2025. pridonose i cijene hrane, ali rast cijena hrane u 2026. mogao bi se usporiti. Inflacija cijena hrane mogla bi se ubrzati s 4,4% u 2024. na 5,4% u 2025. godini, čemu uglavnom pridonose cijene neprerađenih prehrambenih proizvoda, iako se ubrzao i rast cijena prerađenih prehrambenih proizvoda. Na brži rast cijena hrane u 2025. u odnosu na prethodnu godinu djelovao je rast cijena pojedinih prehrambenih sirovina koji se s odgodom prelijevao na domaće maloprodajne cijene u uvjetima i dalje visokih stopa rasta plaća, što je povećavalo troškove i održavalo snažnu potražnju. Ipak, tekući pritisci na cijene hrane počeli su popuštati prema kraju 2025. te se zbog pretpostavljenog smanjenja cijena prehrambenih sirovina na svjetskom i europskom tržištu, kao i daljnjeg usporavanja rasta plaća, očekuje usporavanje prosječne godišnje stope inflacije cijena hrane na 3,4% u 2026. godini.

Očekivano usporavanje ukupne inflacije na 2,4% u 2027. odražava usporavanje inflacije cijena svih glavnih komponenata. Pritom se očekuje daljnje smanjivanje temeljne inflacije zbog nastavka popuštanja domaćih inflatornih pritisaka s obzirom na prognozirano usporavanje rasta osobne potrošnje i plaća, uz manje pritiske s fiskalne strane. Osim toga, nakon ubrzavanja u prethodne dvije godine, u 2027. očekuje se usporavanje rasta cijena energije uz uvažavanje trenutačne pretpostavke kretanja cijena sirove nafte na svjetskom tržištu. Istodobno bi cijene hrane mogle rasti sporije nego prethodne dvije godine.

Inflacijski diferencijal između Hrvatske i prosjeka europodručja trebao bi se postupno smanjivati. Prema najnovijim prognozama Hrvatske narodne banke i Europske središnje banke iz prosinca 2025. razlika u prosječnoj godišnjoj stopi inflacije u Hrvatskoj i na razini prosjeka europodručja mogla bi u 2025. biti veća nego u prethodnoj godini te iznositi 2,3 postotna boda. Međutim, u nastavku projekcijskog horizonta inflacijski diferencijal mogao bi se smanjiti, i to na 1,5 postotnih bodova u 2026. i zatim na 0,6 postotnih bodova u 2027. godini, što odgovara prosječno ostvarenom dugoročnom diferencijalu iz razdoblja prije pandemije.

Prosječna godišnja stopa inflacije mjerena nacionalnim indeksom potrošačkih cijena (IPC) mogla bi se u 2025. ubrzati na 3,7%, s 3,0% u 2024., uz ponovno usporavanje u ostatku projekcijskog horizonta, na 3,1% u 2026. i 2,3% u 2027. godini. Ubrzavanje IPC-a u 2025. odražava brži rast cijena energije i hrane u odnosu na prethodnu godinu. Inflacija cijena energije i u 2026. bit će pod utjecajem rasta administrativno reguliranih cijena plina, električne i toplinske energije, ali rast cijena hrane i temeljna inflacija mogli bi se usporiti djelujući na usporavanje ukupne inflacije. Daljnje usporavanje ukupne inflacije u 2027. rezultat je očekivanog smanjivanja godišnjeg rasta cijena svih glavnih komponenata inflacije. Nakon što se razlika između harmoniziranog i nacionalnog pokazatelja inflacije znatno povećala u 2024. godini, duž projekcijskog horizonta očekuje se kontinuirano smanjivanje te razlike odnosno ponovno približavanje stope ukupne inflacije

mjerene harmoniziranim i nacionalnim pokazateljem u skladu s malim povijesnim razlikama između ta dva pokazatelja.

Rizici povezani s ostvarenjem projekcije inflacije i dalje su uravnoteženi. Inflacija bi mogla biti niža od predviđene ako gospodarski rast bude slabiji od očekivanog, zbog jačanja trgovinskih napetosti i s tim povezanim slabljenjem inozemne potražnje. Dodatni rizici naniže proizlaze iz nižih cijena sirove nafte i drugih sirovina na svjetskom tržištu zbog mogućega sporijega globalnoga gospodarskog rasta od očekivanog kao i zbog mogućeg preusmjeravanja kineskoga robnog izvoza na europsko tržište. Nadalje, izraženija aprecijacija eura ili jači prijenos na inflaciju mogli bi dodatno ublažiti uvozne inflatorne pritiske. S druge strane, inflacija bi mogla premašiti očekivanja u slučaju snažnijeg rasta plaća od trenutačno predviđenog, osobito u uvjetima robusnog i zategnutog tržišta rada. Takav razvoj događaja mogao bi rezultirati jačim i dugotrajnijim pritiscima na rast cijena, ponajprije u sektoru usluga, gdje troškovi rada čine znatan dio ukupnih troškova. Dodatni inflatorni rizici proizlaze iz povećanja geopolitičkih napetosti, što bi moglo poremetiti opskrbu energentima i drugim sirovinama na svjetskom tržištu, kao i iz nepovoljnih vremenskih uvjeta koji su rizik za višu inflaciju cijena hrane. Konačno, višoj inflaciji mogla bi pridonijeti i poticajnija fiskalna politika ako se izdvajanja za obranu povećaju iznad trenutačno očekivanih razina.

U odnosu na prethodnu projekciju HNB-a, rast realnog BDP-a Hrvatske u 2025. godini revidiran je naniže za 0,2 postotna boda (Tablica 4.2.2.), u prvom redu zbog znatno slabijih ostvarenja u trećem tromjesečju u odnosu na očekivanja. To se uglavnom odnosi na realni izvoz usluga, zbog slabijih rezultata u turizmu, te lošija ostvarenja osobne potrošnje koja upućuju na veći oprez kućanstava unatoč rastu realnog dohotka. To je djelomično ublaženo povoljnijim očekivanjima glede investicija i nižim uvozom zbog slabije agregatne potražnje. U 2026. godini rast je blago revidiran naniže (za 0,1 postotni bod), što također odražava nešto nepovoljnija očekivanja vezana uz inozemnu potražnju za turističkim uslugama i osobnu potrošnju.

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

	2024.	2025.	2026.	2027.
Realni BDP				
prosinac 2025.	3,8	3,0	2,8	2,3
rujan 2025.	3,9	3,2	2,9	
razlika (p. b.)	–0,1	–0,2	–0,1	–
Inflacija (HIPC)				
prosinac 2025.	4,0	4,4	3,4	2,4
rujan 2025.	4,0	4,2	2,8	
razlika (p. b.)		0,2	0,6	
Inflacija (IPC)				
prosinac 2025.	3,0	3,7	3,1	2,3
rujan 2025.	3,0	3,6	2,6	
razlika (p. b.)		0,2	0,5	–

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

U usporedbi s prethodnom projekcijom iz rujna 2025., prosječna godišnja stopa ukupne inflacije (HIPC) mogla bi biti viša za 0,2 postotna boda u 2025., odnosno za 0,6 postotnih bodova u 2026. godini. Revizija projekcije ukupne inflacije naviše u 2025. odražava viša recentna ostvarenja temeljne inflacije nego što se očekivalo, pri čemu je iznenadila inflacija cijena usluga naviše. Zbog viših ostvarenja inflacije u drugoj polovini 2025. u odnosu na očekivanja, što se odražava i na očekivana kretanja u idućoj godini, povećana je i projekcija inflacije za 2026. Osim toga, korekciji inflacije u 2026. naviše još veći doprinos daje snažniji rast administrativno reguliranih cijena plina, električne i toplinske energije nego što se očekivalo u projekciji iz rujna. Za razliku od toga, godišnji rast cijena hrane mogao bi biti niži nego što se očekivalo.

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

HNB
EUROSUSTAV

HNB
EUROSUSTAV

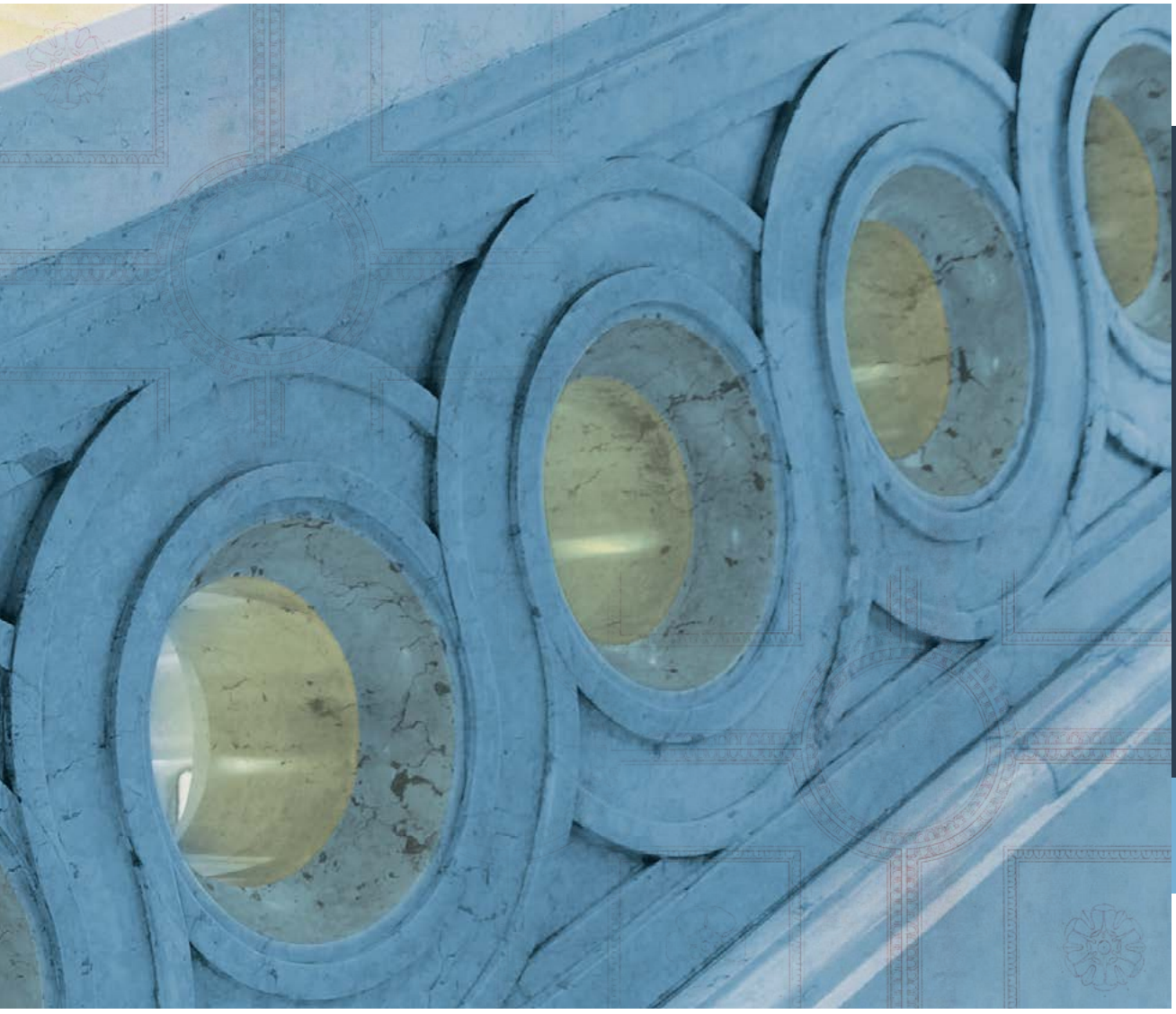
IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka
Trg hrvatskih velikana 3
10000 Zagreb

www.hnb.hr

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

Sve eventualno potrebne korekcije bit će unesene u web-verziju.

ISSN 2459-8089 (online)

ISSN 2459-8089