



HNB

EUROSUSTAV

Polugodišnja informacija

**o financijskom stanju, stupnju ostvarenja stabilnosti cijena
i provedbi monetarne politike u prvom polugodištu 2025.**

Zagreb, listopad 2025.

HRVATSKA NARODNA BANKA
EUROSUSTAV





HNB

EUROSUSTAV

Polugodišnja informacija

o financijskom stanju, stupnju ostvarenja stabilnosti
cijena i provedbi monetarne politike u prvom polugodištu 2025.

Zagreb, listopad 2025.



Sadržaj

Sažetak	2
1. Europodručje	4
1.1. Realna i cjenovna kretanja	4
1.2. Monetarna politika i financijska tržišta	7
2. Hrvatsko gospodarstvo	11
2.1. Realna kretanja	11
Okvir 1. Izdvajanje za obranu u EU-u i potencijalni makroekonomski učinci povećanja obrambenih izdataka	13
2.2. Tržište rada	20
2.3. Cjenovna kretanja	23
Okvir 2. Inflacijski diferencijal između Hrvatske i prosjeka europodručja	30
2.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom	36
2.5. Bankovni sustav	38
Okvir 3. Anketa o uvjetima financiranja malih i srednjih poduzeća	44
Okvir 4. Makrobonitetna ograničenja kriterija kreditiranja potrošača	50
3. Upravljanje financijskom imovinom	52
4. Poslovanje kreditnih institucija	54
Kratice i znakovi	61
Kratice	61
Znakovi	62

Sažetak

Hrvatsko gospodarstvo nastavilo je snažno rasti tijekom prvih šest mjeseci 2025., dok se inflacija, nakon jačanja krajem prethodne i početkom 2025. godine, postupno usporavala prema kraju polugodišta i u lipnju je bila blizu razina s kraja 2024. Rast realnog BDP-a bio je poglavito podržan snažnom domaćom potražnjom, i to u najvećoj mjeri osobnom potrošnjom. Početkom godine, zbog kratkotrajnog bojkota maloprodajnih lanaca, osobna je potrošnja oslabjela, međutim, tijekom drugog tromjesečja ponovo je bila glavni generator rasta te je više nego nadoknadila pad iz prethodnog tromjesečja. Takva kretanja odražavaju i nadalje snažno tržište rada, obilježeno nastavkom rasta zaposlenosti te i nadalje znatnim, iako sporijim povećavanjem plaća u odnosu na prošlu godinu. Rast investicijske aktivnosti također je bio snažan, dok se izvoz robe i usluga, nakon snažnog rasta početkom godine, u drugom tromjesečju spustio malo ispod razina s kraja 2024. Doprinos neto izvoza rastu bio je blago pozitivan, no uz primjetno jačanje uvoza usluga, što se može uvelike povezati s porastom putovanja rezidenata u inozemstvo, dok je uvoz robe tijekom prve polovine 2025. prosječno bio nešto manji u odnosu na kraj 2024. U okružju snažne domaće potražnje i visokog rasta plaća te učinaka povlačenja energetske potpora kućanstvima, koje je nastupilo kasnije nego u drugim članicama EU-a, inflacija mjerena harmoniziranim indeksom (HIPC) i nadalje je bila iznad prosjeka europodručja, no postupno se usporila prema kraju prve polovine godine na 4,4% zbog povoljnih baznih učinaka te relativno umjerenih tekućih pritisaka kod većine glavnih kategorija. Izrazitiji pritisci na rast cijena bili su prisutni kod cijena hrane, što je djelomice bilo uvjetovano vanjskim čimbenicima, s obzirom na to da su cijene hrane porasle i u drugim zemljama EU-a. Inflacija mjerena nacionalnim indeksom potrošačkih cijena (IPC), koji odražava rast razina cijena za hrvatske građane, imala je sličnu dinamiku kao i HIPC, ali je bila u cijelom razdoblju niža te je u lipnju iznosila 3,7%.

Upravno vijeće ESB-a tijekom prve polovine 2025. nastavilo je smanjivati ključne kamatne stope, u okolnostima postupnog spuštanja inflacije na ciljanu razinu od 2% te nastavka gospodarskog rasta. Istodobno, inflacija u europodručju znatno se usporila te je u lipnju dosegla ciljanih 2%, nakon što je u prosincu 2024. iznosila 2,4%. Gospodarstvo europodručja u prvoj se polovini godine pokazalo vrlo otpornim na povećanje američkih carina i povišenu neizvjesnost. Upravno vijeće ESB-a stoga je nastavilo postupno ublažavanje restriktivnosti monetarne politike započeto još u lipnju 2024. godine, pa je do lipnja 2025. smanjilo kamatnu stopu na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke za ukupno 200 baznih bodova na razinu od 2,0%. U takvim okolnostima uvjeti financiranja poduzeća i stanovništva u Hrvatskoj nastavili su se poboljšavati u prvoj polovini 2025., a smanjile su se i kamatne stope na oročene depozite poduzeća i stanovništva. Krediti poduzećima i stanovništvu snažno su porasli početkom 2025. godine, pri čemu se pojačano zaduživanje stanovništva odvijalo u uvjetima “akcijskih” kamatnih stopa uvedenih uoči najave novih makrobonitetnih mjera HNB-a kojima su se ograničili kriteriji kreditiranja potrošača.

Financijska imovina na dan 30. lipnja 2025. iznosila je 24.625,7 mil. EUR, od čega je imovina u eurima iznosila 22.164,8 mil. EUR (90%), a devizna imovina 2.461,0 mil. EUR (10%). Cjelokupnim eurskim portfeljem financijske imovine ostvarena je stopa povrata od 1,73% na godišnjoj razini, a dolarskim portfeljem 4,16% na godišnjoj razini.

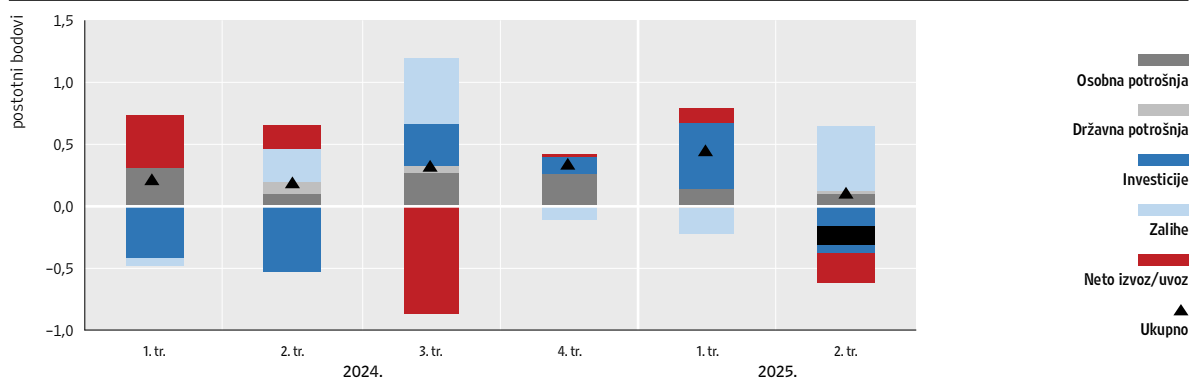
U prvom polugodištu 2025., u uvjetima stabilnih strukturnih obilježja bankovnog sustava u Republici Hrvatskoj, nastavio se rast imovine kreditnih institucija i njezino restrukturiranje. Povećanje izvora financiranja i smanjenje visokolikvidne imovine omogućili su nova ulaganja u dužničke vrijednosne papire i nastavak kreditne aktivnosti, koja je pridonijela poboljšanju pokazatelja kreditne kvalitete. Dobit kreditnih institucija, u odnosu na usporedivo razdoblje prošle godine smanjila se, ponajviše zbog smanjenja kamatnih prihoda. Hrvatski bankovni sustav i nadalje je visokolikvidan i visokokapitaliziran.

1. Europodručje

1.1. Realna i cjenovna kretanja

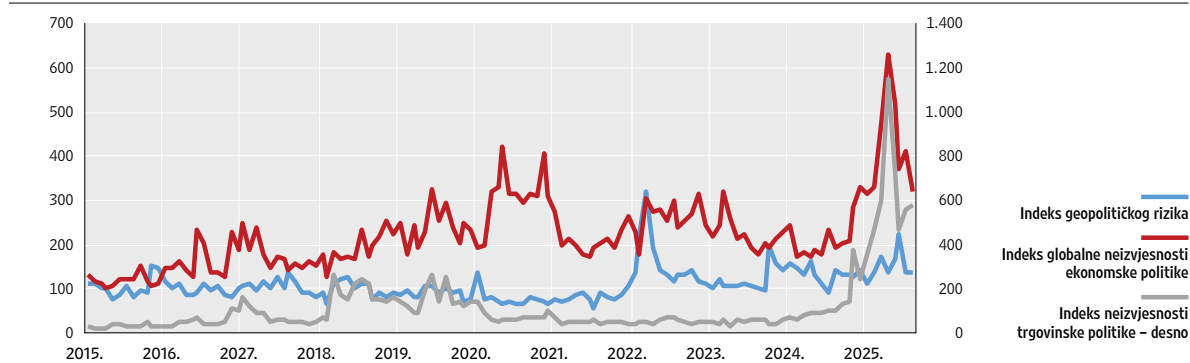
Gospodarstvo europodručja dosad se pokazalo vrlo otpornim na povećanje američkih carina i povišenu neizvjesnost. Tako je realni BDP u prvoj polovini 2025. kumulativno porastao za 0,7%, ponajviše zbog relativno snažne domaće potražnje. Međutim, tromjesečni obrazac rasta bio je ponajviše određen kretanjima tokova neto izvoza zbog najave o uvođenju carina. Tako je zbog efekta gomilanja izvoza zabilježen snažan rast neto izvoza u prvom tromjesečju od 2,6% na tromjesečnoj razini. U drugom tromjesečju vidljiv je preokret tog učinka te je zabilježen pad neto izvoza od 4,7% na tromjesečnoj razini. Tako se početkom godine rast gospodarstva europodručja snažno ubrzao na 0,6% na tromjesečnoj razini, a gospodarska je ekspanzija nastavljena i u drugom tromjesečju, iako vidljivo sporijom dinamikom od 0,1% (Slika 1.1.1.). Isključujući kolebljivost uzrokovanu velikim fluktuacijama u irskim podacima, rast gospodarstva u ostatku europodručja bio je mnogo stabilniji i iznosio je 0,3% u prvom i 0,2% u drugom tromjesečju. Promatrajući četiri najveća gospodarstva europodručja, rast u drugome tromjesečju i nadalje je predvodila Španjolska (0,7%), a potom Francuska (0,3%), dok je blago smanjenje gospodarske aktivnosti zabilježeno u Italiji (−0,1%) i Njemačkoj (−0,3%). Trgovinski sporazum Sjedinjenih Američkih Država i Europske unije pritom podrazumijeva malo veće carine na izvoz europskih proizvoda u SAD od prethodnih, ali je pomogao smanjiti neizvjesnost (Slika 1.1.2.).

Slika 1.1.1. Tromjesečne stope realnog rasta BDP-a, doprinosi komponenti



Izvor: Eurostat

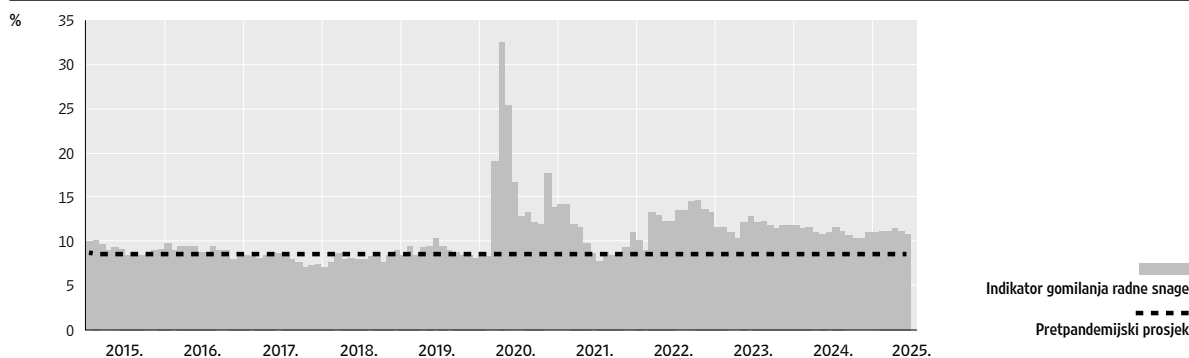
Slika 1.1.2. Pokazatelji neizvjesnosti



Izvori: Bloomberg; Caldara i Iacoviello (2022.); Goldman Sachs research

Tržište rada u europskom području ostalo je robusno u prvoj polovini godine, no prisutni su znakovi nastavka slabljenja potražnje za radom. Nezaposlenost je na povijesno niskim razinama sa stopom nezaposlenosti koja je tijekom prva dva tromjesečja iznosila 6,4%, dok se rast zaposlenosti blago usporio u odnosu na 2024. godinu. Istodobno se nastavio smanjivati broj poduzeća koji nedostatak radne snage navode kao glavnu zapreku poslovanju, i to najviše u uslužnim djelatnostima, u kojima je primjetno i snažno pogoršanje raspoloženja (Slika 1.1.4.). Rast nominalnih plaća i nadalje je povišen u odnosu na povijesne razine, pa je prosječna naknada po zaposleniku u prvoj polovini 2025. porasla tako za 4,0% u odnosu na isto razdoblje 2024. Pritom je vidljivo kontinuirano usporavanje tog rasta (s 4,5% u 2024. godini na 3,9% u drugom tromjesečju 2025.), a naznake daljnjeg usporavanja rasta plaća podupire i ESB-ov nagovješćujući pokazatelj kretanja plaća (engl. ECB wage tracker).

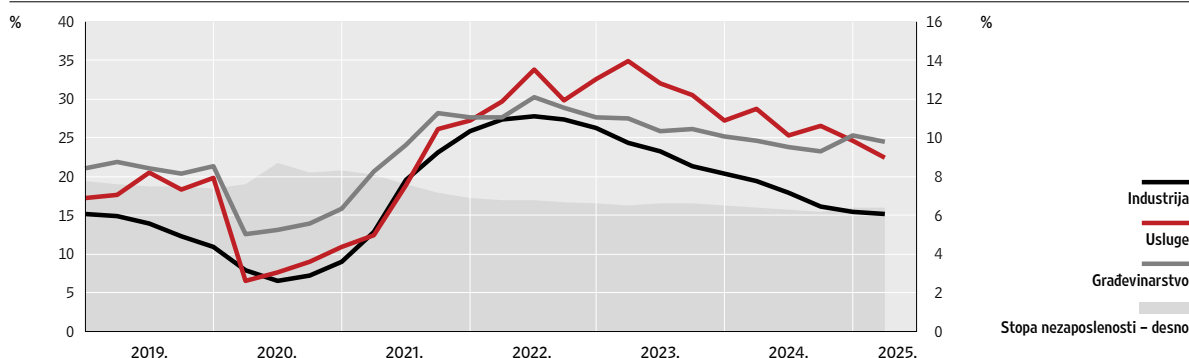
Slika 1.1.3. Indikator gomilanja radne snage u europskom području



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.

Izvor: Europska komisija

Slika 1.1.4. Manjak radne snage i stopa nezaposlenosti u europskom području



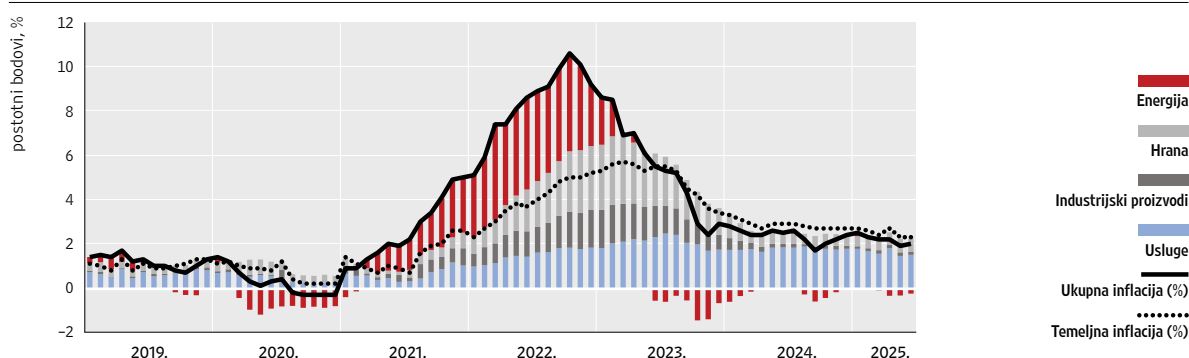
Napomena: Manjak radne snage mjereno je tromjesečnom anketom te prikazuje postotak poduzeća koja smatraju da je manjak radne snage glavna prepreka poslovanju.

Izvori: Europska komisija; Eurostat

Tijekom prvih šest mjeseci 2025. inflacija se u europskom području usporila. Inflacija, mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena, u lipnju je tako dosegla ciljanu razinu od 2%, nakon što je u prosincu 2024. iznosila 2,4% (Slika 1.1.5.). Usporavanje ukupne inflacije odražavalo je usporavanje inflacije cijena usluga (na 3,3% s 4,0%) te smanjenje godišnje stope promjene cijena energije (na -2,6% s 0,1%). Nasuprot tome, inflacija cijena hrane povećala se na 3,1%, s 2,6%

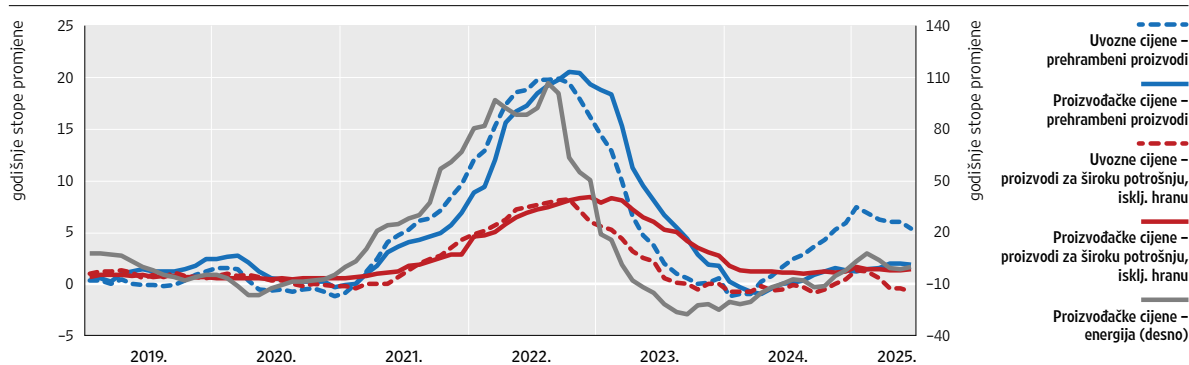
zabilježenih u prosincu, što je u cijelosti rezultat većeg doprinosa cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda. Ubrzavanje inflacije cijena neprerađene hrane djelomično odražava nepovoljne učinke baznog razdoblja, odnosno postupno isključivanje neuobičajeno niskih stopa mjesečne inflacije ostvarenih u istom razdoblju 2024. iz izračuna godišnje stope inflacije.

Slika 1.1.5. 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

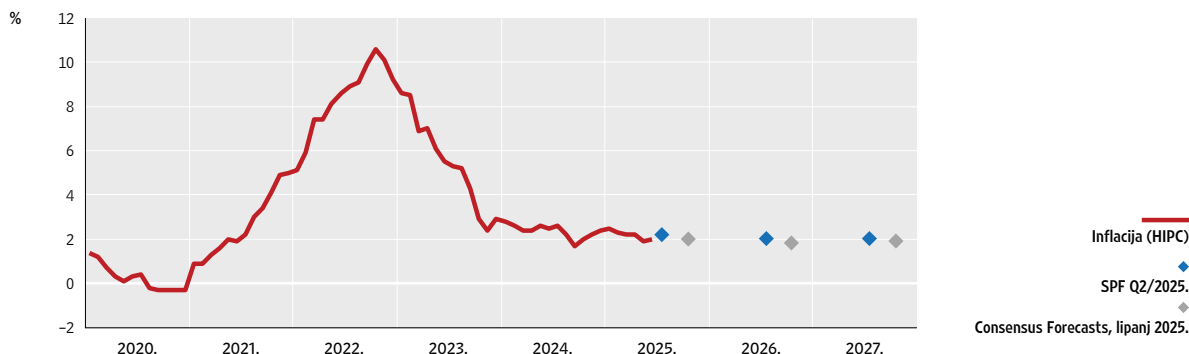
Slika 1.1.6. Pokazatelji inflacijskih pritisaka u cjenovnom lancu u europodručju



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

Temeljna inflacija (koja isključuje cijene energije i hrane) u europodručju se pod utjecajem kretanja inflacije cijena usluga tijekom prvih šest mjeseci 2025. usporila na 2,3% s 2,7% u prosincu 2024. Inflacija cijena usluga u prvoj polovini 2025. usporavala se u uvjetima postupnog usporavanja rasta plaća, koje smanjuje inflatorne pritiske osobito u radno intenzivnim uslužnim djelatnostima. Privremeni porast inflacije cijena usluga u travnju na razinu od 4,0% s kraja prethodne godine bio je povezan sa znatnim ubrzavanjem inflacije cijena usluga povezanih s putovanjima tijekom uskrasnog razdoblja (zračnoga putničkog prijevoza i paket-aranžmana). U lipnju je inflacija cijena usluga iznosila 3,3%. Za razliku od toga, inflacija cijena industrijskih proizvoda tijekom prvih šest mjeseci 2025. bila je niska i stabilna te se kretala oko dugoročne vrijednosti iz pretpandemijskog razdoblja od 0,6%. Niskoj inflaciji cijena industrijskih proizvoda pogoduju blagi inflatorni pritisci u opskrbnom lancu (Slika 1.1.6.), koji se ogledaju u padu uvoznih cijena i niskim stopama rasta proizvođačkih cijena proizvoda za široku potrošnju na domaćem tržištu.

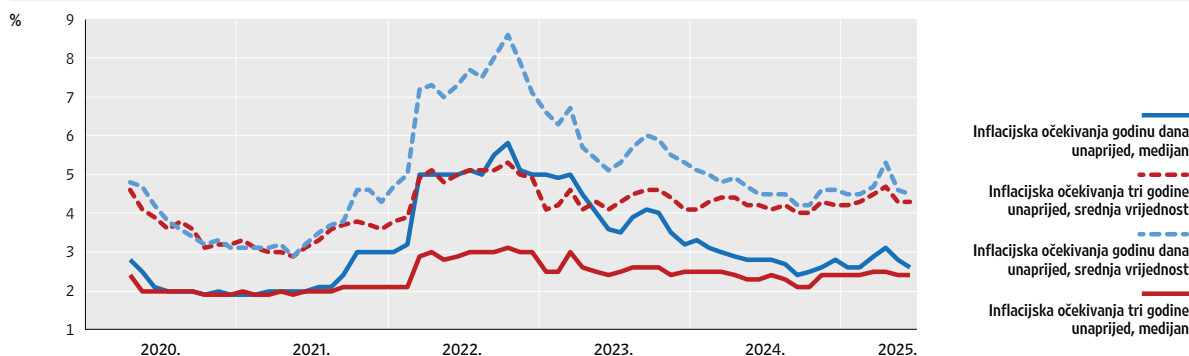
Slika 1.1.7. Kratkoročna i srednjoročna inflacijska očekivanja profesionalnih prognostičara u europodručju



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

Izvori: *Survey of Professional Forecasters* (SPF), ESB; *Consensus Forecasts*

Slika 1.1.8. Kratkoročna i srednjoročna inflacijska očekivanja potrošača u europodručju



Izvor: ESB Consumer Expectations Survey (CES) – lipanj 2025., 29. srpnja 2025.

Rezultati ESB-ove ankete za drugo tromjesečje 2025. pokazuju da su profesionalni prognostičari očekivali usporavanje inflacije u europodručju na 2,2% u 2025. te na 2,0% u 2026. i 2027. godini (Slika 1.1.7.). Prognostičari su smatrali da bi povećanje američkih carina moglo imati blag učinak na povećanje inflacije u europodručju u kratkom roku, pri čemu su rizici povezani s intenzitetom tog učinka vrlo izraženi jer on uvelike ovisi o opsegu i intenzitetu mogućih protumjera Europske unije. Usto, povećanje izdataka za obranu moglo bi imati blag učinak na porast inflacije u srednjem roku. Kada je riječ o inflacijskim očekivanjima potrošača, iz ESB-ove ankete (Slika 1.1.8.) vidljivo je da su kratkoročna očekivanja u europodručju (za godinu dana unaprijed, medijan) u lipnju iznosila 2,6%, a srednjoročna očekivanja (za tri godine unaprijed, medijan) 2,4%, pri čemu su kratkoročna očekivanja bila niža, a srednjoročna jednaka kao na kraju 2024. godine.

1.2. Monetarna politika i financijska tržišta

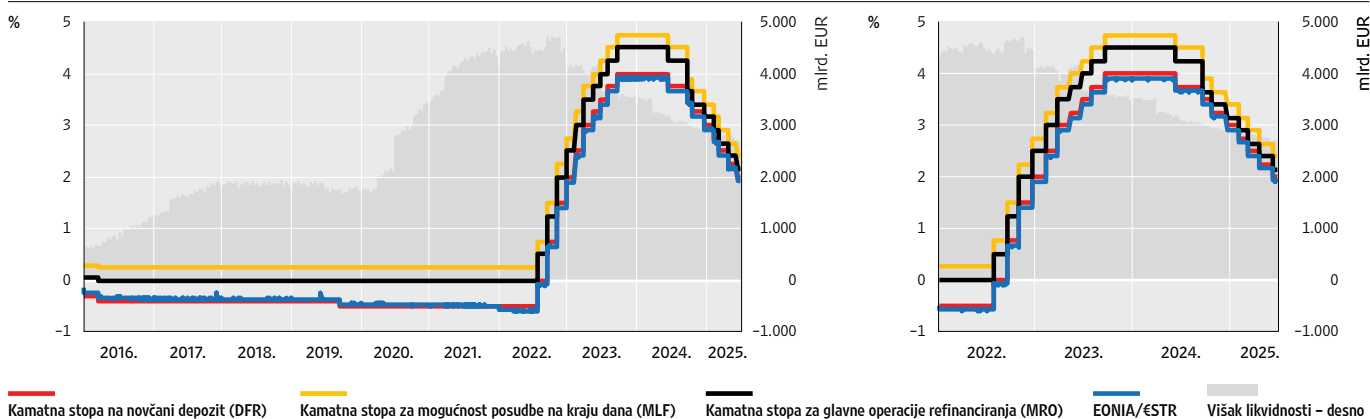
U okružju ublaženih inflacijskih pritisaka u europodručju nastavljeno je smanjivanje ključnih kamatnih stopa. Upravno vijeće ESB-a u razdoblju od lipnja 2024. do lipnja 2025. u osam je navrata, za ukupno 200 baznih bodova¹, smanjilo kamatnu stopu na novčani depozit kreditnih institucija

¹ Jedan bazni bod jest stoti dio jednoga postotnog boda.

kod središnje banke (engl. *deposit facility rate, DFR*), koja je u trenutnim uvjetima visokih viškova likvidnosti relevantan pokazatelj monetarne politike ESB-a, nakon što je ključne kamatne stope držalo stabilnima od rujna 2023. godine. Navedeno ublažavanje restriktivnosti monetarne politike uslijedilo je nakon najsnažnijeg ciklusa pooštavanja od uvođenja eura kao valute, tijekom kojeg su ključne kamatne stope u razdoblju od srpnja 2022. do rujna 2023. porasle za 450 baznih bodova.

Pri posljednjem smanjenju kamatnih stopa u lipnju 2025. naglašeno je da je inflacija trenutačno na razinama oko srednjoročnog cilja od 2% te da većina pokazatelja temeljne inflacije upućuje na postojano stabiliziranje inflacije na tim razinama. Odluke o monetarnoj politici na svakom će se sastanku i nadalje zasnivati na pristiglim podacima (engl. *data-dependent and meeting-by-meeting approach*), pri čemu se Upravno vijeće ne opredjeljuje unaprijed za određenu dinamiku promjene stopa. Od sredine lipnja 2025. kamatna stopa na novčani depozit iznosila je 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%.

Slika 1.2.1. Ključne kamatne stope ESB-a



Napomena: Kamatna stopa na novčani depozit (engl. *deposit facility rate, DFR*); mogućnost posudbe na kraju dana (engl. *marginal lending facility, MLF*); glavne operacije refinanciranja (engl. *main refinancing operations, MRO*). Od početka 2022. EONIA se zamjenjuje stopom €STR.

Izvor: ESB

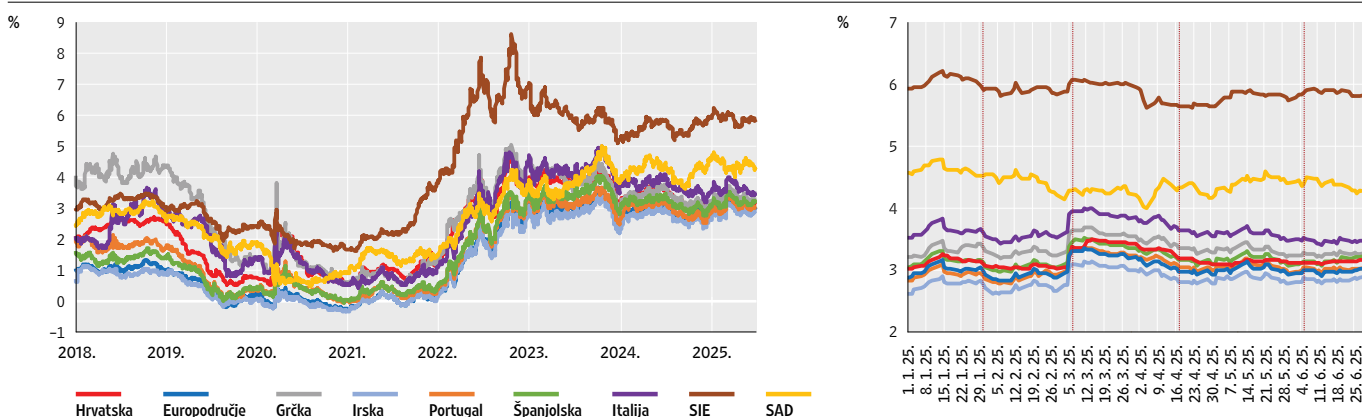
Kamatne stope na novčanom tržištu od početka su ove godine na silaznoj putanji i u potpunosti su prenijele višestruko smanjenje ključnih kamatnih stopa ESB-a. Nakon što je ESB početkom lipnja po četvrti uzastopni put snizio ključne kamatne stope za 25 baznih bodova, stopa €STR, referentna kamatna stopa za novčano tržište, pala je na 1,9% te se na toj razini zadržala do kraja lipnja. Na kraju prošle godine stopa €STR iznosila je 2,9%, što upućuje na to da je prijenos spuštanja ključnih kamatnih stopa ESB-a na novčano tržište bio potpun.

U prvoj polovini 2025. cijene obveznica europskih zemalja osobito su kolebljive bile tijekom ožujka i travnja. Najavljeno povećanje fiskalnih izdataka početkom ožujka potaknulo je snažan rast prinosa obveznica zemalja europodručja. Smjer se preokrenuo već početkom travnja i europski dugogodišnji prinosi počeli su padati kao reakcija na objavu predsjednika SAD-a o uvođenju tzv. recipročnih carina koje su bile više nego što su tržišni sudionici očekivali. Odgoda provedbe američkih recipročnih carina na 90 dana i početak bilateralnih razgovora, uključujući razgovore

s Kinom koji su rezultirali dogovorom o znatnom spuštanju carina u odnosu na inicijalno planirane, primirilo je stres na tržištima te su u svibnju i lipnju prinosi oscilirali oko razina s kraja travnja i naposljetku prvu polovinu godine zaključili na razinama sličnima onima s kraja prošle godine. Prosječan prinos na dugoročne državne obveznice zemalja europodručja ponderiran BDP-om na kraju lipnja iznosio je 3,0% u odnosu na 2,9% na kraju prošle godine, dok je prinos na dugoročne obveznice Hrvatske na kraju lipnja iznosio 3,2% u odnosu na 3,0% na kraju prošle godine (**Slika 1.2.2.**).

Tečaj eura prema američkom dolaru snažno je aprecioirao tijekom prve polovine ove godine. Euro je osobito snažno aprecioirao početkom ožujka nakon najavljenog povećanja izdataka za obranu u Njemačkoj, a onda potencijalno i u drugim europskim zemljama s obzirom na to da je Europska komisija početkom ožujka iznijela plan ublažavanja proračunskih pravila i poticaja za povećanje izdataka za obranu. Još jedna snažna epizoda jačanja eura dogodila se neposredno nakon objave predsjednika SAD-a o uvođenju tzv. recipročnih carina, unatoč rastu američkih prinosa. Moguće je da je do toga, među ostalim, došlo jer su investitori počeli zahtijevati višu premiju za rizik zbog nepredvidivosti američke politike i stoga se više orijentirati prema europskoj imovini. U lipnju su dodatnu aprecijaciju tečaja eura prema američkom dolaru potaknula i tržišna očekivanja o snažnijem smanjenju ključnih kamatnih stopa Fed-a nego što se to prije očekivalo. Tečaj eura prema američkom dolaru na kraju lipnja dosegao je 1,17 USD/EUR, što je deprecijacija od gotovo 13% u odnosu na razinu s kraja prošle godine, a ujedno i najviša razina u posljednje gotovo četiri godine. Promatrano na duže razdoblje, međutim, riječ je o razini blizu dugoročnog prosjeka. U istom razdoblju nominalni efektivni tečaj eura prema košarici valuta glavnih trgovinskih partnera europodručja aprecioirao je za oko 6% (**Slika 1.2.3.**). Euro je, osim prema američkom dolaru, ojačao prema većini ostalih valuta glavnih trgovinskih partnera europodručja, pri čemu je jačanje nominalnoga efektivnog tečaja eura bilo ublaženo poglavito slabljenjem eura prema mađarskoj forinti te švedskoj i češkoj kruni.

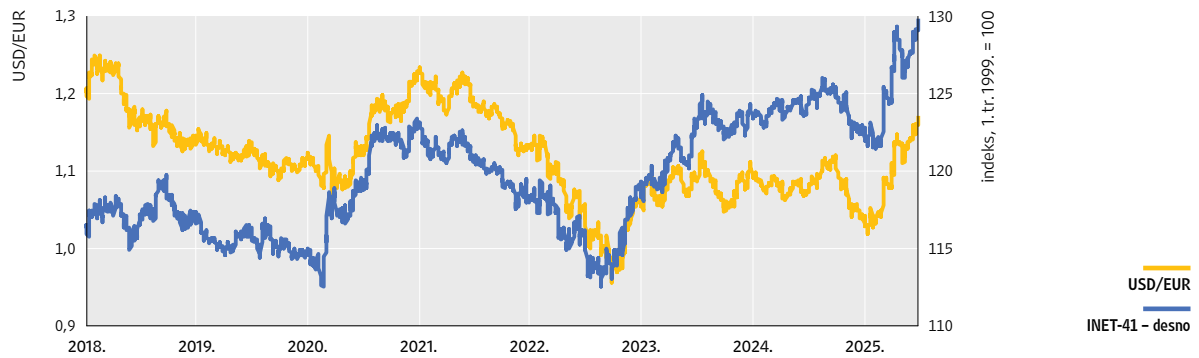
Slika 1.2.2. Prinosi na dugoročne državne obveznice s preostalim dospeljem od oko deset godina



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

Izvori: Bloomberg; Eurostat; izračun HNB-a

Slika 1.2.3. Tečaj eura prema dolaru i nominalni efektivni tečaj eura



Napomena: INET-41 je indeks nominalnoga efektivnog tečaja eura prema 41 najvažnijemu trgovinskom partneru europodručja. Rast tečaja označuje aprecijaciju eura.
Izvor: ESB

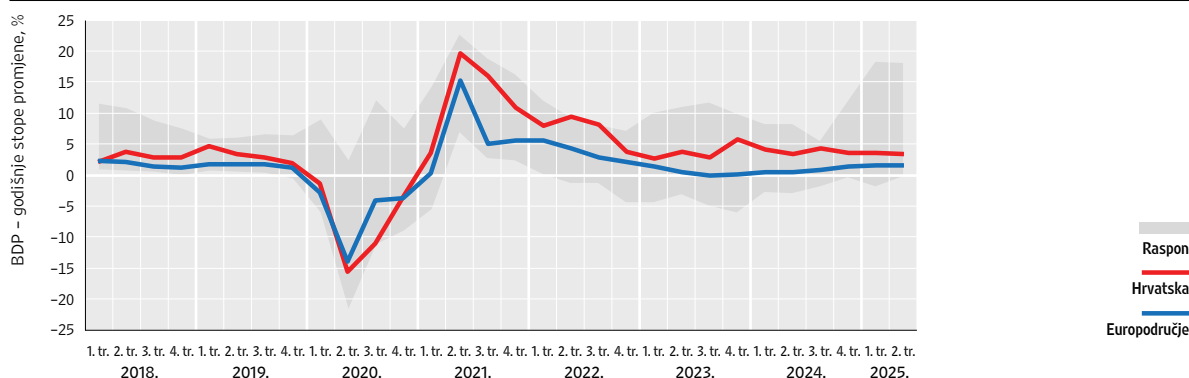
2. Hrvatsko gospodarstvo

2.1. Realna kretanja

Nakon što je u 2024. zabilježen relativno snažan rast realnog BDP-a na godišnjoj razini od 3,8%, u prvoj se polovini 2025. on usporio na prosječnih 3,4%. Unatoč usporavanju, rast hrvatskoga gospodarstva nastavlja biti među najsnažnijima u europodručju te znatno brži od prosjeka europodručja i Europske unije, gdje se gospodarska aktivnost u prvoj polovini 2025. osnažila zbog ubrzanog izvoza povezanog s najavom uvođenja američkih carina (**Slika 2.1.1.**).

Domaća je potražnja dala najveći doprinos rastu BDP-a u Hrvatskoj u prvih šest mjeseci 2025. To je nastavak kretanja koji je vidljiv u prošloj godini. No, početkom godine rast je usporen, na 0,4% na tromjesečnoj razini, odnosno 3,3% u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine. Usporavanje rasta pritom bi se moglo povezati s privremenim čimbenicima povezanim s bojkotom maloprodajnih lanaca, što je rezultiralo padom osobne potrošnje u odnosu na prethodno tromjesečje, unatoč nastavku snažnog rasta realnoga raspoloživog dohotka kućanstava. Tomu u prilog govori i pozitivan doprinos zaliha rastu gospodarske aktivnosti, pri čemu su u tu sastavnicu uključene i statističke diskrepancije koje bi također mogle odražavati posljedice spomenutih privremenih čimbenika. Ipak, tijekom drugog tromjesečja, rast gospodarske aktivnosti osjetno je intenziviran, pa je dosegao 1,1% na tromjesečnoj i 3,6% na godišnjoj razini. Takva kretanja uglavnom su rezultat oporavka osobne potrošnje, potaknute nastavkom relativno snažnog rasta realnoga raspoloživog dohotka kućanstava te jačanja bruto investicija u fiksni kapital. Tako je osobna potrošnja u drugom tromjesečju ojačana, pri čemu je povećana za 2,4% na tromjesečnoj te 4,1% na godišnjoj razini. Istodobno, tromjesečni rast bruto investicija u fiksni kapital znatno je osnažen u odnosu na prosjek 2024. S druge strane, nakon snažnog rasta početkom godine, izvoz robe i usluga tijekom drugog je tromjesečja smanjen, ali je zbog snažnijeg pada uvoza doprinos neto izvoza rastu bio pozitivan.

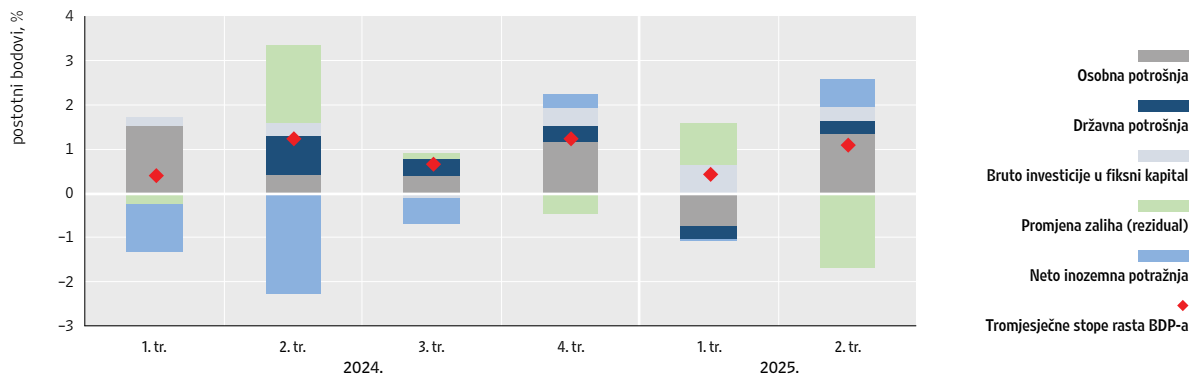
Slika 2.1.1. Kretanje gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj i europodručju



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

Izvor: Eurostat

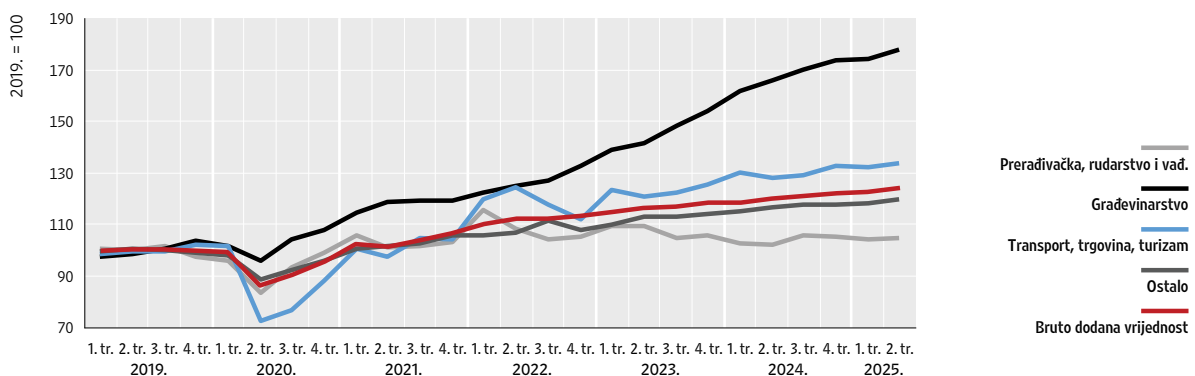
Slika 2.1.2. Doprinosi tromjesečnoj stopi promjene realne gospodarske aktivnosti



Izvor: Eurostat

Ako se promatra kretanje bruto dodane vrijednosti prema glavnim djelatnostima, u prvoj polovini godine rast je uvelike bio podržan snažnim rastom građevinskog sektora, a vidljivo je i jačanje rasta prerađivačke industrije. Pritom je posebno primjetan nastavak rasta u djelatnosti građevinarstva, koji je u prvih šest mjeseci 2025. bio veći za više od 7% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, pri čemu je sredinom 2025. godine građevinska aktivnost kumulativno više od 70% veća u odnosu na pretpandemijsko razdoblje (Slika 2.1.3.). Uslužne djelatnosti povezane s turizmom kao i djelatnosti transporta i trgovine također su vidljivo porasle, iako se čini kako su takva kretanja uglavnom posljedica rasta domaće potražnje s obzirom na slabiji izvoz usluga u prvoj polovini godine, u odnosu na prošlu godinu, koja je također pokazala pad. Osim toga, vidljivo je jačanje rasta i u prerađivačkoj industriji u prvoj polovini godine, što je u određenoj mjeri rezultat povećanog izvoza robe zbog najava o uvođenju carina, s obzirom na snažan rast izvoza robe na godišnjoj razini u prvoj polovini 2025. godine, a osobito u prva tri mjeseca. Unatoč tome, bruto dodana vrijednost u djelatnostima prerađivačke industrije, rudarstva i vađenja i nadalje se nalazi samo blago iznad pretpandemijske razine, što upućuje na određene strukturne slabosti u industriji, slično kao i u ostatku europodručja.

Slika 2.1.3. Bruto dodana vrijednost u Hrvatskoj po djelatnostima



Napomena: "Turizam" označuje djelatnosti pružanja smještaja i ugostiteljstva.

Izvor: DZS

OKVIR 1.

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

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

Sredinom ožujka ove godine Europska komisija predstavila je Bijelu knjigu o europskoj obrani – Spremnost 2030.², koja definira novi pristup obrani te identificira ključne potrebe za ulaganjima, i plan ReArm Europe, kojim se državama članicama Europske unije predlažu financijski instrumenti za poticanje ulaganja u obrambene kapacitete. Prema spomenutim inicijativama do 2030. planira se potaknuti znatno dodatno financiranje obrane, većim dijelom financirano iz nacionalnih sredstava, ali djelomično i sredstvima na razini EU-a. Pritom se 650 mlrd. EUR dodatnih izdvajanja za obranu planira postići poticanjem većih nacionalnih izdataka, a još 150 mlrd. EUR kreditiranjem zajedničke nabave država članica u sektoru obrane, putem novog instrumenta Security Action for Europe (SAFE). Kako bi i zemlje s proračunskim manjkom i dugom iznad referentnih razina mogle povećati ulaganja u obranu, omogućit će se aktivacija odredaba o odstupanju od fiskalnih pravila SGP-a, pri čemu bi svaka država članica mogla povećati izdvajanja za obranu do 1,5% BDP-a tijekom četverogodišnjeg razdoblja aktivacije klauzule. Odstupanje od fiskalnih pravila pratilo bi se na statističkoj kategoriji “obrana” prema funkcijskoj klasifikaciji rashoda (engl. *Classification of the Functions of Government*, COFOG), koja se bilježi prema standardima ESA 2010. Nadalje, sredstva u okviru tog novog instrumenta SAFE namjeravaju se osigurati izdavanjem obveznica EU-a s jamstvima iz proračuna EU-a. Osim toga, u tekućem je višegodišnjem proračunskom razdoblju EU-a (2021. – 2027.) dostupna i određena dodatna podrška za poticanje istraživanja i razvoja u obrambenoj industriji kroz sredstva iz Europskog fonda za obranu. Procjene pojedinih analitičara o potrebnim dodatnim izdvajanjima za obranu u EU-u na tragu su preporuka Europske komisije. Tako bi, prema izvješću Burilkova i Wolffa, eventualno smanjenje vojne potpore koju SAD pruža Europi zahtijevalo 300.000 vojnika i još najmanje 250 mlrd. EUR

² White Paper for European Defence – Readiness 2030, Europska komisija (2025.). Dostupno na: https://defence-industry-space.ec.europa.eu/eu-defence-industry/introducing-white-paper-european-defence-and-rearm-europe-plan-readiness-2030_en

godišnje za obranu kako bi se izgradila sposobnost samostalne obrane, što bi gotovo udvostručilo izdvajanja s 2% na 3,5% BDP-a.

Iako se u međunarodnim usporedbama obično primjenjuje NATO-ov cilj rashoda od 2% BDP-a kao referentna razina, postoje različite metode mjerenja izdataka za obranu. Kada je riječ o trenutnoj visini nacionalnih rashoda za obranu, najprije treba istaknuti da ne postoji jedinstven pristup njihovu mjerenju. Tako je definicija rashoda za obranu prema NATO-u malo šira od definicije prema COFOG-u koju prikazuje Eurostat, djelomično zbog toga što uključuje i mirovine za umirovljene vojne i civilne zaposlenike vojnih odjela. Osim toga, pod određenim uvjetima NATO-ova definicija može obuhvaćati i operacije drugih snaga, poput jedinica Ministarstva unutarnjih poslova, nacionalnih policijskih snaga ili obalne straže, dok su iz nje isključeni izdaci za civilnu obranu, koji se pak računaju unutar klasifikacije COFOG. Dodatne razlike pojavljuju se zbog različitoga vremenskog okvira bilježenja rashoda, osobito kod vojne opreme, jer NATO-ovo izvješćavanje ne podrazumijeva pravila nacionalnih računa o vremenu evidentiranja troškova, odnosno NATO-ovi podaci zasnivaju se na tzv. novčanom načelu, a podaci COFOG-a bilježe se u skladu s obračunskim načelom³. U nastavku se analiza zasniva na NATO-ovim podacima s obzirom na to da su detaljniji glede strukture rashoda, ažurniji (NATO-ovi podaci dostupni su za 2024., a posljednji Eurostatovi podaci dostupni su za 2023.) te uobičajeni u međunarodnim usporedbama koje uključuju i članice NATO-a izvan EU-a.

Obrambeni izdaci država članica Europske unije prema NATO-ovim podacima posljednjih godina znatno su porasli u odnosu na BDP. Ukupni izdaci za obranu članica EU-a prema NATO-ovim pokazateljima^{4,5} iznosili su u 2024. prosječno malo više od 2% BDP-a, no s razlikama među zemljama koje dosežu gotovo 3 postotna boda BDP-a (**Slika 1.**), s obzirom na to da je financiranje obrane u nadležnosti država članica. Tako u Poljskoj izdaci za obranu premašuju 4% BDP-a, dok su najmanji rashodi zabilježeni u Španjolskoj i Sloveniji. Hrvatska je u 2024. izdvajala malo manje od prosjeka EU-a, odnosno 1,8% BDP-a. Povećanje izdvajanja za obranu u državama članicama EU-a, koje je posebice izraženo u posljednje dvije godine, geografski je koncentriranije u zemljama koje graniče ili su u blizini Ruske Federacije (**Slika 2.**). Rast izdvajanja u najvećoj je mjeri bio ostvaren kod ulaganja u opremu (**Slika 3.**), koja zajedno s izdvajanjima za ljudstvo čine prosječno malo više od dvije trećine ukupnih ulaganja u obranu (**Slika 4.**). Hrvatska u pravilu ulaže malo manje od prosjeka EU-a u svim glavnim kategorijama (**Slika 5.**). Pritom su ulaganja u opremu i infrastrukturu mjerena udjelom u BDP-u povećana u odnosu na pretpandemijski prosjek, dok su, kada je riječ o izdvajanjima na ljudstvo, vidljivo smanjena (**Slika 6.**). Međutim, čini se kako su takva kretanja posljedica pada rashoda za vojne mirovine jer prema podacima Eurostata Hrvatska u 2023. bilježi vrlo blag pad izdvajanja za naknade zaposlenima u okviru rashoda za obranu mjerenog udjelom u BDP-u, a u 2024. podaci bi, jednom kada postanu dostupni, mogli pokazati znatno

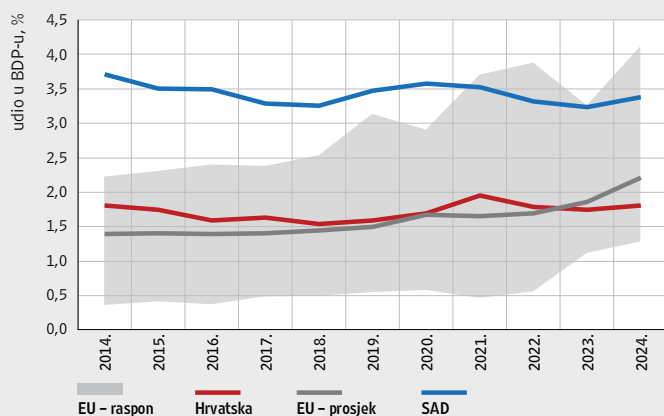
3 NATO-ovi podaci zasnivaju se na novčanom načelu, koje uzima u obzir razdoblje kada je novčana transakcija poslovne aktivnosti izvršena (npr. datum plaćenog računa za vojnu opremu), dok se COFOG-ovi podaci zasnivaju na obračunskom načelu, što znači da je relevantno razdoblje nastanka poslovne aktivnosti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

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

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

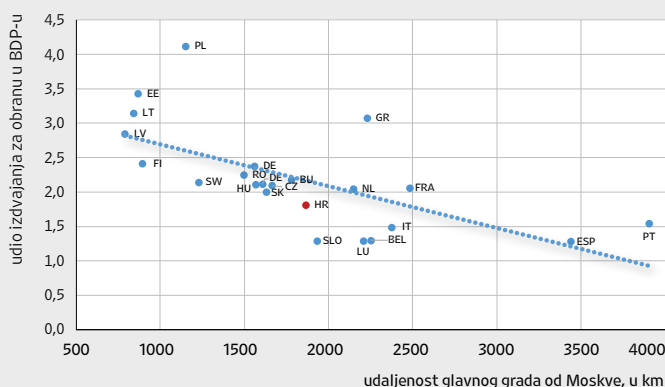
povećanje rashoda s obzirom na snažan rast plaća u javnom sektoru. Valja spomenuti pritom kako Vladina procjena ukupnih rashoda za obranu u 2024. iznosi 1,5% BDP-a, što je malo niže nego što pokazuju podaci NATO-a, dok su planom za državni proračun za 2025. predviđeni rashodi u iznosu od 1,6% BDP-a⁶.

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



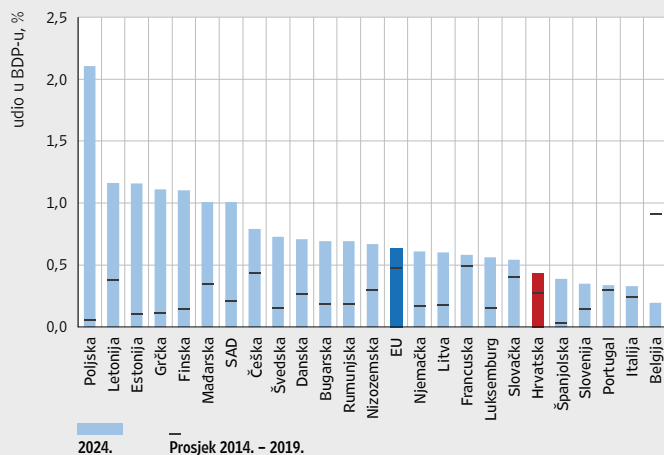
Izvori: Eurostat; SIPRI; NATO

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



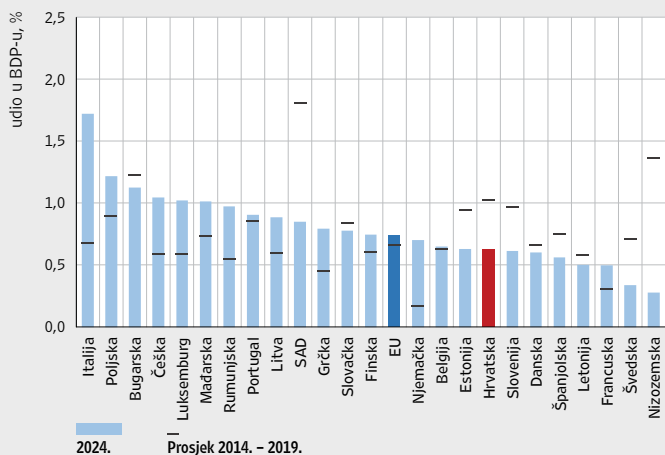
Izvor: NATO

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



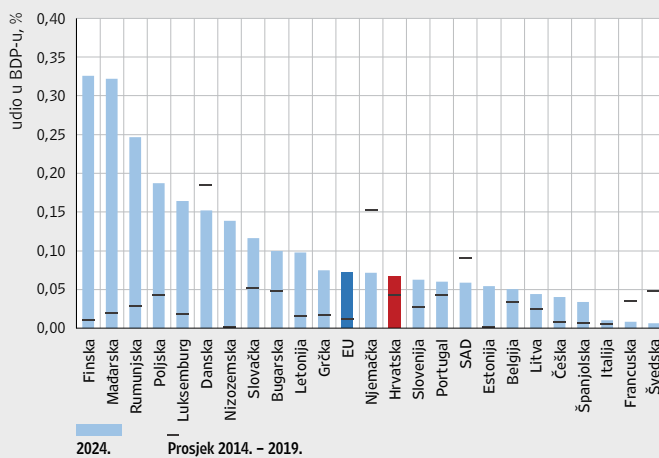
Izvori: NATO; Europska komisija

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



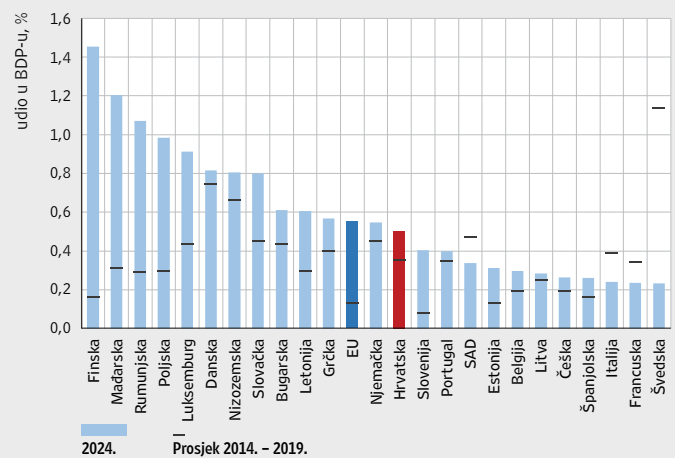
Izvori: NATO; Europska komisija

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



Izvori: NATO; Europska komisija

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



Izvori: NATO; Europska komisija

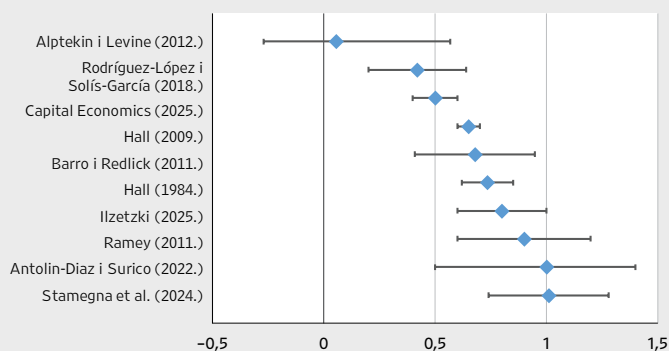
Makroekonomski učinci povećanih izdvajanja za obranu ovisit će o nizu čimbenika. Osim samog iznosa i vremenskog okvira povećanja rashoda ključnu ulogu ima i struktura same potrošnje, osobito udio izdvajanja za uvozne proizvode. Važan je i način njihova financiranja, primjerice putem zaduživanja ili prilagodbom poreza i drugih rashoda kao i iskorištenost proizvodnih kapaciteta koji određuju učinak dodatne potražnje na inflaciju i gospodarsku aktivnost. Empirijska literatura ne daje jasne zaključke o tome kakvi su potencijalni multiplikativni učinci povećanih izdvajanja za obranu na gospodarstvo. Raspon ocijenjenih multiplikatora vrlo je širok te se kreće od vrlo niskih 0,1% pa do iznad 1%. Tako, primjerice, Stamegna et al. (2024.)⁷ upućuju na znatnu varijaciju multiplikatora među zemljama Europske unije iako je istraživanje vremenski ograničeno na razdoblje od 2013. do 2023. (Slika 9.). Autori pokazuju relativno visoke multiplikativne učinke na agregatnu potražnju za Njemačku i Španjolsku, s vrijednostima od 1,23 odnosno 1,28, a za Italiju procjenjuju niži multiplikator od 0,74, koji objašnjavaju visokom uvoznom ovisnošću. Institut za svjetsko gospodarstvo u Kielu⁸ također procjenjuje relativno visoke multiplikatore na razini Europske unije, s procijenjenim učincima u rasponu od 0,6 do 1,0, ovisno o pretpostavkama povezanim s načinom financiranja izdataka i monetarnom politikom. S druge strane, Alptekin i Levine (2012.)⁹ provode metaanalizu većeg broja radova na osnovi više razdoblja tijekom kojih su objavljivani i zaključuju da multiplikatori mogu biti negativni. Naime, preusmjeravanje resursa u obrambeni sektor može smanjiti produktivnost drugih sektora kao i rezultirati potencijalnim povećanjem poreza, što može nadjačati utjecaj rasta agregatne potražnje i pozitivne učinke koji proizlaze iz tehnoloških inovacija i razvoja infrastrukture. Kada je riječ o potencijalnim učincima na rast ukupne faktorske produktivnosti ocjene su u pravilu vidljivo niže (Slika 10.).

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

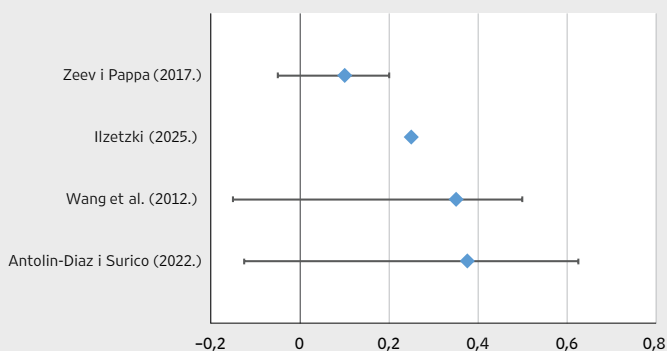
8 Guns and Growth: The Economic Consequences of Surging Defense Spending, The Kiel Institute for the World Economy. Dostupno na: <https://www.ifw-kiel.de/publications/news/guns-and-growth-the-economic-consequences-of-surging-defense-spending/>

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

Slika 7. Multiplikativni učinci na BDP

Izvor: popis referencija¹⁰

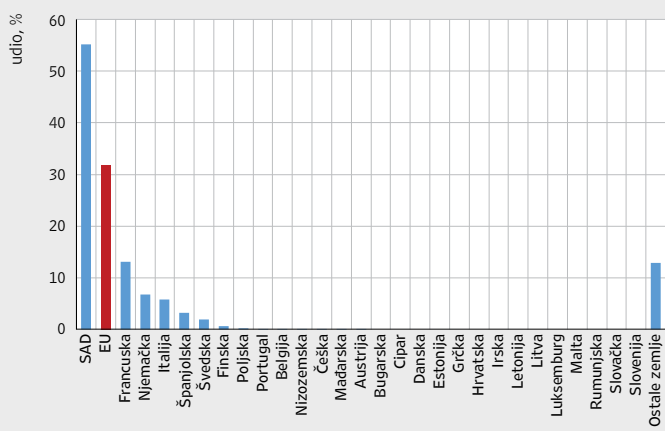
Slika 8. Multiplikativni učinci na ukupnu faktorsku produktivnost

Izvor: popis referencija¹¹

Jedan od ključnih ciljeva Europske komisije jest smanjenje dosadašnjeg vrlo visokog udjela uvozne vojne opreme u ukupnim nabavkama. Ako se promotri povijesna praksa, članice EU-a uvelike su se pri nabavi vojne opreme oslanjale na uvoz iz trećih zemalja. Štoviše, nakon ruske agresije na Ukrajinu udio uvoza vojne opreme iz trećih zemalja popeo se na 78% na razini EU-a¹², pri čemu dostupni podaci pokazuju kako je dominantan bio uvoz iz SAD-a (Slika 7.). Europska strategija za obrambenu industriju (EDIS) predlaže da države članice Europske unije do 2030. godine nastoje osigurati najmanje 50% svojih obrambenih potreba unutar EU-a, a do 2035. taj bi udio trebao porasti na 60%.

- 10 Barro, R. J. i Redlick, C. J. (2011.): Macroeconomic effects from government purchases and taxes. *The Quarterly Journal of Economics*, 126(1), 51 – 102
 Hall, R. E. (1984.): The role of consumption in economic fluctuations. *National Bureau of Economic Research*
 Hall, R. E. (2009.): By how much does GDP rise if the government buys more output. *National Bureau of Economic Research* (15496)
 Rodríguez-López, J. i Solís-García, M. (2018.): Defense spending and fiscal multipliers: it's all in the variance. *Munich Personal RePEc Archive*
 Antolin-Díaz, J. i Surico, P. (2022.): The long-run effects of government spending. *Centre for Economic Policy Research*
 Ramey, V. A. (2011.): Identifying government spending shocks: It's all in the timing. *The quarterly journal of economics*, 126(1), 1 – 50
 Ilzetzi, E. (2025.): Waffen und Wachstum: Die wirtschaftlichen Folgen steigender Militärausgaben, Kiel Report No. 2, The Kiel Institute for the World Economy, Februar 2025.
 Stamegna, M., Bonaiuti, C., Maranzano, P. i Pianta, M. (2024.): The economic impact of arms spending in Germany, Italy, and Spain. *Peace Economics, Peace Science and Public Policy*, 30(4), 393 – 422
 Alptekin, A. i Levine, P. (2012.): Military expenditure and economic growth: A meta-analysis. *European Journal of Political Economy*, 28(4), 636 – 650
 Europe Weekly: How big a boost from defence?, *Capital Economics*. Dostupno na: <https://www.capitaleconomics.com/publications/europe-economics-weekly/europe-weekly-how-big-boost-defence>
- 11 Ben Zeev, N. i Pappa, E. (2017.): Chronicle of a war foretold: the macroeconomic effects of anticipated defence spending shocks. *The Economic Journal*, 127 (6), 1568 – 1597
 Ilzetzi, E. (2025.): Waffen und Wachstum: Die wirtschaftlichen Folgen steigender Militärausgaben, Kiel Report No. 2, The Kiel Institute for the World Economy, Februar 2025.
 Antolin-Díaz, J. i Surico, P. (2022.): The long-run effects of government spending. *Centre for Economic Policy Research*.
 Wang, T. P., Shyu, S. H. P. i Chou, H. C. (2012.): The impact of defense expenditure on economic productivity in OECD countries. *Economic Modelling*, 29(6), 2104 – 2114
- 12 European defence industrial strategy (2024.)

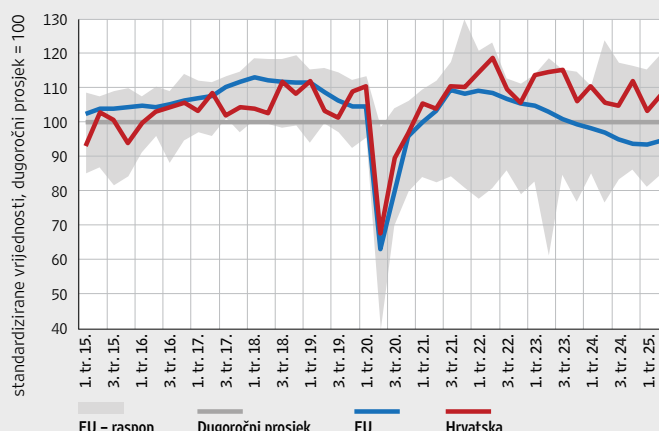
Slika 9. Udio izvoza vojne opreme pojedine zemlje u ukupnom uvozu vojne opreme u EU-u, prosjek 2021. – 2024.



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

Izvor: SIPRI

Slika 10. Trenutačna razina iskorištenosti kapaciteta u industriji



Izvor: Europska komisija

Pri financiranju vojnih izdataka iskustva pojedinih zemalja pokazuju da su se države, osim na zaduživanje, oslanjale i na povećanje poreza te smanjenje drugih vrsta potrošnje, čime su ublaženi makroekonomski učinci. J. Marzian i C. Trebesch s Instituta za svjetsko gospodarstvo u Kielu¹³ proučavali su kako su se povećanja obrambenih izdataka financirala u posljednjih 150 godina te zaključuju da su se promatrane države (Njemačka, Ujedinjeno Kraljevstvo, SAD, Južna Koreja) obično oslanjale na kombinaciju financiranja manjka dugom i povećanih poreznih prihoda. Međutim, što je rast rashoda bio veći, to je i financiranje putem duga bilo izraženije.

Kada je riječ o iskorištenosti kapaciteta u EU-u, ona je u industriji ispod povijesnih prosjeka, što upućuje na mogućnost uporabe trenutačno raspoloživih kapaciteta za potrebe vojne industrije bez stvaranja dodatnih inflatornih pritisaka, uz pritom izrazite razlike među zemljama. Trenutačna iskorištenost kapaciteta također je jedan od ključnih čimbenika koji određuju utjecaj dodatnih ulaganja u obranu na gospodarsku aktivnost i inflaciju. U uvjetima nedovoljnih kapaciteta ta ulaganja mogu dovesti do inflacijskih pritisaka i potaknuti pooštavanje monetarne politike te istiskivati na taj način privatnu potražnju. Prema podacima EK-a krajem 2023. iskorištenost kapaciteta u industriji u EU-u spustila se ispod povijesnog prosjeka te se nastavila smanjivati sve do kraja 2024., kada se blago povećala. Pritom su vidljive znatne razlike među članicama (Slika 8.), pri čemu podaci za Hrvatsku upućuju na zaključak kako je iskorištenost kapaciteta iznad dugoročnih razina. Osim toga, potrebno je i određeno vrijeme za preusmjeravanje preostalih kapaciteta, a nedostatak radne snage u građevinskoj industriji mogao bi uvelike ograničavati izgradnju vojne infrastrukture. Općenito, zategnuto tržište rada može pojačati inflacijske pritiske putem troškovnih učinaka, što je u skladu s teorijskim okvirom nelinearne Phillipsove krivulje, prema kojemu je inflacijski odgovor na povećanu fiskalnu potrošnju jače izražen kada je gospodarstvo blizu pune zaposlenosti¹⁴. Važan činitelj koji bi mogao utjecati na jačanje inflatornih pritisaka u

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

14 Ilzetzki, E. (2025.), Waffen und Wachstum: Die wirtschaftlichen Folgen steigender Militärausgaben, Kiel Report No. 2, The Kiel Institute for the World Economy, Februar 2025.

uvjetima povećanja vojnih izdataka odnosi se na fragmentaciju opskrbnih lanaca i geopolitičke napetosti, koji utječu na ponudu ključnih sirovina i poluproizvoda potrebnih za vojnu industriju (IMF, 2022.). Ako povećanje vojnih izdataka dovede do povećane potražnje za strateškim resursima, to može potaknuti rast cijena energije i drugih sirovina (osobito metala), što dodatno može ojačati inflatorne pritiske¹⁵.

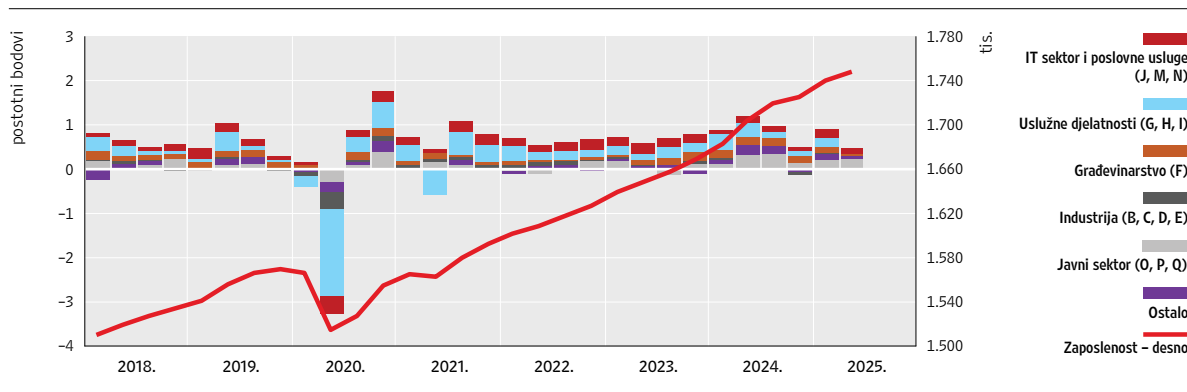
Izdvajanja za obranu mogu imati i povoljne dugoročne učinke na gospodarski rast. Ulaganja u istraživanje i razvoj unutar obrambene industrije mogu se preliti i na ostatak gospodarstva, a zemlje koje uvoze obrambene proizvode od tehnološki naprednijih zemalja također mogu poboljšati svoje tehnološko znanje.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

15 IMF (2022.), Chapter 3. Geopolitics and Financial Fragmentation: Implications for Macro-financial stability, Global Financial Stability Report, April

2.2. Tržište rada

Rast zaposlenosti nastavio se i u prvoj polovini 2025. godine, no sporijom dinamikom. Prema administrativnim podacima na početku godine prosječna tromjesečna stopa rasta ubrzala se u odnosu na kraj prošle godine, što je, međutim, bilo povezano s tzv. učinkom prijenosa koji je u vezi sa snažnim povećanjem broja zaposlenih u prosincu 2024. godine, neposredno prije ukidanja olakšica za zapošljavanje mladih nakon što se u studenome zaposlenost privremeno smanjila.¹⁶ U drugom tromjesečju rast zaposlenosti vidljivo se usporio, pri čemu je usporavanje bilo relativno široko rasprostranjeno po glavnim djelatnostima, osim kada je riječ o kretanjima u javnome sektoru. U prvih šest mjeseci 2025. godine rast zaposlenosti uglavnom je bio koncentriran u javnoj upravi, obrazovanju, zdravstvu i socijalnoj skrbi (djelatnosti O, P i Q), a u većini ostalih djelatnosti je oslabio (posebice u građevinarstvu, trgovini, prijevozu te uslugama smještaja i hrane), izuzev sektora IT-a i poslovnih usluga (Slika 2.2.1.). Djelomično bi takva kretanja mogla biti posljedica strožih uvjeta zapošljavanja stranih radnika, nakon izmjena Zakona o strancima od ožujka 2025., što je moglo usporiti zapošljavanje dok se poslodavci ne prilagode novom zakonskom okviru. U prvih šest mjeseci 2025. godine prosječno je bilo oko 35 tisuća umirovljenika zaposlenih na pola radnog vremena, što čini 2,0% ukupne zaposlenosti, a njihov bi broj mogao još narasti nakon najavljenih zakonskih izmjena.¹⁷

Slika 2.2.1. Zaposlenost po djelatnostima NKD-a, sezonski prilagođeni podaci, doprinosi tromjesečnoj stopi promjene



Izvor: HZMO (sezonska prilagodba HNB-a)

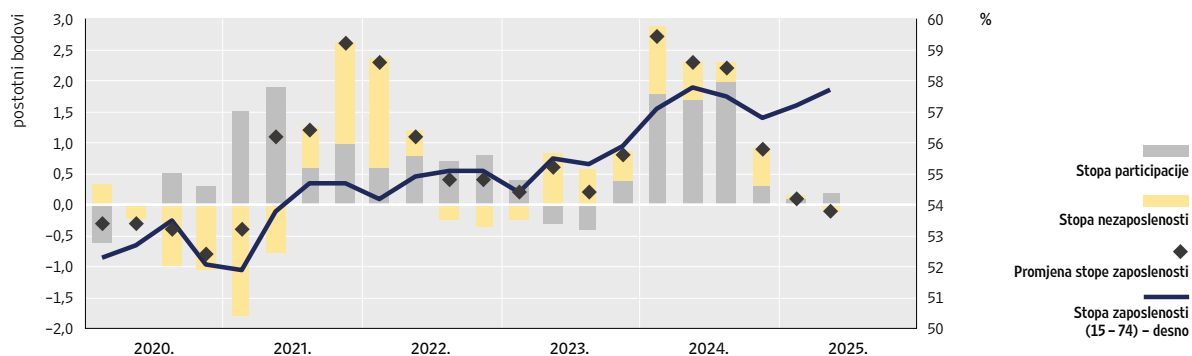
U prvom polugodištu 2025. broj zaposlenih prema anketi o radnoj snazi blago se povećao (0,4% u odnosu na 4,9% u prvoj polovini 2024.) u odnosu na isto razdoblje lani, s blagim oscilacijama u proteklih godinu dana. Osim metodoloških razlika, do razlika između anketne i administrativne zaposlenosti može doći i zato što su strani radnici djelomično obuhvaćeni anketom. Prema anketnim podacima stopa zaposlenosti (15 – 74) u prva dva tromjesečja 2025. iznosila je 51,3%, isto kao i u prvoj polovini 2024. godine (Slika 2.2.2.). Istodobno se stopa participacije (15+) zadržala na 54,1%, koliko je iznosila i u 2024., kao odraz povećane participacije u segmentu stanovništva

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

17 Izmjenama Zakona o mirovinskom osiguranju u srpnju 2025. od siječnja 2026. omogućit će se umirovljenicima rad na puno radno vrijeme uz zadržavanje prava na isplatu 50% mirovine.

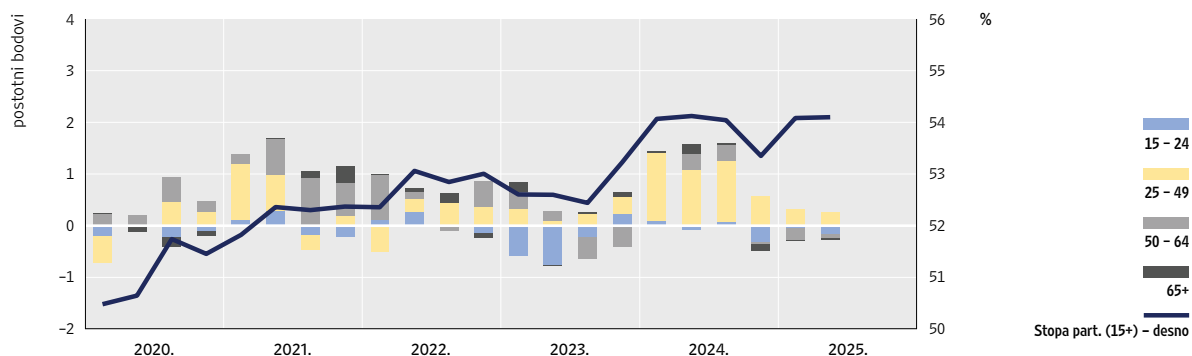
srednje radne dobi (25 – 49), dok su ostale dobne skupine imale negativan doprinos ukupnoj stopi participacije radne snage (Slika 2.2.3.).

Slika 2.2.2. Doprinosi godišnjoj promjeni stope zaposlenosti (15 – 74)



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

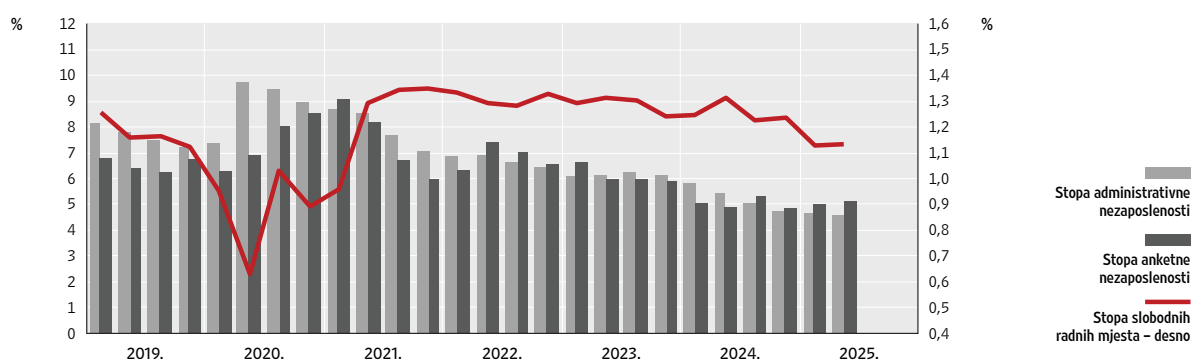
Slika 2.2.3. Stopa participacije (15+) i doprinosi godišnjoj promjeni po dobnim skupinama



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

Pad nezaposlenosti također se usporio u okružju slabljenja potražnje za radom. Slabljenje potražnje za radom u prvoj polovini 2025. vidljivo je u padu broja oglašanih radnih mjesta (Slika 2.2.4.). U prva tri mjeseca 2025. nezaposlenost je bila manja za 2,0% nego u četvrtom tromjesečju 2024., kada je zabilježen pad od 6,2%, a slična se dinamika nastavila i u drugome tromjesečju te se stopa nezaposlenosti spustila na 4,5% u lipnju, s 4,7%, koliko je iznosila krajem 2024. Pritom je na kraju lipnja bila nezaposlena 81 tisuća osoba (prema sezonski prilagođenim podacima), odnosno 17,5% manje nego u istom mjesecu 2024. Međunarodno usporediva (anketna) stopa nezaposlenosti, prema posljednjim dostupnim podacima za drugo tromjesečje 2025., iznosila je 5,1% te je ostala gotovo nepromijenjena u odnosu na 2024. godinu.

Slika 2.2.4. Stope nezaposlenosti i slobodnih radnih mjesta, sezonski prilagođeni podaci



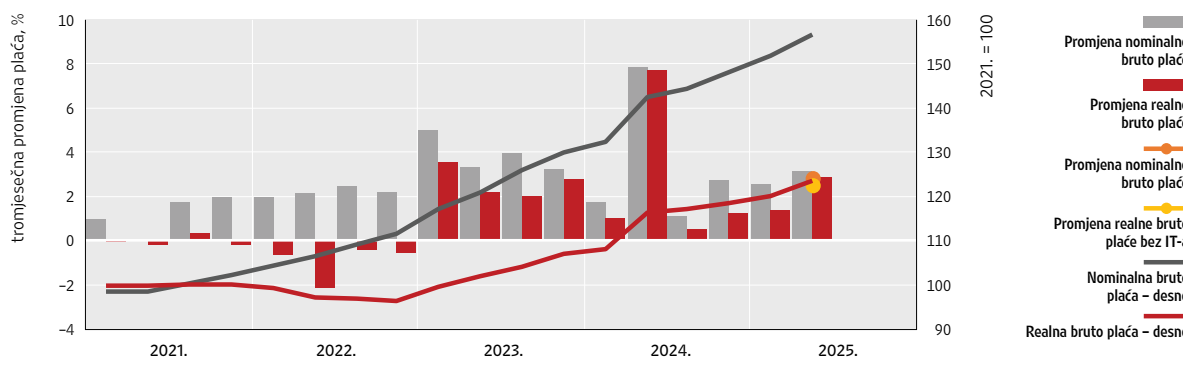
Napomena: Stopa slobodnih radnih mjesta računa se kao udio slobodnih radnih mjesta u ukupnoj potražnji za radom (zbroj osiguranika HZMO-a i slobodnih radnih mjesta).
Izvori: DZS; HZZ; Eurostat; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

U prvom tromjesečju 2025. plaće su nastavile rasti relativno snažno, a u drugom tromjesečju rast se dodatno intenzivirao, djelomično i zbog jednokratnih isplata. Prosječna nominalna bruto plaća nastavila je stabilno rasti po visokim stopama na početku 2025. godine. Tako je u prvom tromjesečju 2025. prosječna nominalna bruto plaća bila viša za 2,6% nego u četvrtom tromjesečju 2024. (Slika 2.2.5.). Pritom se u javnom sektoru ubrzao tromjesečni rast plaća (1,6% s 0,7%), i to zbog povećanja osnovice plaća državnih i javnih službenika od 3% za plaće isplaćene u ožujku. Rast plaća u ostatku gospodarstva bio je i nadalje snažan i široko rasprostranjen po djelatnostima uz samo blago usporavanje (2,7% u prvom tromjesečju ove godine u odnosu na 3,3% iz posljednjeg tromjesečja protekle godine). U drugom tromjesečju 2025. osjetno se ubrzao rast prosječne nominalne bruto plaće zbog snažnijeg rasta plaća u ostatku gospodarstva, djelomično i zbog jednokratnih isplata u djelatnosti emitiranja programa.¹⁸ Prosječna nominalna bruto plaća u ukupnom gospodarstvu tako je u drugom tromjesečju 2025. bila za 3,2% viša nego u prvom tromjesečju 2025., dok je realna plaća istodobno porasla za 2,9% (1,3% u prvom tromjesečju). S druge strane, godišnja stopa rasta prosječne nominalne bruto plaće znatno se usporila u drugom tromjesečju 2025. (s 14,7% u prvom tromjesečju na 9,7% u drugome tromjesečju) zbog iščezavanja baznog učinka snažnog rasta plaća u javnom sektoru nakon provedene reforme sustava plaća u travnju prošle godine, dok se u ostatku gospodarstva godišnji porast plaća samo blago usporio u odnosu na prvo tromjesečje.

¹⁸ Početkom 2025. konsolidirana je Hrvatska radio televizija (HRT) u skladu s Vladinim Planom konsolidacije rada i poslovanja HRT-a te je s danom 31. ožujka znatan dio zaposlenika prihvatio sporazumne ponude za otpremnine. Više na: <https://www.jutarnji.hr/vijesti/hrvatska/egzodus-na-prisavlju-hrt-napustilo-333-zaposlenika-od-toga-cak-123-iz-programa-15569348>

Slika 2.2.5. Prosječna nominalna i realna plaća

sezonski prilagođeni podaci



Izvori: DZS; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

2.3. Cjenovna kretanja

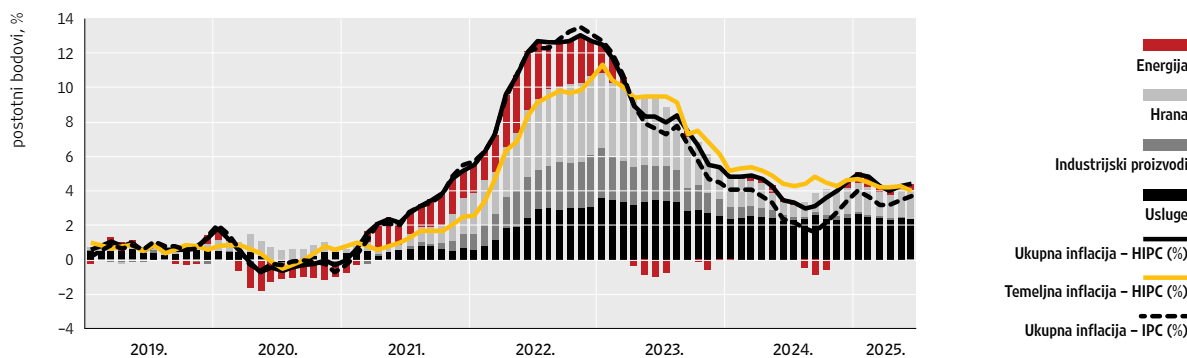
Temeljna inflacija (koja isključuje kolebljive cijene energije i hrane) u prvoj se polovini 2025. smanjila, dok je ukupna inflacija ostala povišena pod utjecajem pritiska na cijene hrane te rasta administrativno reguliranih cijena plina, električne i toplinske energije. Prosječno je tijekom prvih šest mjeseci 2025. ukupna inflacija bila viša od ostvarenja prethodne godine zbog cijena energije i hrane. Inflaciju su na povišenoj razini održavali povlačenje fiskalnih mjera, odnosno rast administrativno reguliranih cijena plina, električne i toplinske energije, kao i pritisci na rast cijena hrane zbog prelijevanja viših cijena pojedinih prehrambenih sirovina u okružju visokih stopa rasta plaća, koji je podizao troškove i održavao snažnu potražnju. Za razliku od toga, temeljna je inflacija prosječno tijekom prve polovine 2025. bila niža u odnosu na lanjsko prvo polugodište i prosjek cijele prošle godine zahvaljujući usporavanju inflacije cijena industrijskih proizvoda u uvjetima niskih uvoznih pritiska, niskih stopa rasta proizvođačkih cijena proizvoda za široku potrošnju i aprecijacije tečaja.

U lipnju 2025. ukupna inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) iznosila je 4,4%, a inflacija mjerena nacionalnim indeksom potrošačkih cijena (IPC) 3,7%, što je bilo manje nego na početku godine i blizu razina ostvarenih na kraju prethodne godine. Ukupna inflacija mjerena HIPC-om¹⁹, nakon što je u razdoblju od kolovoza 2024. do siječnja 2025. godine porasla s 3,0% na 5,0% (Slika 2.3.1.), u lipnju 2025. spustila se na 4,4%. U tom se razdoblju usporila i inflacija mjerena nacionalnim indeksom potrošačkih cijena (IPC), koji odražava strukturu potrošnje hrvatskih građana, i to s 4,0% u siječnju 2025. na 3,7% u lipnju. Unatoč porastu ukupne inflacije u svibnju i lipnju, koji je bio rezultat povećanja godišnje inflacije cijena hrane i energije, ukupna je inflacija i nadalje bila niža nego na početku godine, odnosno blizu razina ostvarenih krajem 2024. godine (u prosincu je inflacija mjerena HIPC-om iznosila 4,5%, a mjerena IPC-om 3,4%). Postojano viša inflacija mjerena harmoniziranim u odnosu na nacionalni pokazatelj odražava razlike u strukturi košarice dobara i usluga za izračun harmoniziranoga

19 HIPC, za razliku od IPC-a, obuhvaća potrošnju stranih gostiju i institucionalnih kućanstava (poput obrazovnih, zdravstvenih, vjerskih institucija i sl.).

odnosno nacionalnog pokazatelja (**Tablica 2.3.1.**), pri čemu je udio usluga, osobito ugostiteljskih i usluga smještaja, na koje mnogo troše strani turisti, a čije cijene osobito snažno rastu, u potrošačkoj košarici za izračun HIPC-a znatno viši u odnosu na IPC, a udio hrane i energije niži je nego u IPC-u. U skladu s tim, cijene usluga znatno više pridonose ukupnoj inflaciji mjerenoj harmoniziranim u odnosu na nacionalni pokazatelj (**Slika 2.3.2.**).

Slika 2.3.1. Pokazatelji inflacije u Hrvatskoj



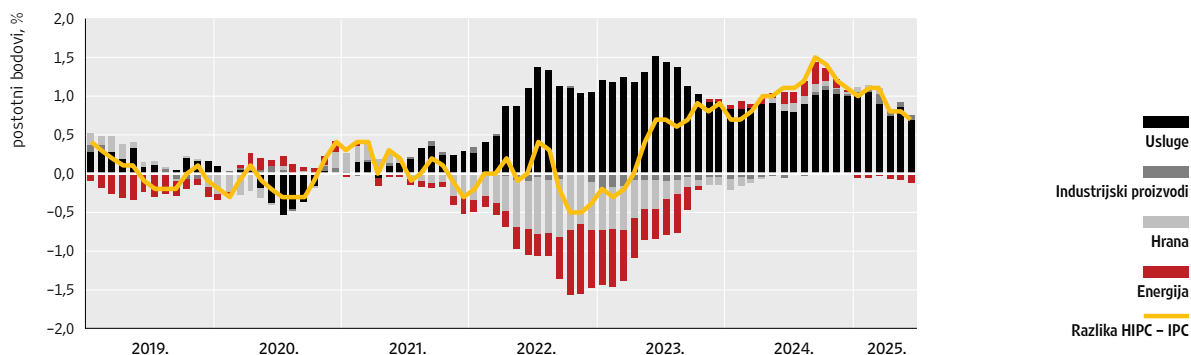
Napomena: Temeljna inflacija mjerena je harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena, koji isključuje cijene energije, hrane, alkohola i duhana.
Izvori: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

Tablica 2.3.1. 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

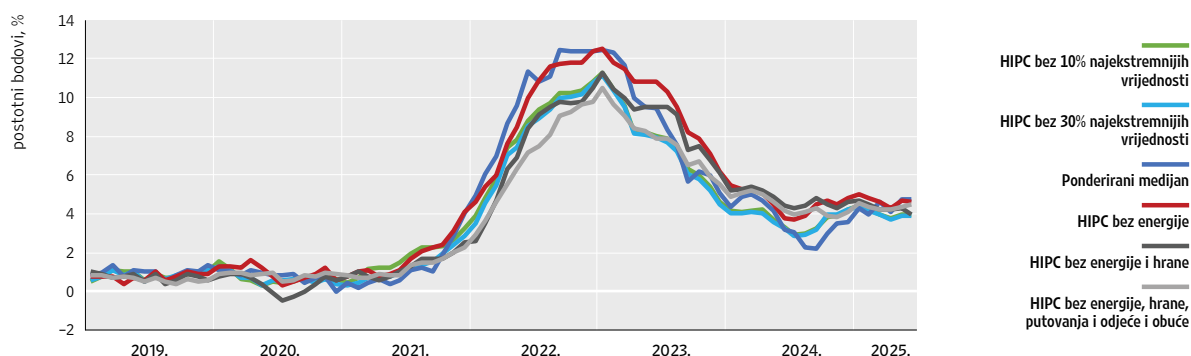
Napomena: Hrana uključuje pića i duhan, a industrijski su proizvodi bez energije. Temeljna inflacija isključuje cijene energije, hrane, alkohola i duhana.
Izvori: Eurostat; DZS

Inflacija cijena energije i hrane u prvoj se polovini 2025. povećala. Inflacija cijena energije znatno se ubrzala krajem 2024., a u siječnju 2025. dosegla je najvišu razinu u gotovo dvije godine povećavši se zbog poskupljenja naftnih derivata i administrativno reguliranih cijena plina, električne i toplinske energije, što je povezano s povlačenjem dijela fiskalnih potpora. Međutim, u sljedećim se mjesecima zahvaljujući prelijevanju smanjenja cijena sirove nafte na svjetskom tržištu na cijene naftnih derivata na domaćem tržištu inflacija cijena energije usporila. Ipak, prosječno je inflacija cijena energije u prvoj polovini 2025. bila viša od prošlogodišnjih ostvarenja, kao i inflacija cijena hrane, čije je ubrzavanje odražavalo prelijevanje viših cijena pojedinih prehrambenih sirovina u okružju visokih stopa rasta plaća.

Slika 2.3.2. 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

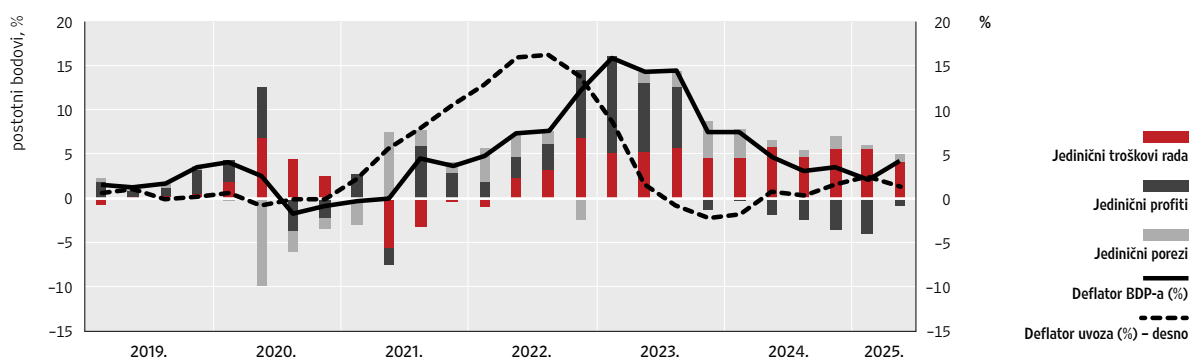
Slika 2.3.3. Pokazatelji temeljne inflacije u Hrvatskoj

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

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Temeljna inflacija (koja isključuje cijene energije i hrane) u prvom se dijelu 2025. usporila, ali je i nadalje povišena, i to u segmentu inflacije cijena usluga. Temeljna inflacija u prvoj polovini 2025. bila je niža nego u prvom polugodištu prethodne godine, kao i u odnosu na prosjek cijele 2024. godine. Usporavanje temeljne inflacije odražavalo je usporavanje inflacije cijena industrijskih proizvoda u uvjetima niskih uvoznih pritisa, niskih stopa rasta proizvođačkih cijena proizvoda za široku potrošnju i aprecijacije tečaja. Za razliku od toga, inflacija cijena usluga, kao druga sastavnica temeljne inflacije, zadržala se na povišenoj razini kao najustrajnija komponenta inflacije. Ustrajnost inflacije cijena usluga uvelike odražava robusnu domaću potražnju i zategnuto tržište rada uz i nadalje visok rast plaća. Jedinični troškovi rada glavni su činitelj rasta deflatora BDP-a, dok je doprinos jediničnih profita i nadalje negativan (Slika 2.3.4.). Alternativni pokazatelji temeljne inflacije, koji isključuju određene kolebljive komponente, uglavnom se nalaze na višoj razini nego u drugoj polovini prošle godine, iako se većina tih pokazatelja blago smanjila u odnosu na sam kraj prethodne godine (Slika 2.3.3.).

Slika 2.3.4. Dekompozicija rasta deflatora BDP-a

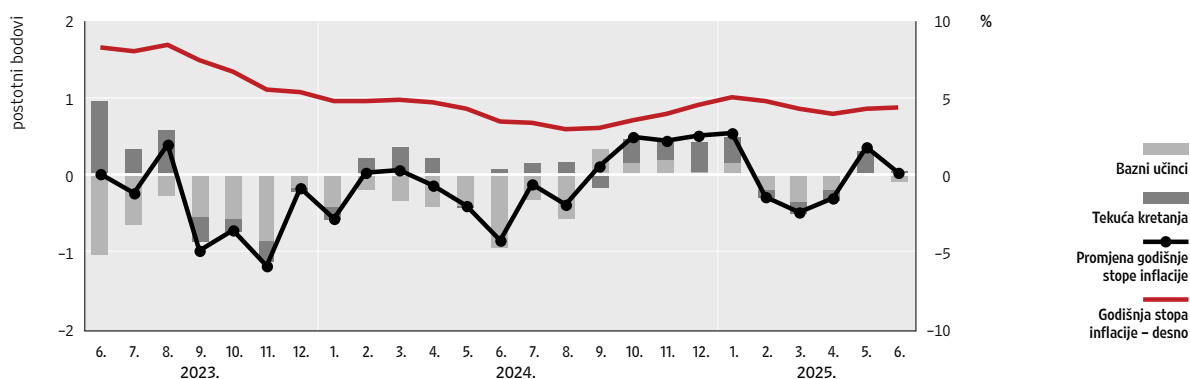


Napomena: Pozitivna (negativna) vrijednost označuje veći (manji) doprinos inflacije cijena određene komponente ukupnoj inflaciji mjerenoj HIPC-om u odnosu na inflaciju mjerenu IPC-om.

Izvori: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

Kumulativno usporavanje godišnje stope ukupne inflacije od veljače do lipnja 2025. odražavalo je povoljne bazne učinke, odnosno izlazak visokih mjesečnih stopa rasta ostvarenih u prvoj polovini 2024. godini iz izračuna godišnje stope. 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).²⁰ U razdoblju od rujna 2024. do siječnja 2025. godišnja se stopa ukupne inflacije (HIPC) povećavala zbog jačanja tekućih inflacijskih pritisaka i nepovoljnih baznih učinaka (Slika 2.3.5.). Nasuprot tome, smanjenje godišnje stope ukupne inflacije u razdoblju od veljače do travnja 2025. odražavalo je povoljan učinak baznog razdoblja, zbog visokoga mjesečnog porasta cijena u istom razdoblju prošle godine, posebice kod usluga, uz istodobno niske tekuće pritiske na cijene energije i hrane. Povećanje inflacije u svibnju i lipnju bilo je rezultat jačanja tekućih pritisaka u komponentama usluga i hrane. Kratkoročni pokazatelj ukupne inflacije (Slika 2.3.6.), tzv. zamah (odnosno tromjesečna stopa promjene izračunata iz sezonski prilagođenih podataka i izražena na godišnjoj razini) upućuje na smanjenje tekućih inflacijskih pritisaka u proteklm mjesecima.

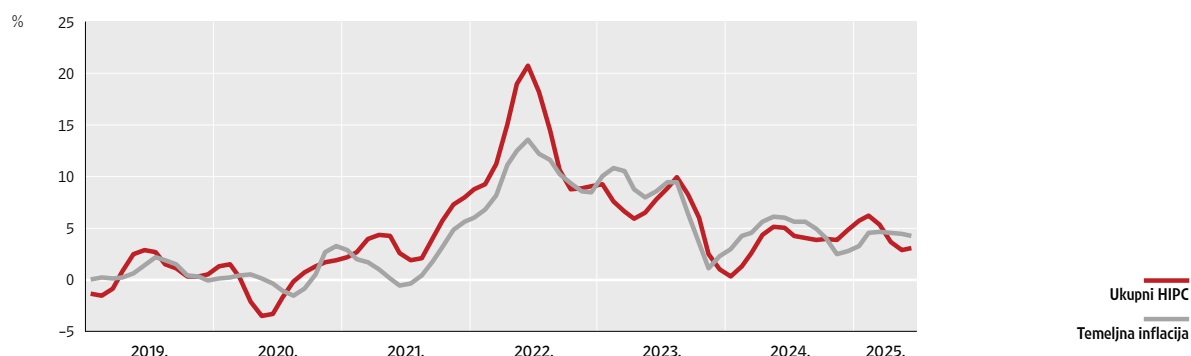
Slika 2.3.5. Doprinos baznih učinaka i tekućih kretanja promjeni godišnje inflacije



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

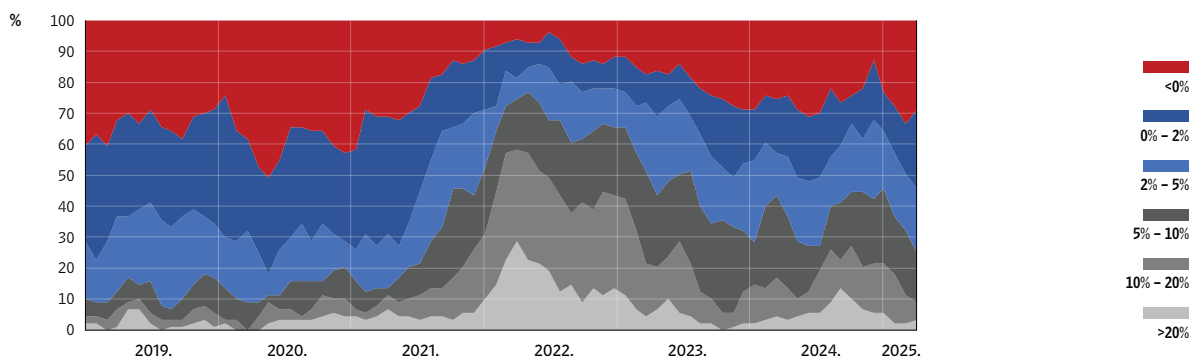
²⁰ Za detaljnije pojašnjenje vidjeti HNBlog D. Kunovca i M. Luketine "Na putu prema dolje – uloga baznih učinaka u usporavanju potrošačke inflacije".

Slika 2.3.6. 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.

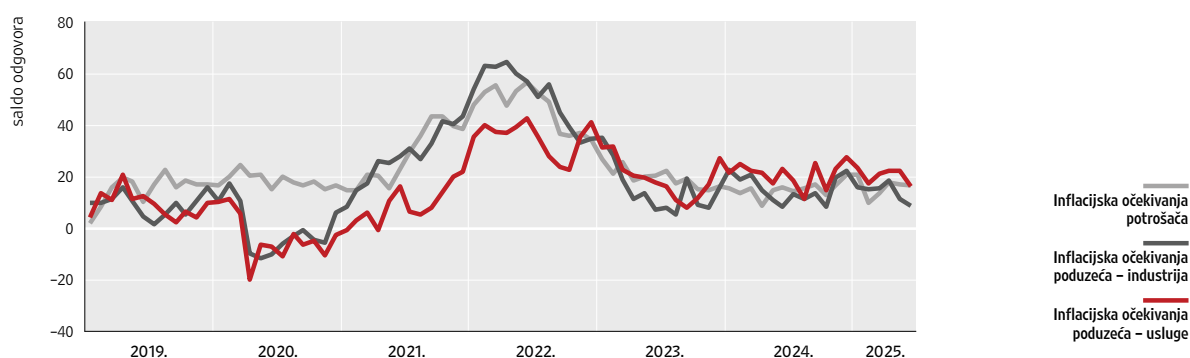
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Nakon porasta početkom godine, u drugom tromjesečju 2025. rasprostranjenost se inflacije smanjila (Slika 2.3.7.) te se udio potkomponentata u indeksu potrošačkih cijena čija je tromjesečna stopa promjene izražena na godišnjoj razini bila veća od 2% kretao oko 51%. Usporedbe radi, taj je udio tijekom prethodne godine prosječno iznosio 55%, a sredinom 2022. godine 85%. Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća (Slika 2.3.8.) u prvih su se šest mjeseci 2025. smanjila u odnosu na kraj 2024. godine, ali su i nadalje povišena u odnosu na pretpandemijsko razdoblje, što se ponajviše odnosi na poduzeća iz uslužnog sektora.

Slika 2.3.7. 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 komponentata harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena.

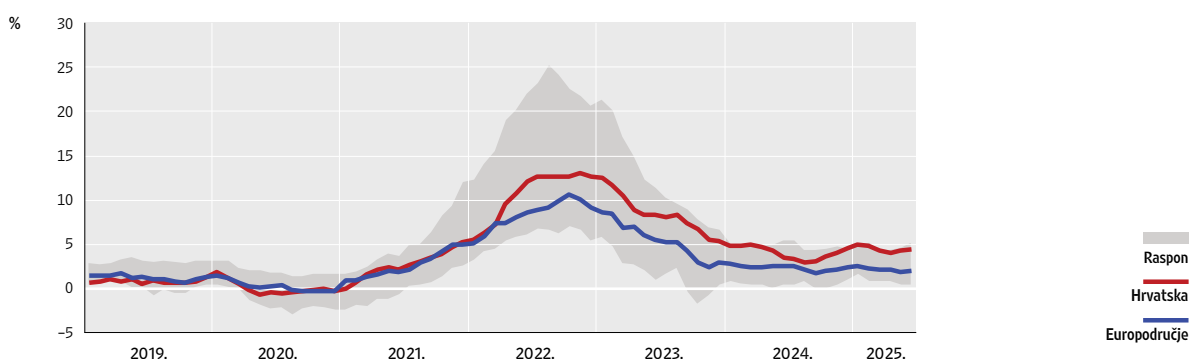
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 2.3.8. Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća

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

Izvor: Ipsos

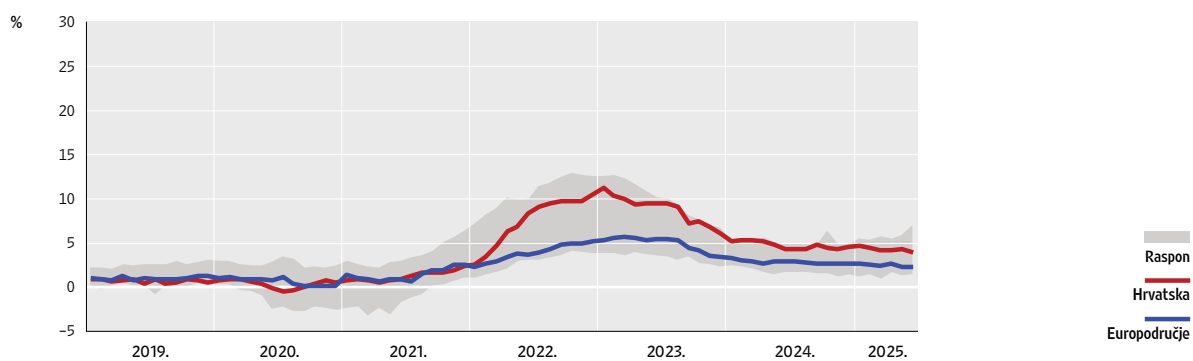
Razlika između ukupne inflacije u Hrvatskoj i na razini cijelog europodručja u prvoj se polovini 2025. povećala u odnosu na lanjska ostvarenja, iako je u lipnju 2025. bila malo niža nego početkom godine. Nakon povećavanja u drugoj polovini 2024. i početkom 2025., razlika između ukupne inflacije u Hrvatskoj i na razini cijelog europodručja u razdoblju od ožujka do lipnja 2025. prosječno je bila niža nego na samom početku 2025. godine (više vidjeti u Okviru 2. Inflacijski diferencijal između Hrvatske i prosjeka europodručja). Tako je u lipnju 2025. ukupna inflacija u Hrvatskoj bila za 2,4 postotna boda viša od prosjeka europodručja (Slika 2.3.9.), što je za 0,1 postotni bod manje nego u siječnju 2025. godine, a za 1,4 postotna boda više nego u lipnju prethodne godine. Temeljna inflacija u Hrvatskoj u lipnju 2025. premašivala je onu na razini prosjeka europodručja za 1,7 postotnih bodova (Slika 2.3.10.), što je za 0,3 postotna boda manje nego u siječnju 2025. godine, a za 0,2 postotna boda više nego u lipnju prethodne godine.

Slika 2.3.9. Usklađenost ukupne inflacije u Hrvatskoj i europodručju

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

Izvor: Eurostat

Slika 2.3.10. Usklađenost temeljne inflacije u Hrvatskoj i europodručju



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

Izvor: Eurostat

OKVIR 2.

Inflacijski diferencijal između Hrvatske i prosjeka europodručja

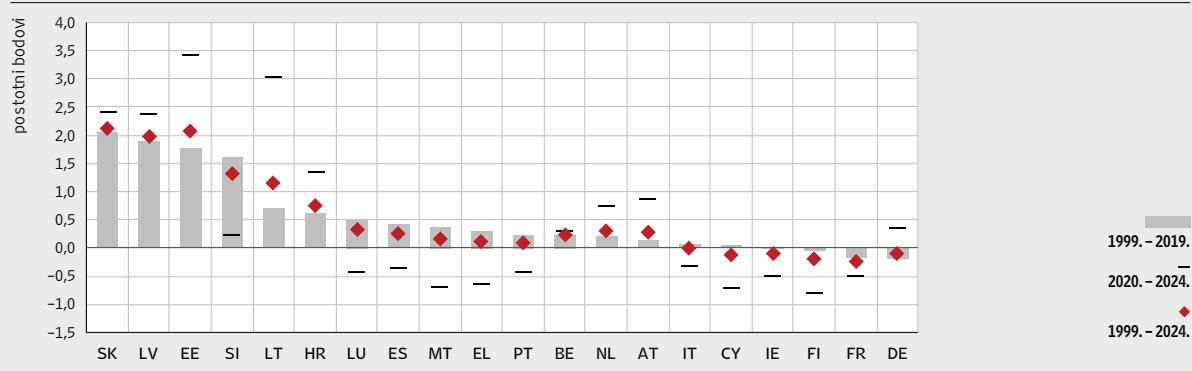
Inflacija u Hrvatskoj i nadalje primjetno premašuje prosječnu inflaciju u europodručju, ali je razlika između inflacije u Hrvatskoj i na razini prosjeka europodručja niža u usporedbi s ostvarenjima u drugoj polovini 2022. i tijekom 2023. godine. I nadalje povišen inflacijski diferencijal odražava veći doprinos cijena hrane, usluga i energije u Hrvatskoj u odnosu na prosjek europodručja. Dio inflacijske razlike proizlazi iz procesa konvergencije cijena u Hrvatskoj prema višoj prosječnoj razini u europodručju povezanih s postupnim približavanjem dohotka po glavi stanovnika prosječnoj razini cijele unije. Usto, viša inflacija u Hrvatskoj od prosjeka europodručja odražava nekoliko dodatnih činitelja, uključujući snažniji gospodarski rast, potom brži rast plaća i osobne potrošnje, poticajno usmjerenu fiskalnu politiku, priljev sredstava iz fondova EU-a i sporije povlačenje energetske potpora kućanstvima u odnosu na druge zemlje. Ipak, u 2026. očekuje se snažnije usporavanje inflacije u Hrvatskoj u usporedbi s prosjekom europodručja, pa bi se inflacijski diferencijal trebao smanjiti.

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

Iako su inflacijski diferencijali normalan i poželjan element ukupnog procesa sustizanja razvijenijih zemalja, pretjerani diferencijali obično se smatraju nepoželjnima. Ciklička pozicija gospodarstva jedan je od ključnih kratkoročnih faktora koji utječe na kretanje inflacije. Različita ciklička kretanja u članicama monetarne unije mogu uzrokovati različite stope inflacije. Cikličko pregrijavanje gospodarstva obično nosi brži rast plaća i veće troškovne pritiske koje poduzeća lakše prebacuju na cijene u okružju snažne potražnje za proizvodima i uslugama. Razlike u kretanju nominalnih jediničnih troškova rada, odnosno prosječnih plaća korigiranih za porast

produktivnosti, među zemljama jedan su od važnih pokazatelja troškovnih pritisaka i bitan izvor inflacijskih diferencijala. Nadalje, zemlje koje provode ekspanzivniju fiskalnu politiku (u odnosu na ostale članice) i time potiču potražnju, mogu očekivati brži rast cijena i pozitivan inflacijski diferencijal. Među kratkoročne činitelje koji uzrokuju razlike u inflaciji ubrajaju se promjene administrativnih cijena i indirektnih poreza (primjerice, promjene stope PDV-a). Nepoželjnom se smatra pozitivna razlika u stopama inflacije koja nastaje kao posljedica prekomjernog rasta plaća te strukturnih problema koji se očituju u nedovoljno fleksibilnom tržištu rada i tržištu proizvoda ili neprimjerene fiskalne politike, što može dugoročno narušiti konkurentnost gospodarstva. Kao što se može vidjeti na Slici 1., i u razdoblju prije izbijanja pandemije stope inflacije među zemljama članicama europodručja znatno su se razlikovale, pri čemu je u dužem razdoblju od 1999. do 2019. inflacija u Hrvatskoj prosječno bila viša od inflacije na razini prosjeka europodručja za 0,6 postotnih bodova. Još veći inflacijski diferencijal u tom su razdoblju ostvarile baltičke zemlje, Slovačka i Slovenija.

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

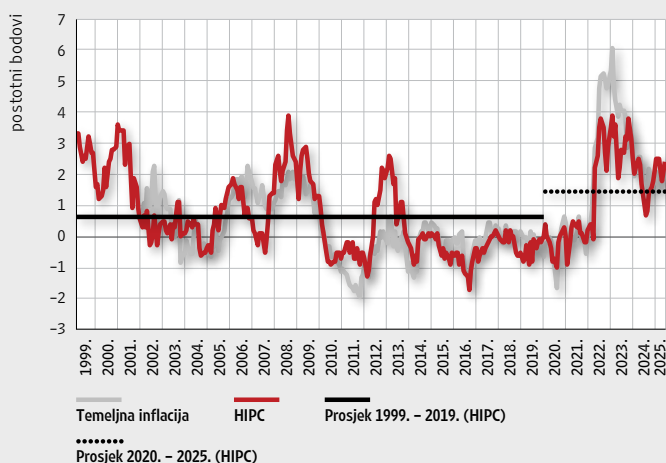


Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Inflacijski diferencijal povišen je od travnja 2022. godine. Tijekom prvih sedam mjeseci 2024. ukupna se inflacija (mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena, HIPC-om) u Hrvatskoj usporavala snažnije nego u europodručju, ponajprije zbog izrazitijeg smanjivanja inflacije cijena energije. Stoga se inflacijski diferencijal u srpnju 2024., nakon više od dvije godine, ponovno približio dugoročnom prosjeku iz pretpandemijskog razdoblja (**Slika 2.**).²¹ Međutim, poslije toga inflacijski se diferencijal povećao s obzirom na to da se u razdoblju od srpnja 2024. do lipnja 2025. ukupna inflacija u Hrvatskoj ubrzala, dok se istodobno inflacija na razini prosjeka europodručja usporila.

²¹ O inflacijskom diferencijalu u 2022. detaljnije vidjeti Okvir 3. Zašto je inflacija u Hrvatskoj viša nego u europodručju, Makroekonomska kretanja i prognoze br. 13, prosinac 2022. O inflacijskom diferencijalu u 2023. detaljnije vidjeti Okvir 4. Inflacijski diferencijal između Hrvatske i prosjeka europodručja, Polugodišnja informacija o drugom polugodištu 2023., svibanj 2024.

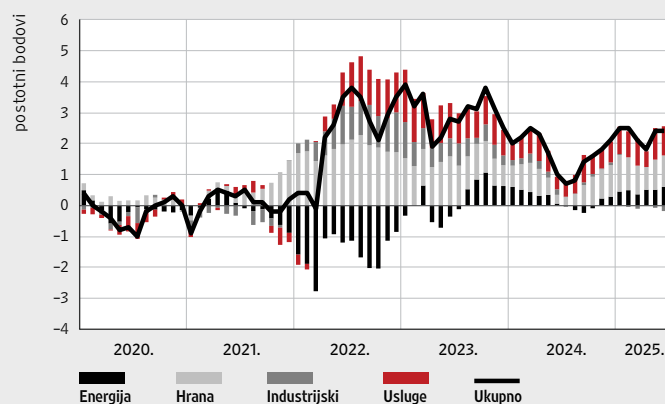
Slika 2. Inflacijski diferencijal između Hrvatske i prosjeka europodručja



Napomena: Temeljna inflacija isključuje cijene energije, hrane, alkohola i duhana.

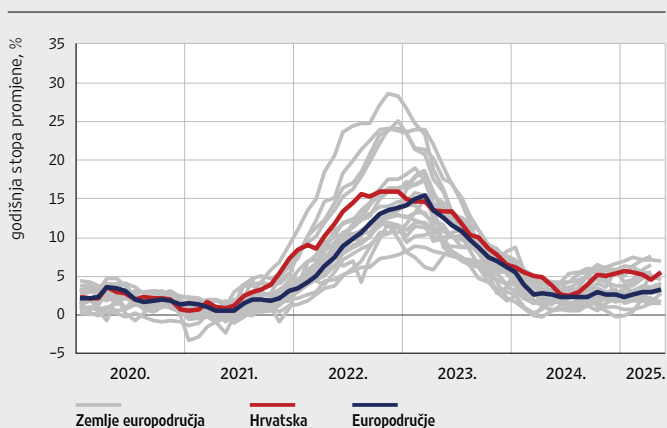
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

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



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Povećanje inflacijskog diferencijala između Hrvatske i prosjeka europodručja u drugoj polovini 2024. i u prvoj polovini 2025. u najvećoj je mjeri odražavalo povećanje razlike u doprinosima cijena hrane (uključujući alkohol i duhan) i energije, a u manjoj mjeri i cijena usluga (**Slika 3.**). Povećanje razlike u doprinosima cijena hrane ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj i na razini prosjeka europodručja odražava izrazitije ubrzavanje rasta cijena hrane (**Slika 4.**), kao i veći udio hrane u potrošačkoj košarici u Hrvatskoj nego na razini prosjeka europodručja (**Tablica 1.**). Godišnja stopa inflacije cijena hrane u Hrvatskoj ubrzala se s 2,5% u srpnju 2024. na 5,7% u lipnju 2025. godine. Na ubrzavanje rasta cijena hrane utjecali su viši ulazni troškovi zbog rasta plaća, cijena energenata i prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu (pri čemu se ističu kava i kakao) te zbog vremenskih nepogoda, napose suše tijekom ljetnih mjeseci. Inflacijske pritiske na cijene hrane u Hrvatskoj ublažavale su nove mjere Vlade vezane uz ograničavanje maloprodajnih cijena određenih proizvoda (pretežno prehrambenih), koje su stupile na snagu u veljači 2025. godine. U lipnju 2025. ukupna inflacija u Hrvatskoj bila je viša nego na razini prosjeka europodručja za 2,4 postotna boda, od čega se na cijene hrane odnosio 1,0 postotni bod. Pritom je razilaženje u doprinosima ukupnoj inflaciji pojedinih potkomponentata hrane u Hrvatskoj i europodručju uglavnom bilo koncentrirano unutar skupine od samo desetak od ukupno sedamdesetak grupa proizvoda (**Slika 7.**), a najviše na vino, kavu, govedinu i teletinu te pivo.

Slika 4. Inflacija cijena hrane u Hrvatskoj i zemljama europskog područja

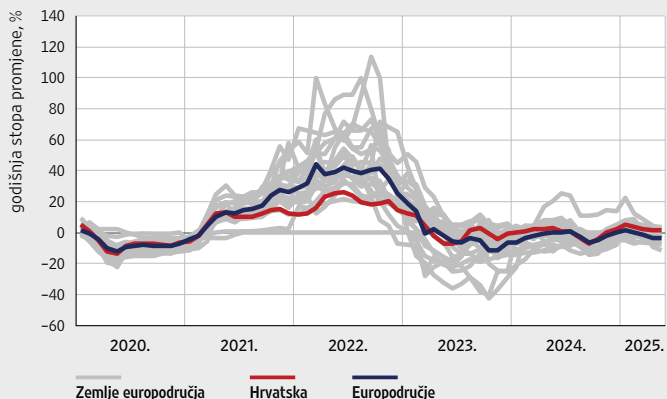
Izvor: Eurostat

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

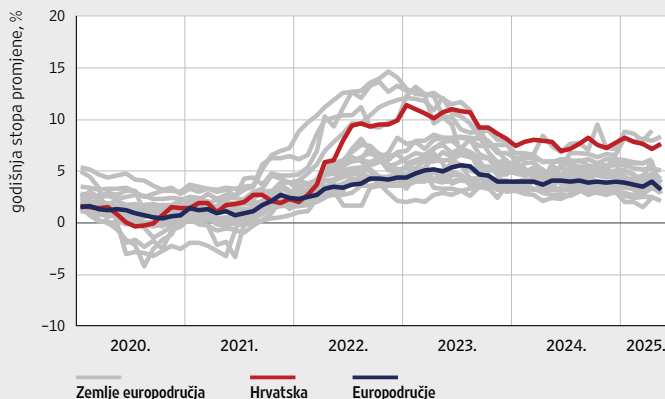
u %	Hrvatska	europsko područje
Energija	12,3	9,4
Hrana	28,4	19,3
Prerađeni prehrambeni proizvodi	22,2	15,1
Neprerađeni prehrambeni proizvodi	6,2	4,3
Temeljna inflacija	59,3	71,3
Industrijski proizvodi	26,8	25,6
Usluge	32,5	45,6
Ugostiteljske usluge	8,1	9,0
Usluge smještaja	4,1	2,4
Usluge stanovanja	2,4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

Izvor: Eurostat

Na povećanje inflacijskog diferencijala u drugoj polovini 2024. i u prvoj polovini 2025. osim hrane utjecale su i cijene energije i usluga. Povećanje administrativno reguliranih cijena plina, električne i toplinske energije u listopadu i studenome 2024. te u siječnju 2025. pridonijelo je izrazitijem porastu inflacije cijena energije u Hrvatskoj u usporedbi s europskim područjem (**Slika 5.**). Povećala se i razlika u inflaciji cijena usluga u Hrvatskoj u odnosu na europsko područje (**Slika 6.**), osobito cijena u ugostiteljstvu i smještaju (**Slika 8.**). Činitelji koji su utjecali na rast cijena tih usluga uključuju, prije svega, znatan rast plaća i prelijevanje prijašnjeg rasta ulaznih troškova izazvanog porastom cijena energije i hrane u uvjetima snažne domaće potražnje te solidne potražnje stranih posjetitelja za ugostiteljskim uslugama i uslugama smještaja. Za razliku od usluga, inflacija cijena industrijskih proizvoda, koja su međunarodno razmjenjiva dobra kojima se uvelike trguje u uvjetima snažnije konkurencije, i u Hrvatskoj i europskom području u ovom je razdoblju bila podjednaka na niskoj razini.

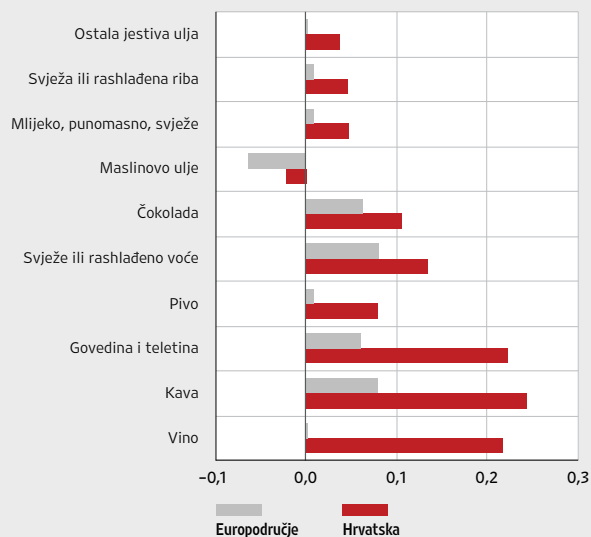
Slika 5. Inflacija cijena energije u Hrvatskoj i zemljama europskog područja

Izvor: Eurostat

Slika 6. Inflacija cijena usluga u Hrvatskoj i zemljama europskog područja

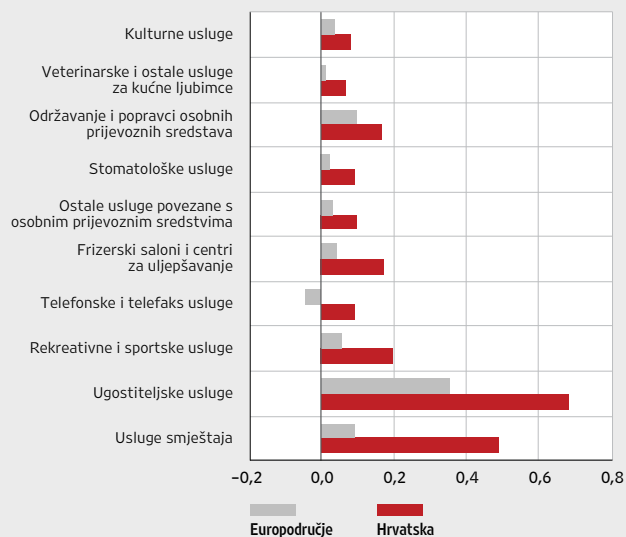
Izvor: Eurostat

Slika 7. Doprinos potkomponentata inflacije cijena hrane ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj i europodručju u lipnju 2025.



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

Slika 8. Doprinos potkomponentata inflacije cijena usluga ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj i europodručju u lipnju 2025.



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

Ukupno gledajući, inflacijski diferencijali odražavaju djelovanje različitih strukturnih i cikličkih činitelja, pri čemu je viša razina inflacije u Hrvatskoj od prosjeka europodručja uvelike rezultat snažnijega gospodarskog rasta u Hrvatskoj, koji poglavito proizlazi iz izraženijeg porasta domaće potražnje praćenog snažnim rastom plaća. Hrvatska se nalazi među zemljama s najvišim stopama rasta plaća, a njihovo kretanje i nadalje je pod utjecajem snažne potražnje za radom u uvjetima povijesno niske nezaposlenosti te nepovoljnih demografskih kretanja. Snažan rast realnoga raspoloživog dohotka rezultirao je znatno izraženijim rastom osobne potrošnje u Hrvatskoj nego na razini prosjeka europodručja. Poticaj potražnji u Hrvatskoj dala je i ekspanzivna fiskalna politika te znatno povećanje plaća u javnom sektoru, kao i priljev sredstava iz fondova EU-a. U okolnostima relativno snažne potražnje, poduzeća rast troškova rada djelomice nastoje prevaliti na krajnje potrošače povećavanjem cijena dobara i usluga.²² Veći doprinos cijena hrane inflaciji u Hrvatskoj odražava viši rast cijena hrane, ali i viši udio te komponente u potrošačkoj košarici u Hrvatskoj u odnosu na prosjek europodručja. Za razliku od toga, udio usluga u potrošačkoj košarici manji je u Hrvatskoj te umanjuje doprinos snažnijeg porasta cijena usluga ukupnoj inflaciji. Međutim, unutar usluga postoje određene potkomponente čiji je udio u Hrvatskoj veći nego u europodručju. Tako, primjerice, veći ponder usluga smještaja u Hrvatskoj zbog velike potrošnje stranih turista pojačava doprinos snažnog porasta njihovih cijena inflacijskom diferencijalu. Osim toga, u Hrvatskoj se kasnije počelo s povlačenjem energetske potpora kućanstvima u odnosu na druge zemlje. Nadalje, kako se Hrvatska približava prosjeku europodručja u smislu gospodarskog razvoja, viša inflacija djelomično odražava i prateće konvergencije cijena.

Prema najnovijim prognozama Hrvatske narodne banke i Europske središnje banke iz rujna 2025., razlika u prosječnoj godišnjoj stopi inflacije u Hrvatskoj i na razini prosjeka europodručja

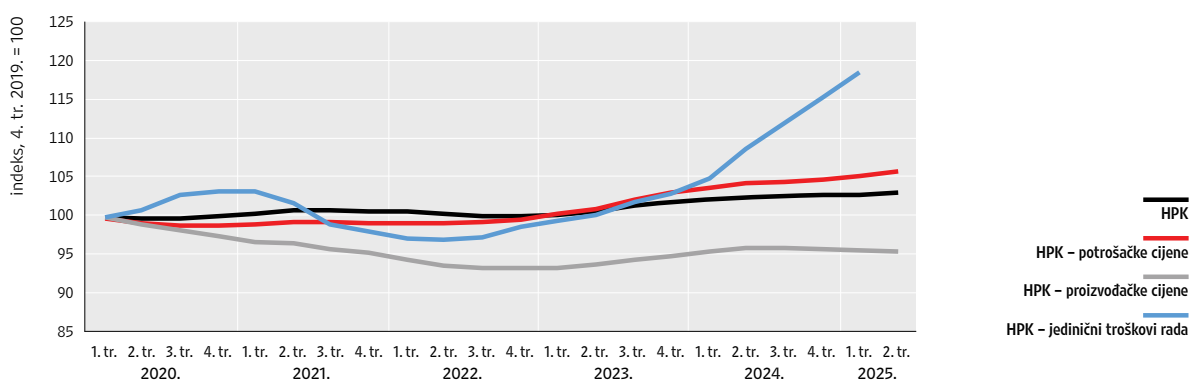
²² Više o tome kako porast plaća može voditi višim stopama inflacije u okružju u kojemu dominiraju šokovi potražnje vidjeti u blogu HNB-a: Ivanac, F., Kunovac, D. i O. Nadoveza (2024.), *Kako porast plaća utječe na inflaciju*, 29. kolovoza.

mogla bi u 2025. biti veća nego u prethodnoj godini te iznositi 2,1 postotni bod. Međutim, u sljedećoj godini inflacijski diferencijal trebao bi se smanjiti na 1,1 postotni bod, što je blago iznad razine dugoročnog prosjeka, uključujući razdoblje nakon izbijanja pandemije.

2.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom

Većina pokazatelja upućuje na nastavak pogoršavanja konkurentnosti hrvatskoga gospodarstva u odnosu na glavne trgovinske partnere u prvom polugodištu 2025. godine. Pokazatelj troškovne konkurentnosti koji uzima u obzir relativne promjene jediničnih troškova u Hrvatskoj u odnosu na trgovinske partnere (HPK-ULC) upućuje na nastavak snažnog pogoršavanja koje se bilježi još od sredine 2022. godine (**Slika 2.4.1.**). U tome je veliku ulogu imao i relativno snažan rast plaća, osobito u javnom sektoru, koji je bio znatno brži od rasta produktivnosti rada. Osim troškovne konkurentnosti hrvatskoga gospodarstva, nastavilo se i nepovoljno kretanje pokazatelja cjenovne konkurentnosti deflacioniranog relativnim potrošačkim cijenama (HPK-CPI), iako se intenzitet njegova pogoršavanja ublažio zahvaljujući relativnoj stabilnosti inflacije u prvom polugodištu 2025. godine. Istodobno se pokazatelj deflacioniran proizvodničkim cijenama (HPK-PPI) stabilizirao ispod pretpandemijskih razina.

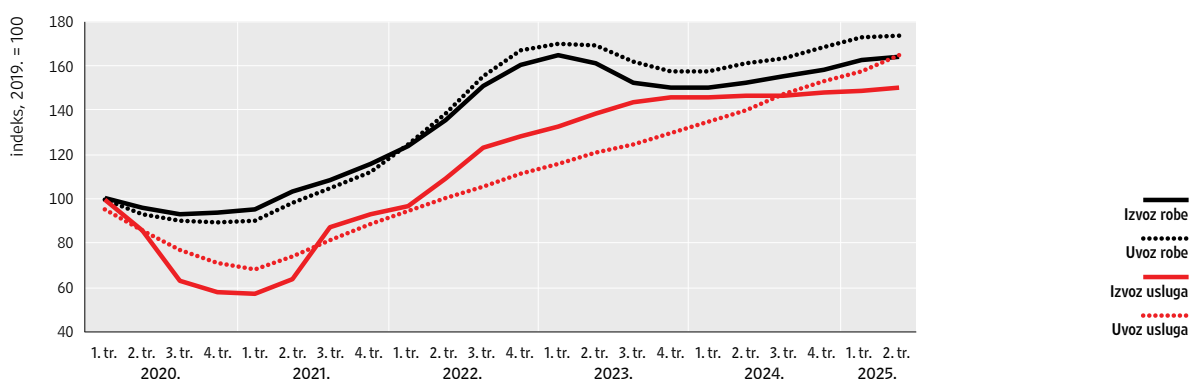
Slika 2.4.1. Harmonizirani pokazatelji konkurentnosti



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

Izvor: HNB

Slika 2.4.2. Izvoz i uvoz robe i usluga



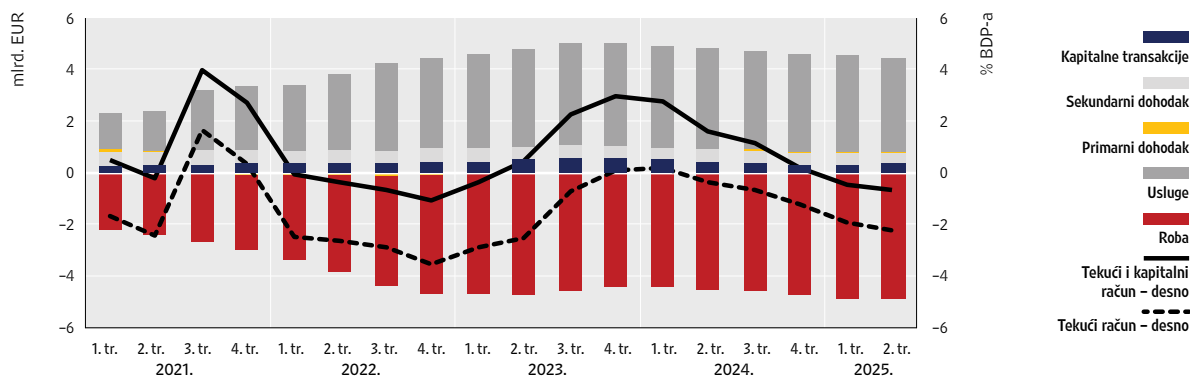
Napomena: Serije su prikazane kao pomični prosjek četiriju tromjesečja.

Izvor: HNB

Pogoršanje cjenovne i troškovne konkurentnosti domaćega gospodarstva odražava se i na razmjenu s inozemstvom, poglavito u segmentu usluga. Godišnji se rast robnog izvoza postupno ubrzavao tijekom 2024. godine, dosegnuvši 7,9% u posljednjem tromjesečju, a nakon izrazito snažnog ostvarenja od 11,5% u prvom tromjesečju 2025., u drugom tromjesečju ove godine rast se

u odnosu na isto razdoblje prethodne godine zamjetno usporio, na 3,1%. Slična dinamika vidi se i kod robnog uvoza, čiji se rast do kraja 2024. godine ubrzao na 12,6%, a u prvom tromjesečju iznosio je 11,4%, te potom u drugom tromjesečju stagnirao u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. 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 24,7%. Prema podacima platne bilance, izvoz usluga zabilježio je u prvom polugodištu 2025. skroman godišnji rast od samo 3,2%, što je, uz prigušen rast izvoza turističkih usluga (5,9%), bilo određeno padom izvoza usluga oplemenjivanja robe i izvoza usluga povezanih s prijevozom. Istodobno je 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 u postotku BDP-a pozitivan saldo usluga smanjio s 10,8% BDP-a u prvom polugodištu 2024. na 9,3% BDP-a u prvom polugodištu 2025. Dok je prijašnjih godina poboljšanje salda izvoza usluga uvelike nadomještalo pogoršanje robnog salda, višak u razmjeni usluga u prva dva tromjesečja 2025. nastavio je, kao i tijekom 2024., bilježiti niže vrijednosti u odnosu na godinu prije. Promatrajući prvo polugodište 2025., pozitivan saldo na računu usluga bio je tako za 8,2% niži u odnosu na isto razdoblje prethodne godine (Slika 3.4.2.).

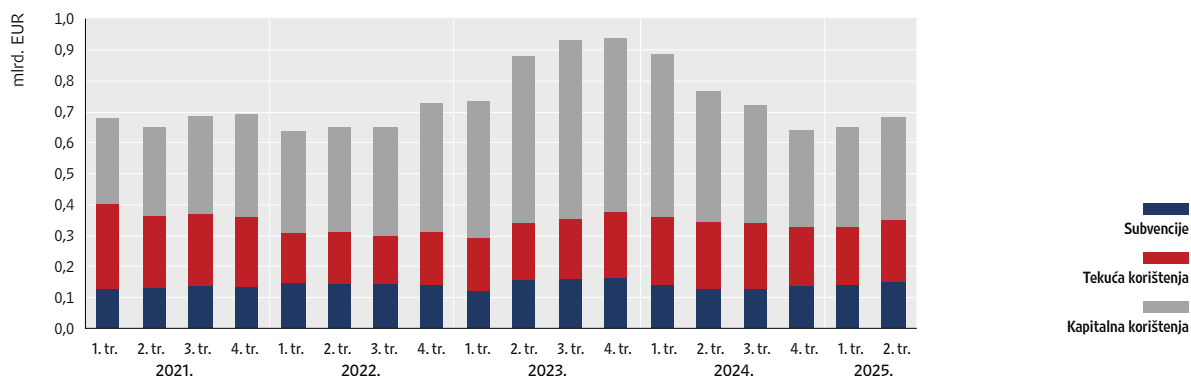
Slika 2.4.3. Platna bilanca



Napomena: Serije su prikazane kao pomični prosjek četiriju tromjesečja.

Izvor: HNB

Slika 2.4.4. Korištenje fondova EU-a



Napomena: Serije su prikazane kao pomični prosjek četiriju tromjesečja.

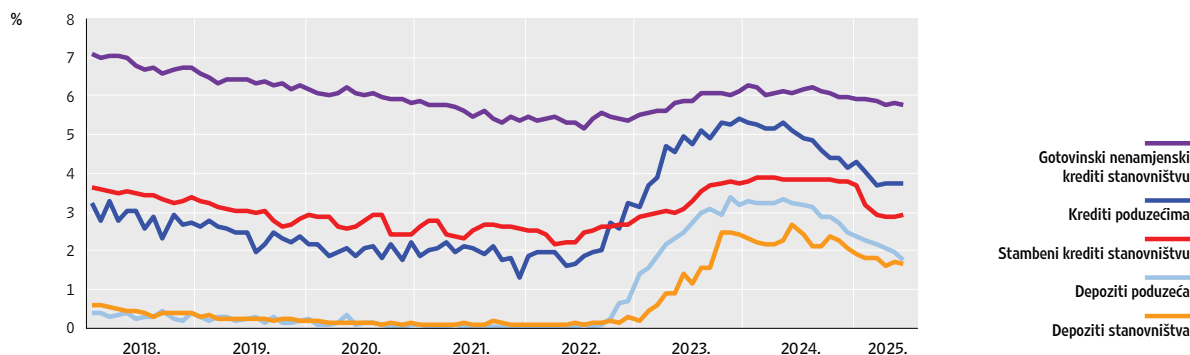
Izvor: MF

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 višak na tekućem i kapitalnom računu smanjio s 3,3% BDP-a na kraju 2023. na 0,2% BDP-a u cijeloj 2014. godini, u prvom je polugodištu 2025. ostvaren manjak od 0,7% BDP-a (**Slika 2.4.3.**). Osim spomenutih trendova u razmjeni robe i usluga, nepovoljnim su kretanjima znatno pridonijela i nadalje slabija korištenja sredstava iz fondova EU-a s obzirom na to da je 2023. godine završila mogućnost korištenja sredstava iz prethodne financijske perspektive (za razdoblje od 2014. do 2020. godine) kao i sredstava iz Europskog fonda solidarnosti namijenjenog obnovi nakon potresa (**Slika 2.4.4.**).

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. Dok su kretanja na računu izravnih ulaganja u najvećoj mjeri određena odlukama o isplati dividende, a potom i isplatama istih, kretanja ostalih ulaganja bila su ponajviše određena saldom različitih tijekova na sustavu TARGET2. Istodobno, transakcije na podračunu portfeljnih ulaganja djelovale su na financijski račun u pozitivnom smjeru, pri čemu je domaća neto imovina povećana za 2,2 mlrd. EUR, odražavajući povećanje ulaganja domaćega financijskog sustava u inozemne dužničke papire.

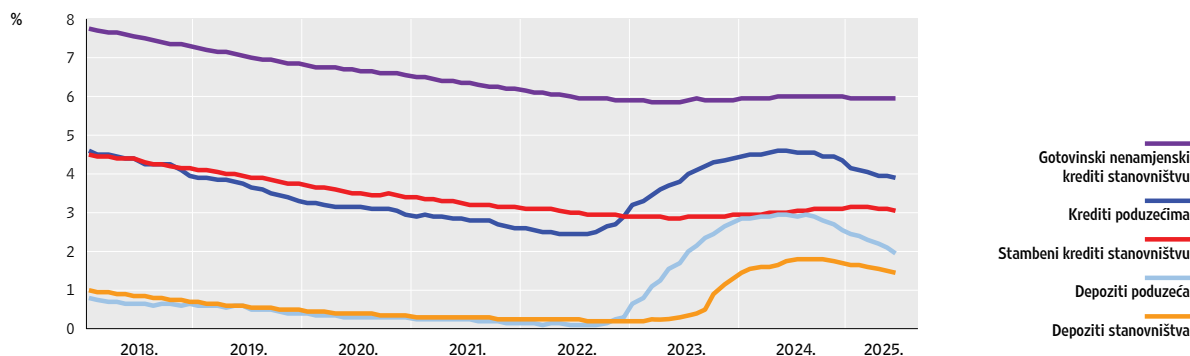
2.5. Bankovni sustav

Kamatne stope na kredite poduzećima i stanovništvu nastavile su se smanjivati tijekom prvih šest mjeseci 2025. godine. Prosječne kamatne stope na novoodobrene kredite nefinancijskim poduzećima nastavile su trend smanjivanja započet još početkom 2024. i u lipnju 2025. spustile su se na 3,8%, što je za 38 baznih bodova manje u odnosu na kraj prošle godine i za 166 baznih bodova manje u odnosu na kraj 2023., kada je zabilježena najviša razina tijekom posljednjeg ciklusa povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a (**Slika 2.5.1.**). Pad kamatnih stopa na kredite poduzećima zrcali kretanje EURIBOR-a, s obzirom na to da je oko polovine novoodobrenih kredita poduzećima vezano uz EURIBOR kao referentni parametar, a u malo manjoj mjeri i smanjenje prosječne fiksne kamatne stope uz koju se odobrava također oko polovine novih kredita poduzećima. Pad tržišnih kamatnih stopa prelio se i na postupno blago smanjivanje prosječne kamatne stope na postojeće kredite poduzećima, koja je u lipnju iznosila 3,9% (**Slika 2.5.2.**). Nakon što se trošak zaduživanja stanovništva tijekom 2024. nije bitnije mijenjao, stanovništvo se u lipnju ove godine zaduživalo uz osjetno nižu prosječnu kamatnu stopu nego krajem 2024., i to za 19 baznih bodova za novoodobrene gotovinske nenamjenske kredite (5,8%) te za 88 baznih bodova za stambene kredite (2,9%). Naime, u siječnju je jedna sistemski važna banka snizila kamatne stope na stambene kredite, a u veljači i ožujku snizile su ih i ostale sistemski važne banke, nakon čega su se kamatne stope ustalile na dosegnutoj nižoj razini. U odnosu na najvišu razinu iz travnja 2024., prosječna kamatna stopa na novougovorene stambene kredite u lipnju ove godine bila je niža za 95 baznih bodova, a na gotovinske nenamjenske kredite za 51 bazni bod u odnosu na najvišu razinu iz siječnja 2024.

Slika 2.5.1. Kamatne stope na prvi put ugovorene 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

Slika 2.5.2. Kamatne stope na postojeće kredite te oročene depozite poduzeća i stanovništva

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

Izvor: HNB

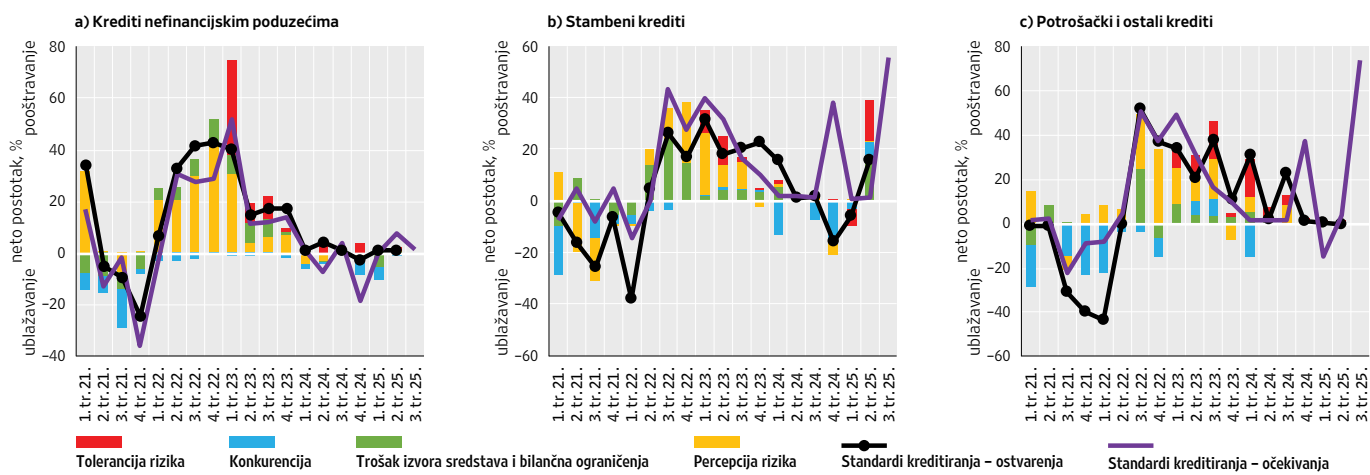
Kamatne stope na oročene depozite poduzeća i stanovništva također su se smanjile u prvoj polovini 2025. godine. Prosječna kamatna stopa na prvi put oročene depozite poduzeća u lipnju je iznosila 1,8%, što je za 72 bazna boda manje nego na kraju prošle godine ili 159 baznih bodova manje od najviše dosegnute razine u studenome 2023. (Slika 2.5.1.). Istodobno je kamatna stopa na prvi put oročene depozite stanovništva u lipnju pala na 1,7%, nakon što je tijekom gotovo cijele 2024. godine oscilirala u rasponu od 2,1% do 2,7%, potaknuta uglavnom višim kamatnim stopama koje su pojedine banke nudile na oročenja i većim iznosima sredstava čije je oročavanje obnavljano.

Rezultati Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka za prvu polovinu 2025. upućuju uglavnom na ublažavanje uvjeta financiranja stanovništva u odnosu na prošlu godinu te nepromijenjene uvjete financiranja poduzeća. Veća tolerancija rizika i jačanje konkurencije među bankama djelovali su u smjeru ublažavanja standarda odobravanja stambenih kredita većine banaka, dok se među činiteljima ublažavanja standarda odobravanja potrošačkih i ostalih kredita stanovništvu uz veću toleranciju rizika ističe i manja percepcija rizika. U prvoj polovini 2025. banke su zadržale standarde odobravanja kredita poduzećima nepromijenjenima, nakon što su ih ublažile tijekom prošle godine (Slika 2.5.3.). U trećem tromjesečju 2025. banke očekuju snažno pooštavanje standarda odobravanja kredita stanovništvu pod utjecajem makrobonitetnih mjera

HNB-a, i to izraženije za potrošačke i ostale kredite te neznatne promjene pri odobravanju kredita poduzećima.

Slika 2.5.3. Anketa o kreditnoj aktivnosti banaka

standardi kreditiranja i doprinosi činitelja



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

Izvor: HNB

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

Izvor: HNB

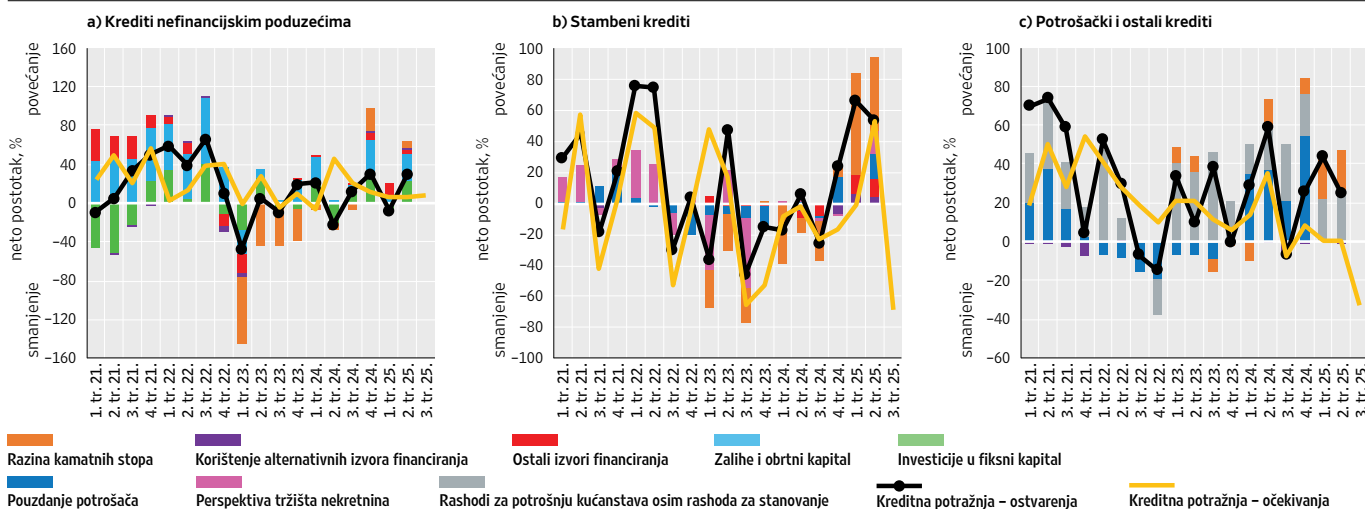
Napomena: "Tolerancija rizika" uvedena je u prvom tromjesečju 2023., a odražava toleranciju banke na rizik koju primjenjuje u svojoj politici kreditiranja i može se mijenjati ovisno o promjenama temeljne poslovne strategije banke. "Trošak izvora sredstava i bilančna ograničenja" jesu nevagani prosjek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

Izvor: HNB

Povoljniji uvjeti financiranja pridonijeli su jačanju potražnje za kreditima, što je posebice bilo izraženo za stambene kredite. Rezultati Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka za prva dva tromjesečja 2025. upućuju na rast potražnje stanovništva za kreditima, što je ponajprije potaknuto nižom razinom kamatnih stopa (Slika 2.5.4.). Usto, povećana potražnja za potrošačkim i ostalim kreditima odraz je i veće potrošnje na trajna potrošna dobra. Istodobno, veća potreba poduzeća za financiranjem zaliha i obrtnoga kapitala te investicija pridonijela je povećanju potražnje poduzeća za kreditima u drugom tromjesečju 2025. Najava uvođenja makrobonitetnih mjera odrazila se i na očekivanja banaka o snažnom padu potražnje za kreditima stanovništvu u trećem tromjesečju 2025., dok s druge strane banke očekuju nastavak rasta potražnje poduzeća za kreditima.

Slika 2.5.4. 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

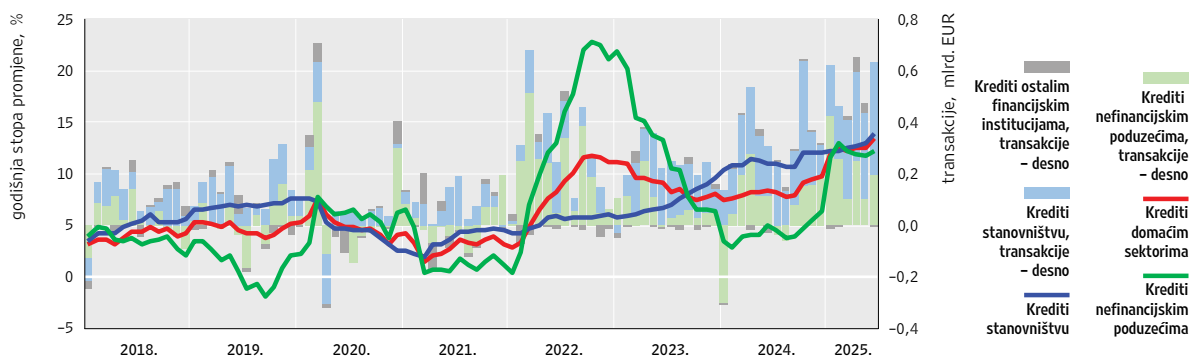
Kreditni stanovništvu i poduzećima snažno su porasli u prvoj polovini 2025. Pojačano zaduživanje stanovništva odvijalo se u uvjetima "akcijskih" kamatnih stopa uvedenih uoči najave novih makrobonitetnih mjera HNB-a. Stambeni su krediti u tom razdoblju porasli za 0,9 mlrd. EUR, a niže kamatne stope u okviru promotivnih ponuda banaka potaknule su na ugovaranje novih stambenih kredita i dio potrošača koji se možda nisu planirali zadužiti u prvoj polovini godine. U takvim su uvjetima nastavili rasti iznosi stvarnih novih stambenih kredita, ali i volumeni re-ugovaranja zbog mogućnosti povoljnijeg refinanciranja, pa je tako znatan dio potrošača ugovorio niže kamatne stope na postojeće stambene kredite. Usto, podatke o transakcijama banke prijavljuju u trenutku isplate kredita, pa stoga mogu izvijestiti o transakcijama kredita s određenim pomakom u odnosu na trenutak ugovaranja kredita. Tako je moguće da će dio prirasta kredita (na osnovi transakcija) biti vidljiv u drugoj polovini godine s obzirom na to da je dio kredita ugovoren krajem prve polovine, a isplaćen početkom druge polovine godine. U prvoj polovini 2025. snažno su porasli i gotovinski nenamjenski krediti, za 0,7 mlrd. EUR. Na godišnjoj se razini rast kredita stanovništvu nastavio ubrzavati (s 12,1% u prosincu 2024. na 14,0% u lipnju 2025.) zahvaljujući ubrzavanju rasta stambenih kredita (s 9,1% na 13,1%), a rast gotovinskih nenamjenskih kredita usporio se (s 15,9% na 15,0%). Krediti poduzećima u prvoj su polovini 2025. ostvarili rast od 1,3 mlrd. EUR, što je za 0,4 mlrd. EUR više nego tijekom cijele 2024. godine²³ (Slika 2.5.5.). Isključujući jednokratne učinke, prirast kredita u prvoj polovini ove godine bio je gotovo jednak onome u cijeloj 2024. Pritom se više od polovine tog rasta odnosi na kredite poduzećima u prerađivačkoj

²³ U siječnju 2024. otplaćen je sindicirani kredit jednoga velikog poduzeća (za koje je sredstva doznala Vlada RH) u iznosu od 0,3 mlrd. EUR, a u siječnju 2025. isplaćen je sindicirani kredit jednomu velikom poduzeću u iznosu od 0,3 mlrd. EUR.

industriji i trgovini, a zamjetan je rast ostvaren i u djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane te poslovanju nekretninama. S obzirom na namjenu kredita, malo snažnijim doprinosom u prvoj su se polovini godine istaknuli krediti za investicije. Na godišnjoj je razini rast kredita poduzećima u lipnju dosegao 12,2%, što je gotovo dvostruko snažnije nego na kraju prethodne godine. Na ubrzavanje rasta kredita poduzećima upućuje i zamah (moment²⁴), koji je početkom 2025. dosegao razine više od 20%. Zamah stambenih kredita od sredine prošle godine zadržavao se na razinama od oko 10%, no u lipnju 2025., uoči isteka promotivnih uvjeta, snažno se ubrzao na gotovo 23%. Povišen je i kratkoročni pokazatelj rasta gotovinskih nenamjenskih kredita (17,2% u lipnju), no to je i nadalje niža razina u odnosu na 2024., kada je dosegao 20% (Slika 2.5.6.).

Slika 2.5.5. Krediti

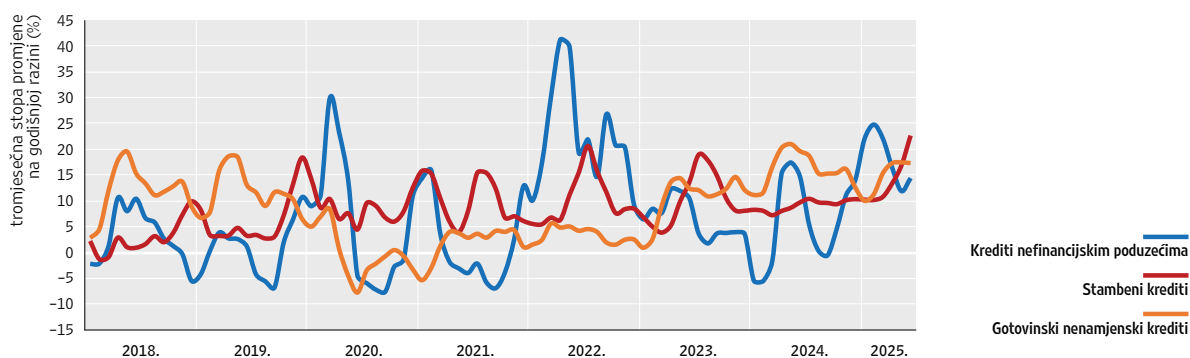
transakcije i godišnje stope promjene
na osnovi transakcija



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

Slika 2.5.6. Moment (zamah) kredita poduzećima i stanovništvu

na osnovi transakcija



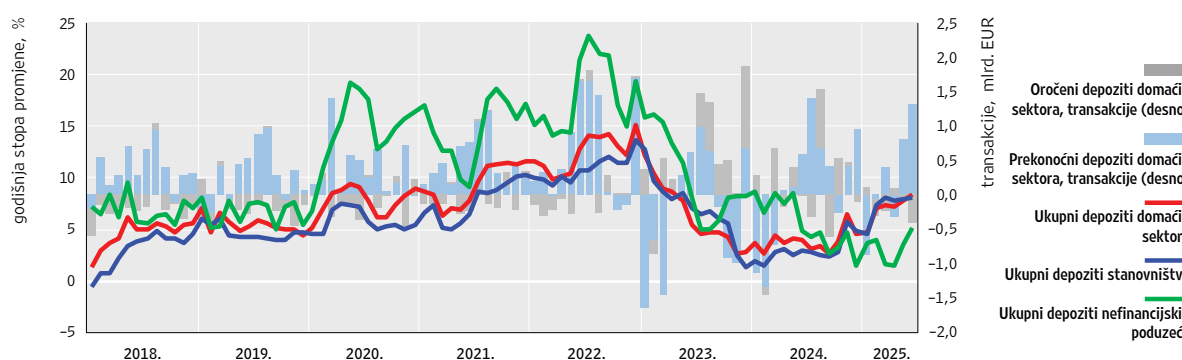
Izvori: HNB; izračuni HNB-a

²⁴ Zamah je kratkoročni pokazatelj kreditne aktivnosti koji odražava promjenu kredita u posljednja tri mjeseca u odnosu na prethodna tri mjeseca, izražen na godišnjoj razini.

Ukupni depoziti domaćih sektora (bez opće države) povećali su se tijekom prve polovine 2025. za 0,6 mlrd. EUR. Povećanju depozita pridonijelo je povećanje potraživanja od domaćih sektora, dok je smanjenje neto inozemne aktive monetarnih institucija ublažilo taj rast. U strukturi ukupnih depozita prekonoćni depoziti povećali su se za 1,3 mlrd. EUR i odražavaju snažan rast depozita kućanstava (1,5 mlrd. EUR), dok su nefinancijska poduzeća smanjila svoje prekonoćne depozite za 0,4 mlrd. EUR (Slika 2.5.7.). S druge strane, ukupni su se oročeni depoziti smanjili, za 0,7 mlrd. EUR, pri čemu su pali oročeni depoziti svih sektora, a ponajviše stanovništva (0,5 mlrd. EUR). Udio oročenih depozita stanovništva u ukupnim depozitima tako se nastavio postupno smanjivati, a taj je udio kod poduzeća ostao relativno stabilan unutar malih oscilacija na razinama malo nižima od 30% (Slika 2.5.8.).

Slika 2.5.7. Depoziti

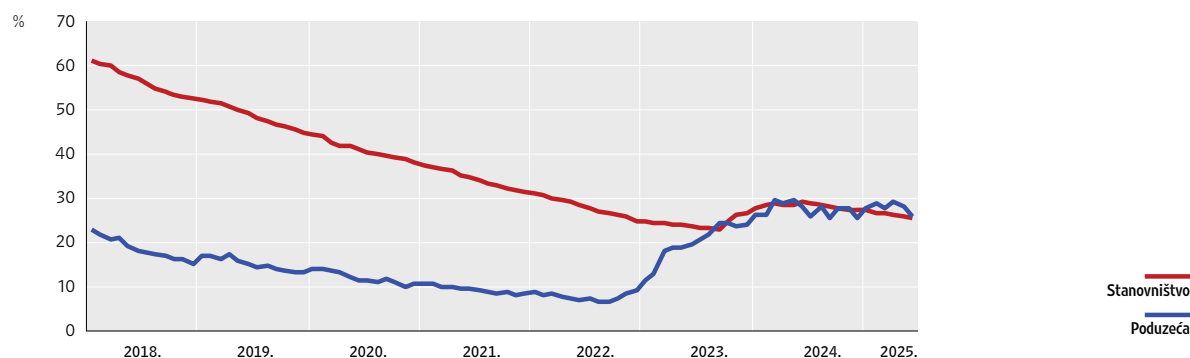
transakcije i godišnje stope promjene na osnovi transakcija



Napomena: Depoziti domaćih sektora isključuju depozite opće države.

Izvor: HNB

Slika 2.5.8. Udio oročenih depozita u ukupnim depozitima



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

Izvor: HNB

OKVIR 3.

Anketa o uvjetima financiranja malih i srednjih poduzeća

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

HNB već desetak godina posebnom anketom ispituje specifične izazove za poslovanje malih i srednjih poduzeća, s posebnim naglaskom na poteškoće s kojima se susreću pri financiranju. Mala i srednja poduzeća izrazito su važan segment europskih gospodarstva (Europska komisija, 2023.²⁵) koji pridonosi stvaranju novih radnih mjesta i dinamičnosti gospodarstva. Isto vrijedi i za Hrvatsku, u kojoj mala i srednja poduzeća čine 99% svih nefinancijskih poduzeća, zapošljavaju oko 70% ukupnog broja zaposlenih u nefinancijskim poduzećima²⁶ i stvaraju oko 70% dodane vrijednosti u gospodarstvu. No, takva se poduzeća u poslovanju suočavaju sa specifičnim izazovima koji su u mnogočemu složeniji od zapreka poslovanju s kojima se susreću velika poduzeća. Kako bi bolje razumio uvjete njihova poslovanja, a osobito izazove s kojima se susreću u segmentu financiranja, HNB od 2016. provodi Anketu o uvjetima financiranja malih i srednjih poduzeća. U drugoj polovini 2024.²⁷ proveden je četvrti²⁸ krug Ankete, i to na uzorku od 1775 poduzeća, od čega je 82% malih i 8% srednjih poduzeća te 10% velikih poduzeća koja služe kao kontrolna skupina.

Među činiteljima koji najizrazitije otežavaju poslovanje malih i srednjih poduzeća u Hrvatskoj i nadalje se ističe nepovoljno institucionalno i poslovno okružje zbog složenih propisa i njihovih

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

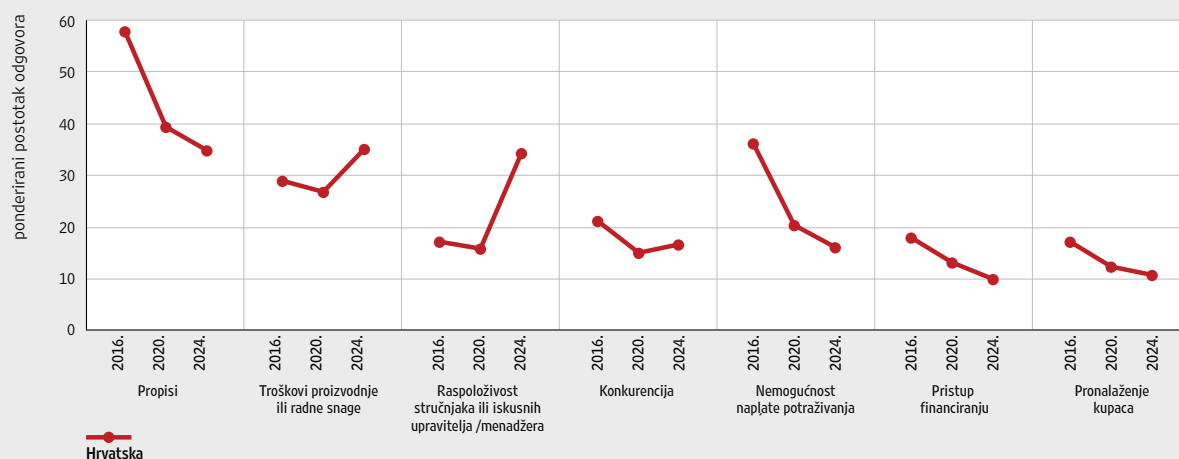
26 Prema izvješću Financijske agencije o financijskim rezultatima poslovanja poduzetnika Hrvatske u 2023. godini po veličini poduzetnika, <https://www.fina.hr/ngsite/content/download/15082/238959/1>

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

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

učestalih promjena (**Slika 1.**). No, za razliku od prethodnih krugova Ankete, njegova se važnost u posljednjem krugu ipak malo smanjila, a istodobno se znatno povećao broj poduzeća koja troškove proizvodnje ili radne snage i raspoloživost stručnjaka ili iskusnih menadžera navode kao glavne prepreke koje im otežavaju poslovanje. U 2020. godini oko 16% malih i srednjih poduzeća smatralo je da im nedostatak stručnjaka ili iskusnih menadžera znatno otežava poslovanje, dok se u ovom posljednjem krugu Ankete taj postotak više nego udvostručio. S druge strane, poduzeća najrjeđe navode pristup financiranju i pronalaženje kupaca kao prepreke poslovanju. Samo oko 10% poduzeća ističe te činitelje kao znatne prepreke poslovanju, što je upola manje nego 2016. godine.

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



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

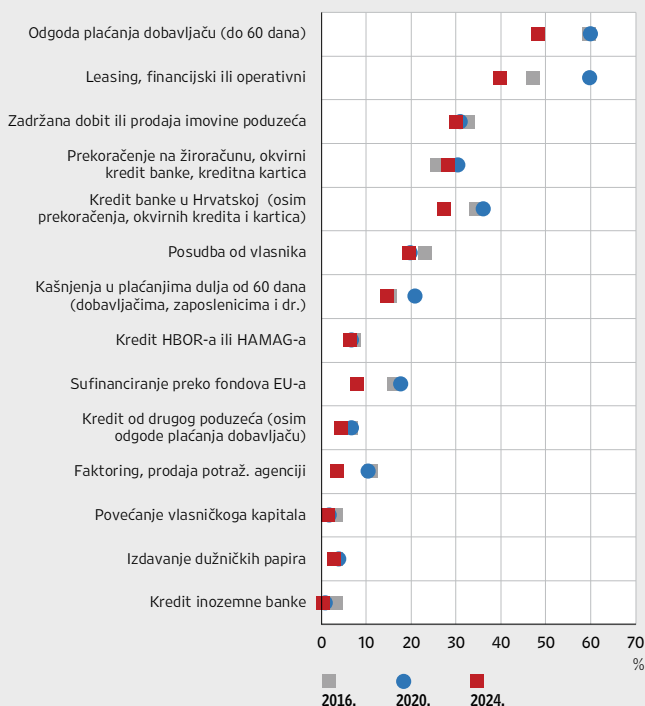
Mala i srednja poduzeća i nadalje se za financiranje u najvećem broju oslanjaju na odgodu plaćanja dobavljačima do 60 dana (njih gotovo polovina) i leasing²⁹ (oko 40%), no to je ipak rjeđe u odnosu na prethodne krugove Ankete (**Slika 2.**). Učestalošću korištenja još se izdvajaju zadržana dobit ili prodaja imovine poduzeća, koju oko 30% poduzeća navodi kao izvor financiranja svojeg poslovanja tijekom sva tri kruga Ankete. Bankovni krediti izgubili su na značenju u 2024. i njima se koristilo 28% malih i srednjih poduzeća, što je za oko 10 postotnih bodova manje nego 2016. i 2020. Poduzeća su se u 2024., u odnosu na prethodne krugove Ankete, manje oslanjala i na financiranje sredstvima iz fondova EU-a te na faktoring i prodaju potraživanja agencijama.

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

²⁹ Iako se veći udio poduzeća koristi leasingom u odnosu na financiranje kreditom, ukupni iznos bankovnog financiranja znatno je veći. Krajem 2024. ukupni iznos financijskoga i operativnog leasinga nefinancijskih poduzeća kod društava za leasing iznosio je 2,7 mlrd. EUR, a plasmani banaka 15,9 mlrd. EUR, od čega se na mikropoduzeća te mala i srednja poduzeća odnosilo 9,1 mlrd. EUR.

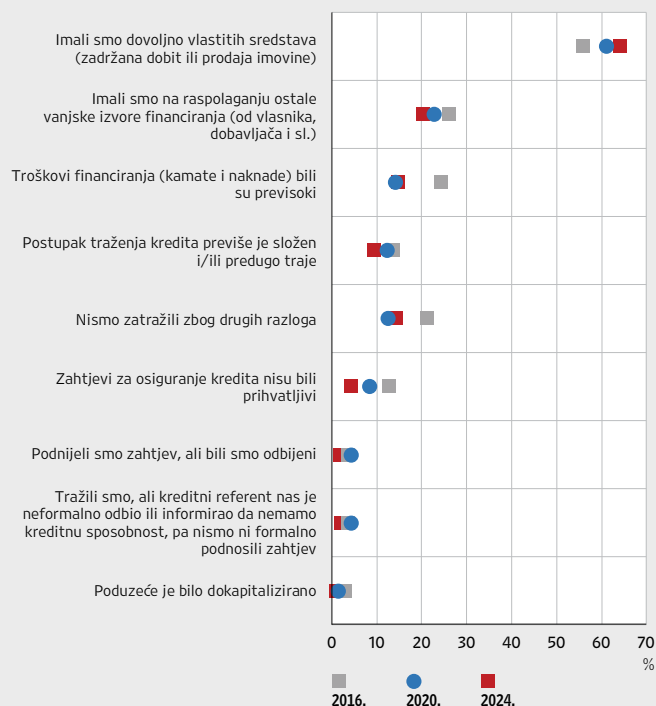
ostale vanjske izvore financiranja. U 2024. istodobno se u odnosu na prethodne krugove Ankete smanjio broj poduzeća kojima su zahtjevi za osiguranje kredita bili neprihvatljivi kao i broj onih koja su bila odbijena, formalno ili neformalno.

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



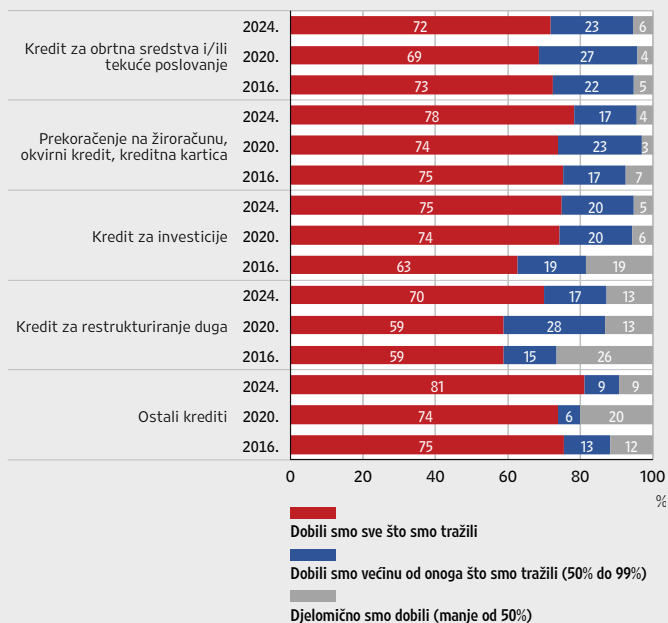
Izvor: Anketa o uvjetima financiranja MSP-a, HNB i Ipsos

Slika 3. Razlozi za nekorištenje kredita domaće banke

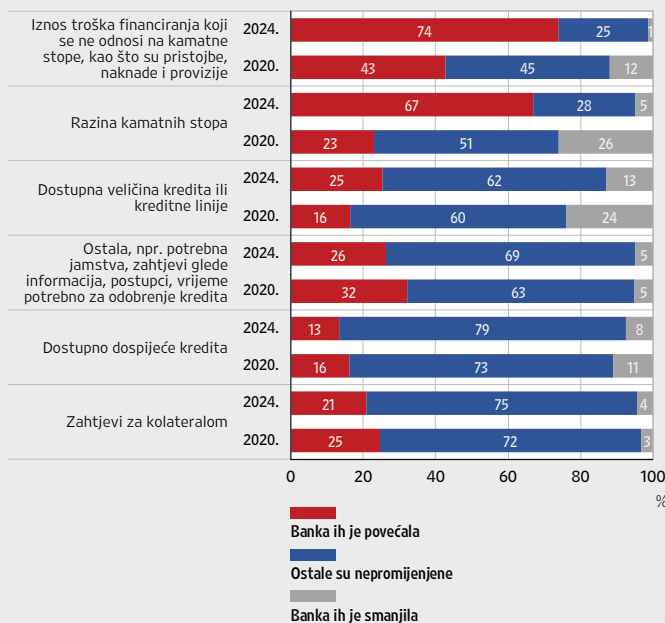


Izvor: Anketa o uvjetima financiranja MSP-a, HNB i Ipsos

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

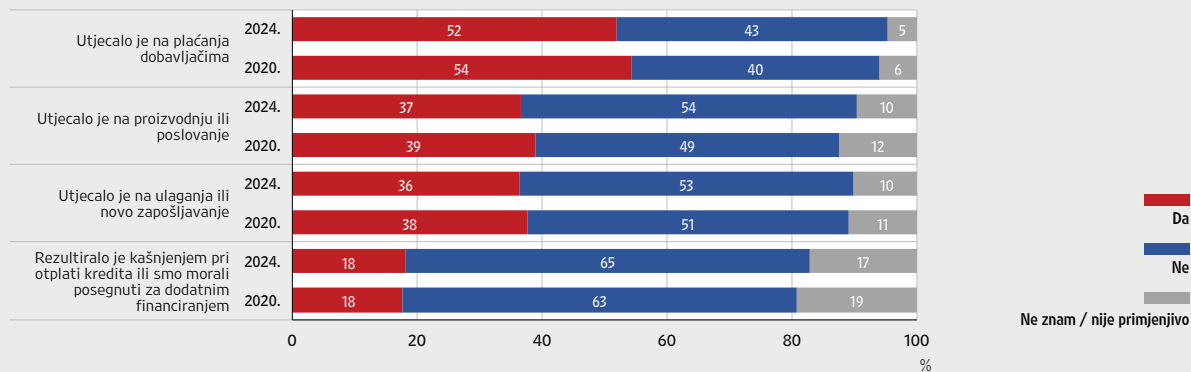
Slika 4. Možete li procijeniti koliko ste od traženih sredstava uistinu dobili u 2024. godini?

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

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

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

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

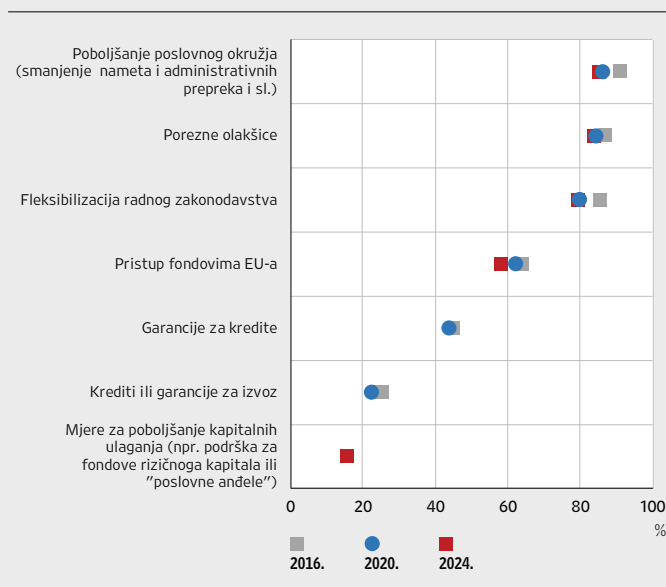
Slika 6. Što su bile posljedice teškoća pri naplati potraživanja?

Napomena: Pitanje je prvi put uvedeno u anketnom upitniku u 2021. godini.

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

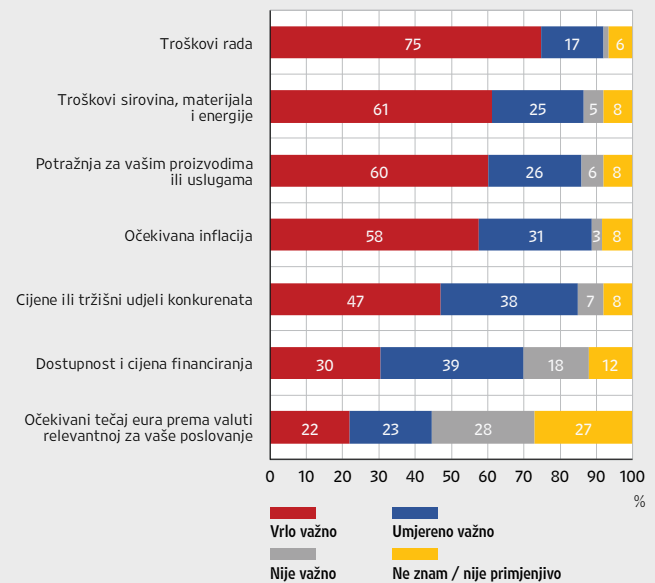
Više od 80% malih i srednjih poduzeća smatra kako su poboljšanje poslovnog okružja, porezne olakšice i fleksibilnije radno zakonodavstvo važni za buduće poslovanje (Slika 7.). Rangiranje prioriteta koje mala i srednja poduzeća smatraju važnima za budućnost nije se promijenilo u usporedbi s prethodnim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

Slika 7. Činitelji koji su važni za buduće poslovanje poduzeća



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

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



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

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

U europodručju kao cjelini³⁰ nedostatak kvalificirane radne snage postao je znatan problem poduzećima, pa oko trećine poduzeća kao najveću prepreku poslovanju tijekom 2024. ističe raspoloživost stručnjaka ili iskusnih menadžera. Taj se broj poduzeća povećao u 2024. u odnosu na 2020. i 2016., kada se kao najveću prepreku isticalo pronalaženje kupaca. S druge strane, pristup financiranju i nadalje je najmanje zastupljena prepreka. Što se tiče izvora financiranja, poduzeća u europodručju najčešće su se koristila prekoračenjima na žiroračunu, okvirnim kreditima banke ili kreditnim karticama, potom leasingom ili kupnjom na otplatu i vlastitim sredstvima od zadržane dobiti ili prodaje imovine. Najzastupljeniji odgovor koji poduzeća navode kao razlog

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

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

OKVIR 4.

Makrobonitetna ograničenja kriterija kreditiranja potrošača

Hrvatska narodna banka, potaknuta rastom rizika povezanih s pojačanim kreditiranjem kućanstava, pri čemu je dio kredita odobran uz relativno blage kriterije, u 2025. prvi je put uvela makrobonitetne mjere kojima se izravno ograničavaju kriteriji kreditiranja potrošača.

Mjere su ponajprije preventivne i namijenjene ublažavanju rizika za financijsku stabilnost sprječavanjem popuštanja kriterija kreditiranja i ograničavanjem rizičnijih segmenata kreditiranja kućanstava. Naime, snažan rast kredita kućanstvima doveo je do preokreta dugoročnog trenda smanjivanja relativne zaduženosti kućanstava, koja je u 2024. blago porasla. To je povećalo ranjivost kućanstava na moguće negativne makroekonomske i financijske šokove, u slučaju kojih bi se zadužena kućanstva mogla suočiti s poteškoćama u otplati kredita ili bi morala znatno smanjiti svoju potrošnju, s nepovoljnim posljedicama na gospodarstvo i stabilnost financijskog sustava. Dodatno, uočeno je kako se dio kredita odobravao uz relativno blage uvjete te su kućanstva u uvjetima snažnog rasta cijena nekretnina i porasta kamatnih stopa podizala sve veće iznose kredita, na dulje rokove otplate i uz veće opterećenje dohotka troškovima otplate, što je dodatno naglasilo rizike njihove uredne otplate u mogućim stresnim uvjetima.

Ograničenja kriterija kreditiranja uvedena su u ožujku 2025. te su stupila na snagu 1. srpnja 2025. Odnose se na sve nove kredite potrošačima te obuhvaćaju: 1) najviši dopušteni omjer mjesečne otplate ukupnog duga i dohotka potrošača (engl. *debt service to income*, u nastavku teksta: *omjer DSTI*), 2) najviši dopušteni omjer iznosa stambenoga kredita i vrijednosti nekretnine u zalogu (engl. *loan to value*, u nastavku teksta: *LTV omjer*) i 3) najvišu dopuštenu ročnost kredita. Ograničenja su postavljena različito za stambene i za nestambene kredite, odražavajući višu rizičnost nestambenih kredita koji su u pravilu neosigurani te se u kriznim razdobljima njihova urednost otplate pogoršava brže i snažnije nego kod stambenih kredita. Tako pri odobravanju novoga kredita potrošačima omjer DSTI ne smije prelaziti 45% za stambene, odnosno 40% za nestambene kredite, a LTV omjer ne smije biti veći od 90%. Glede ograničenja ročnosti, stambeni krediti i krediti osigurani nekretninom smiju se odobriti na najviše 30 godina, dok se za ostale nestambene kredite ročnost ograničuje na deset godina (**Tablica 1.**).

Mjere uključuju i određene iznimke, pa će banke i nadalje na osnovi vlastite procjene potrošačima moći odobriti do 20% iznosa stambenih kredita i 10% iznosa nestambenih kredita mimo navedenih DSTI ograničenja, kao i 20% kredita potrošačima mimo LTV ograničenja. Kako bi se ublažio mogući nepovoljan učinak mjera na potrošače koji stječu svoj prvi dom ili dom primjereniji svojim obiteljskim prilikama, pri odobravanju stambenih kredita iznimke se u najvećoj mjeri (75%) smiju primjenjivati za potrošače koji kreditom rješavaju svoje stambene potrebe.

Tablica 1. Nova ograničenja kriterija kreditiranja potrošača

Pri odobravanju novoga stambenoga kredita:	Pri odobravanju novoga nestambenoga kredita:
• mjesečni teret otplate duga ne smije biti veći od 45% mjesečnog dohotka potrošača – 20% iznosa novih kredita može biti odobreno iznad tog limita, od čega najmanje $\frac{3}{4}$ za potrošače koji rješavaju svoje stambeno pitanje • iznos stambenoga kredita ne smije biti veći od 90% vrijednosti nekretnine u zalogu – 20% iznosa kredita može biti odobreno iznad limita, od čega najmanje $\frac{3}{4}$ za potrošače koji rješavaju svoje stambeno pitanje • rok otplate ne smije biti dulji od 30 godina	• mjesečni teret otplate duga ne smije biti veći od 40% mjesečnog dohotka potrošača – 10% iznosa novih kredita može biti odobreno iznad tog limita • rok otplate ne smije biti dulji od deset godina

Očekuje se da će primjena ograničenja kriterija kreditiranja potrošača usporiti rast duga kućanstava, i to više u dijelu nestambenih kredita, dok bi učinak na stambeno kreditiranje trebao biti blag. Ujedno će se smanjiti udio kredita koji se odobravaju uz relativno blage kriterije. U uvjetima snažnog rasta potrošnje kućanstava nove mjere pridonijet će njezinu postupnom usporavanju te smanjenju inflatornih pritisaka koji proizlaze iz povećane potražnje.

Ograničenja kriterija kreditiranja, koja čine sastavni dio makrobonitetnog instrumentarija gotovo svih članica EU-a, novi su trajni strukturni instrument makrobonitetne politike HNB-a. Njihov učinak pratit će se kontinuirano u kontekstu cjelokupnog skupa makrobonitetnih mjera te njihova doprinosa očuvanju stabilnosti financijskog sustava i dugoročno održivoga gospodarskog rasta te će se po potrebi prilagođavati razvoju sistemskih rizika i općim makrofinancijskim okolnostima.

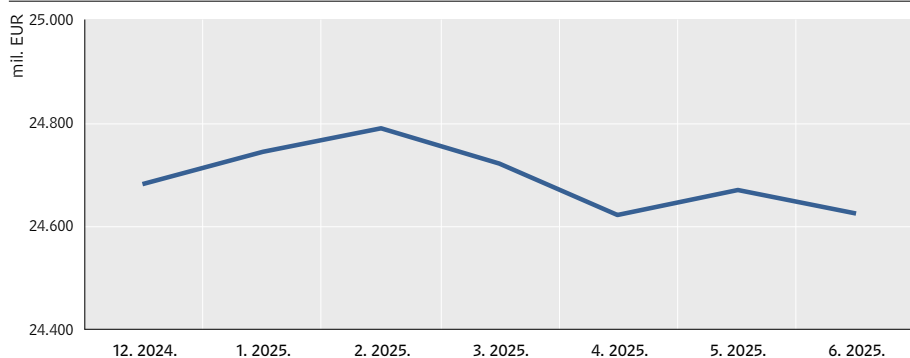
3. Upravljanje financijskom imovinom

Hrvatska narodna banka (HNB) na temelju Zakona o Hrvatskoj narodnoj banci (članak 100.) upravlja međunarodnim pričuvama Republike Hrvatske koje nisu prenesene ESB-u, kao i drugom financijskom imovinom zatečenom u bilanci HNB-a na dan uvođenja eura kao službene novčane jedinice RH. Financijskom imovinom HNB upravlja ne ometajući provođenje zajedničke monetarne politike Eurosustava te podržavajući financijsku stabilnost i povjerenje u financijski sustav, pri čemu se prije svega rukovodi načelima likvidnosti i sigurnosti ulaganja. Financijsku imovinu čine devizna imovina koja nije prenesena Europskoj središnjoj banci u skladu s člankom 30.1 i člankom 48.1 Statuta Europskog sustava središnjih banaka (ESSB) i Europske središnje banke (ESB) i imovina u domaćoj valuti euru koja nije povezana s monetarnom politikom.

Financijska imovina na dan 30. lipnja 2025. iznosila je 24.625,7 mil. EUR, a obuhvaćala je imovinu u eurima u iznosu od 22.164,8 mil. EUR (90%) i imovinu u američkim dolarima i ostalim valutama u iznosu od 2.461,0 mil. EUR (10%).

Slika 3.1. Mjesečno kretanje financijske imovine HNB-a

na kraju razdoblja



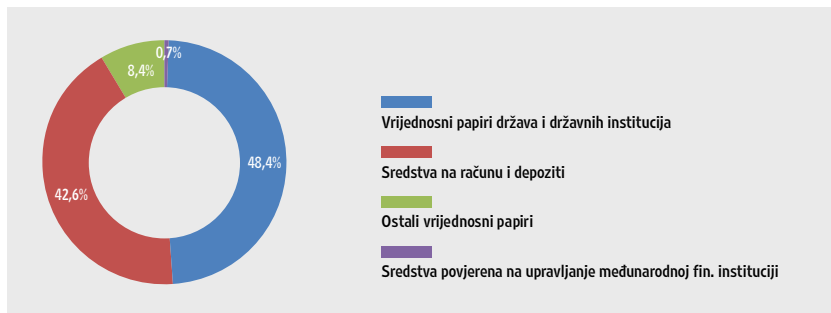
Izvor: HNB

U prvom polugodištu 2025. financijska imovina blago se smanjila, za 56,4 mil. EUR ili za 0,2%. Do smanjenja financijske imovine došlo je zbog pada vrijednosti dolarske imovine iskazane u eurima, odnosno negativnog učinka promjene tečaja EUR/USD. U promatranom razdoblju dolar je prema euru oslabio za 13,8%. Upravljanje financijskom imovinom odvijalo se u izrazito promjenjivim uvjetima na financijskim tržištima, a investicijske odluke donosile su se s ciljem povećanja očekivane stope povrata u srednjoročnom razdoblju, uzimajući u obzir okvir upravljanja financijskom imovinom Eurosustava, u kojem pojedina pravila, obveze i smjernice određuju isplativost i prostor za ulaganja.

U strukturi ulaganja financijske imovine na kraju prvog polugodišta 2025. najveći udio činila su ulaganja u vrijednosne papire država i državnih institucija, a potom su slijedila ulaganja u depozite i sredstva na računu te ostale vrijednosne papire (međunarodnih financijskih institucija, razvojnih banaka saveznih zemalja i osiguranih obveznica). Dio financijske imovine uložen u

ESG³¹ ulaganja krajem lipnja 2025. iznosio je 7,9%, odnosno porastao je u odnosu na 7,4% s kraja 2024.

Slika 3.2. Struktura ulaganja financijske imovine na dan 30. lipnja 2025.



Izvor: HNB

HNB ulaže sredstva u instrumente investicijskoga kreditnog rejtinga, a ocjena kreditne sposobnosti temelji se na rejtinzima koje su objavile međunarodne agencije za procjenu rejtinga (Moody's, Standard & Poor's i Fitch Ratings) te na interno razvijenom modelu procjene kreditne sposobnosti. Na kraju prvog polugodišta 2025. godine oko 68% financijske imovine bilo je uloženo u instrumente izdavatelja unutar dva najviša ranga kreditnog rejtinga, sredstva na računu ili instrumente BIS-a.

Cjelokupnim eurskim portfeljem financijske imovine u prvom polugodištu 2025. ostvarena je stopa povrata od 1,73% na godišnjoj razini, a dolarskim portfeljem 4,16% na godišnjoj razini.

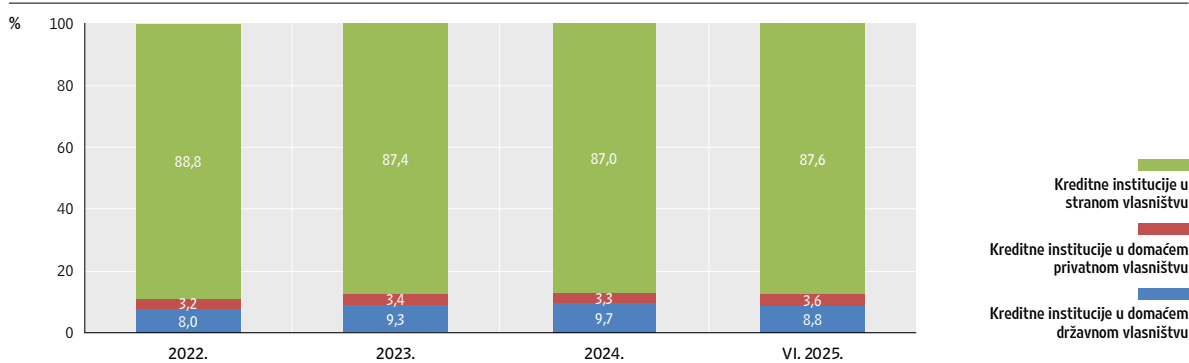
31 Engl. environment, social, governance. ESG ulaganja odnose se na zelene, socijalne i održive obveznice.

4. Poslovanje kreditnih institucija

Na kraju prve polovine 2025. godine struktura obilježja bankovnog sustava u Republici Hrvatskoj bila su stabilna. Poslovalo je 20 kreditnih institucija – 19 banaka i jedna stambena štedionica, jednako kao na kraju 2024.³² Poslovala je i jedna podružnica kreditne institucije iz EU-a, a više od 250 institucija iz EU-a i Europskoga gospodarskog prostora iskoristilo je povlastice jedinstvene putovnice, čime su stvoreni preduvjeti za neposredno pružanje uzajamno priznatih usluga u Republici Hrvatskoj.³³

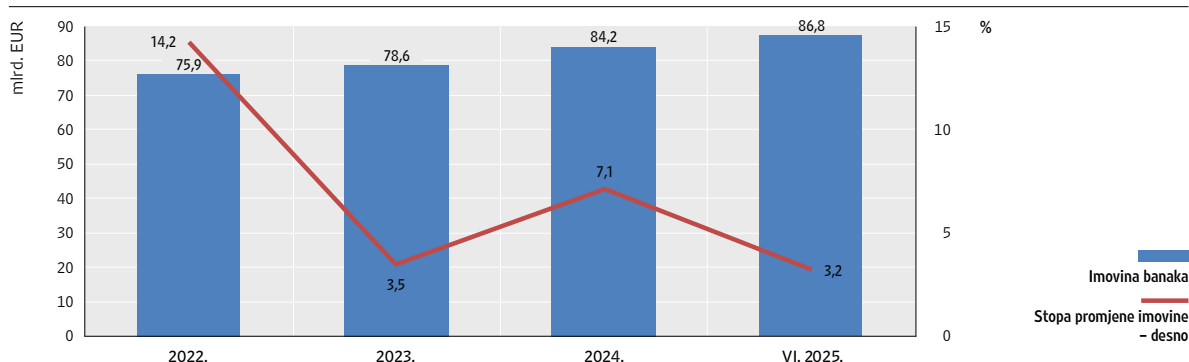
Deset kreditnih institucija bilo je u većinskom vlasništvu inozemnih dioničara, a njihova imovina i nadalje ima dominantan udio u ukupnoj imovini bankovnog sustava (87,6%). Glavninu kreditnih institucija koje su u većinskom stranom vlasništvu posjeduju dioničari s područja Europske unije.

Slika 4.1. Vlasnička struktura kreditnih institucija i udio njihove imovine u imovini svih kreditnih institucija



Izvor: HNB

Slika 4.2. Imovina kreditnih institucija



Izvor: HNB

32 Ažurne informacije o kreditnim institucijama koje posluju na području Republike Hrvatske mogu se pronaći na ovoj [poveznici](#).

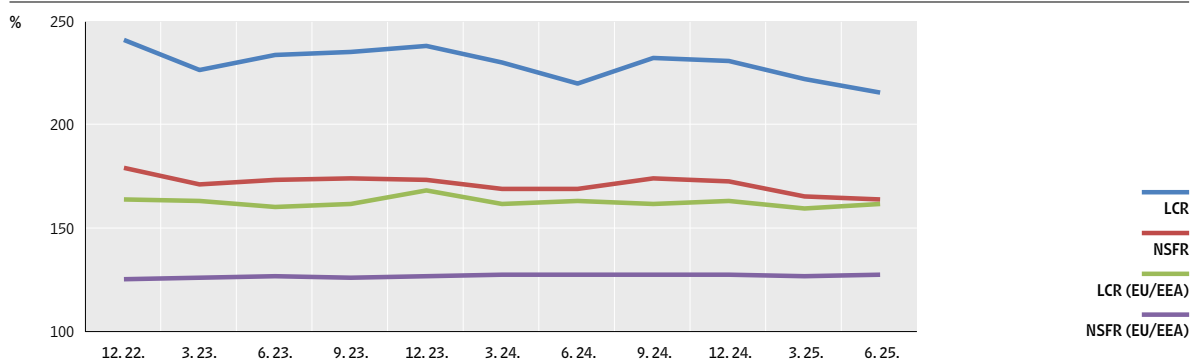
33 Popis institucija koje ostvaruju slobodu poslovnog nastana i slobodu pružanja usluga na području Republike Hrvatske može se pronaći na ovoj [poveznici](#).

Imovina kreditnih institucija povećala se u prvoj polovini 2025. za 2,7 mlrd. EUR (3,2%) i iznosila je 86,8 mlrd. EUR. Povećanje imovine najviše se zasnivalo na priljevu depozita, a manji doprinos dala su i nova izdanja dužničkih vrijednosnih papira kreditnih institucija. Primljeni depoziti povećali su se za 2,0 mlrd. EUR (2,9%), najviše depoziti kućanstava i stranih kreditnih institucija. Kućanstva su depozite povećala isključivo na tekućim računima, a iznos njihovih depozita s ugovorenim dospijecem smanjio se, što se može pripisati padu kamatnih stopa te smanjenju interesa za taj oblik štednje.

Osim povećavanja imovine nastavilo se i njezino restrukturiranje, usmjeravanjem visokolikiqidnih sredstava u druge oblike ulaganja. S padom ključnih kamatnih stopa ESB-a³⁴ povezana je manja motivacija za polaganje novčanih sredstava na prekonoćne depozite kod HNB-a³⁵ te su se ukupna novčana sredstva smanjila za 4,7 mlrd. EUR (25,6%). U potrazi za većim prinosima dio tih sredstava uložen je u dužničke vrijednosne papire, a u njihovu sastavu ponajviše su porasla ulaganja u obveznice domaće države.

Unatoč smanjenju ukupnih novčanih sredstava njihov udio u ukupnoj imovini bankovnog sustava i nadalje je znatan (16%). Ta sredstva, zajedno s ostalom visokolikiqidnom imovinom, osigurala su dostatne izvore kratkoročne likvidnosti kreditnih institucija. Naime, prosječna vrijednost pokazatelja kratkoročne likvidnosne pokrivenosti (engl. Liquidity Coverage Ratio, LCR) iznosila je 215,6%, više od dva puta iznad propisanog minimuma od 100%.³⁶ Kreditne su institucije osigurale i svoju dugoročnu likvidnost – prosječna vrijednost omjera neto stabilnih izvora financiranja (engl. Net Stable Funding Ratio, NSFR) iznosila je 164,2%, također znatno više od propisanog minimuma od 100%. Najveću su ulogu pritom imali depoziti kućanstava, na kojima se zasnivao najveći dio dostupnih izvora financiranja. Pritom su sve kreditne institucije zadovoljavale sve propisane minimalne likvidnosne zahtjeve.

Slika 4.3. Pokazatelji likvidnosti kreditnih institucija



Izvori: HNB; EBA

34 Kamatna stopa ESB-a na prekonoćne depozite smanjila se tijekom prve polovine 2025. u četiri navrata. Na početku godine primjenjivala se stopa u visini od 3,00%, a na kraju prve polovine godine primjenjivala se stopa od 2,00%. Pregled ključnih kamatnih stopa ESB-a za europodručje može se pronaći na ovoj [poveznici](#).

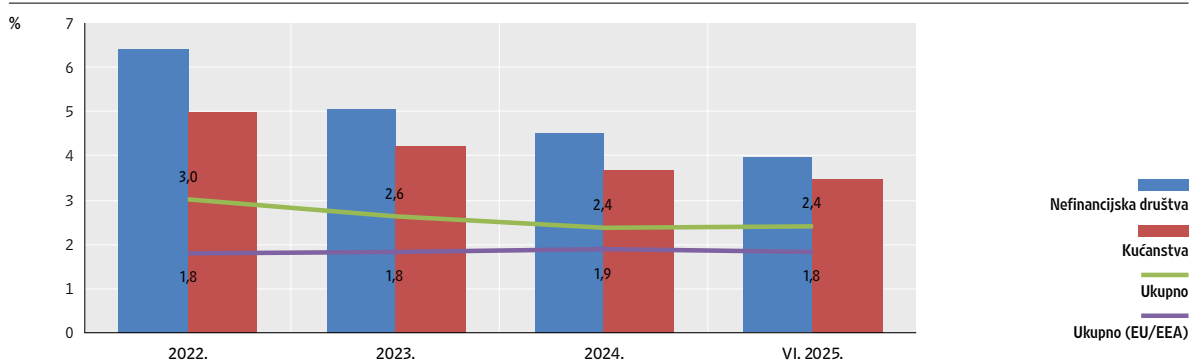
35 Prekonoćni depozit kategorija je operacija stalno raspoloživih mogućnosti monetarne politike Eurosustava, kojima pristup omogućuje HNB u skladu s ciljevima i općim stajalištima monetarne politike ESB-a. Na prekonoćni depozit primjenjuje se prethodno utvrđena kamatna stopa o kojoj redovno odlučuje Upravno vijeće ESB-a.

36 Podaci o vrijednostima ključnih pokazatelja poslovanja bankovnog sustava RH mogu se pronaći na ovoj [poveznici](#).

Kredit i predujmovi (neto iznos) porasli su za 3,0 mlrd. EUR (5,9%), a najveći dio tog povećanja usmjeren je ključnim nefinancijskim sektorima – kućanstvima i nefinancijskim društvima. Krediti kućanstvima porasli su za 1,8 mlrd. EUR (7,7%), pri čemu se veći dio rasta odnosio na stambene kredite. Nastavili su se povećavati i gotovinski nenamjenski krediti, dinamikom rasta podjednakom prošlogodišnjoj. Krediti nefinancijskim društvima porasli su za 1,5 mlrd. EUR (9,6%), ponajviše dužnicima iz prerađivačke djelatnosti, djelatnosti trgovine te pružanja smještaja i pripreme hrane.

Iznos neprihodonosnih kredita nastavio se smanjivati, ali stopa tog smanjenja usporila se na 0,7%. Udio neprihodonosnih kredita u ukupnim kreditima (engl. *Non-performing loans ratio*; udio NPL-ova) zbog toga se zadržao na prošlogodišnjoj razini od 2,4%. Kvaliteta kredita u bankovnom sustavu RH mjerena tim pokazateljem bila je i nadalje lošija od prosjeka EU-a (1,8%),³⁷ premda se smanjio broj kreditnih institucija koje se suočavaju s visokim udjelima NPL-ova.

Slika 4.4. Udio neprihodonosnih kredita u ukupnim kreditima kreditnih institucija

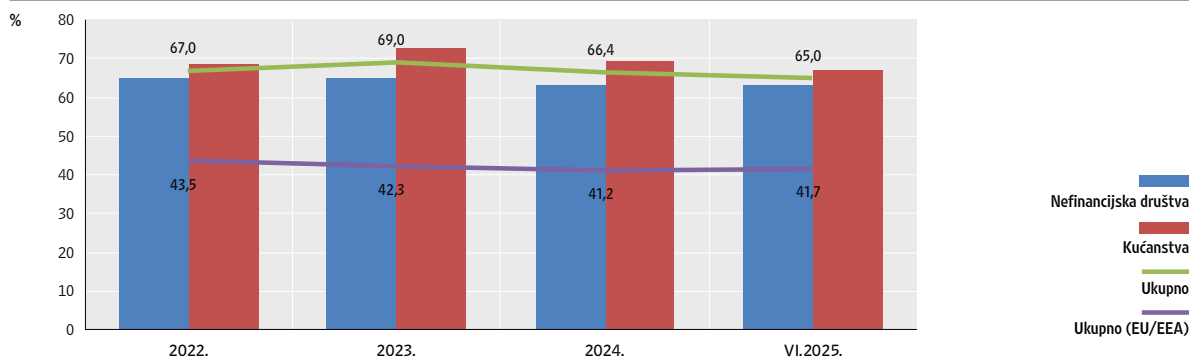


Izvori: HNB; EBA

Smanjenje iznosa NPL-ova nastavilo se pod utjecajem oporavka u portfelju kredita nefinancijskim društvima. Iznos NPL-ova u tom portfelju i nadalje se smanjuje, ponajviše zahvaljujući otplatama i reklasifikacijama u prihodonosni status. Rezultat toga jest smanjenje udjela NPL-ova kod nefinancijskih društava, s 4,5% na kraju 2024. na 4,0% na kraju promatranog razdoblja. Udio NPL-ova smanjio se i u kreditima kućanstvima, s 3,7% na 3,5%, ali isključivo zahvaljujući doprinosu nove kreditne aktivnosti. Naime, nakon niza godina gotovo kontinuiranog smanjivanja te unatoč daljnjim prodajama neprihodonosnih potraživanja, u prvoj polovini 2025. vidljiv je mali porast iznosa NPL-ova kod tog sektora (1,8%), zbog povećane rizičnosti gotovinskih nenamjenskih kredita. Krediti kućanstvima i nadalje su najveći izvor ukupnih NPL-ova u bankovnom sustavu, s udjelom od 56%.

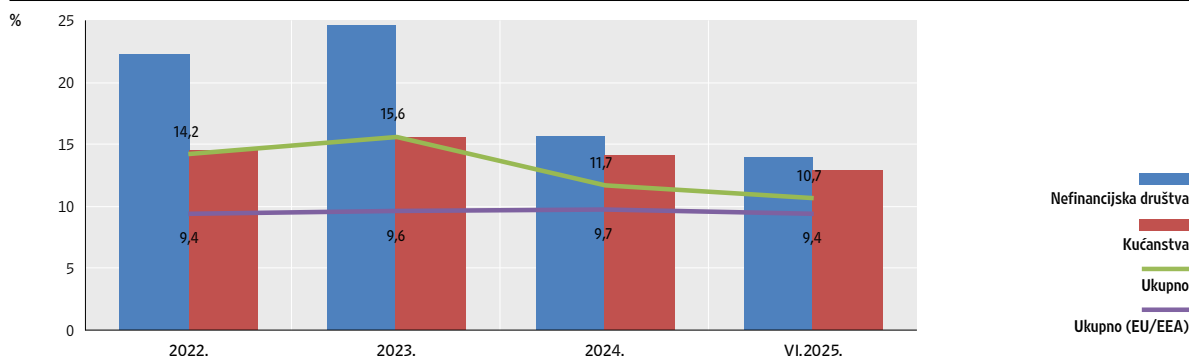
Kreditne institucije i nadalje održavaju pokrivenost NPL-ova umanjenjima vrijednosti na vrlo visokoj razini (65,0%), znatno većoj od prosječne pokrivenosti NPL-ova na razini bankovnog sustava EU-a (41,7%).

37 Podaci o vrijednostima ključnih pokazatelja poslovanja bankovnog sustava EU-a mogu se pronaći na ovoj [poveznici](#).

Slika 4.5. Pokrivenost neprihodonosnih kredita umanjenjima vrijednosti

Izvori: HNB; EBA

Poboljšanje kvalitete kreditnog portfelja vidljivo je i kod prihodonosnih kredita. Naime, udio kredita klasificiranih u fazu umanjenja vrijednosti 2 nastavio se smanjivati, s 11,7% na 10,7% ukupnih kredita.³⁸ No, riječ je još uvijek o povećanoj razini kreditnog rizika i u odnosu na razdoblje prije pandemije, i u usporedbi s prosjekom na razini bankovnog sustava EU-a (9,4%).

Slika 4.6. Udio kredita u fazi umanjenja vrijednosti 2 u ukupnim kreditima kreditnih institucija

Izvori: HNB; EBA

Poslovanje kreditnih institucija u prvom polugodištu 2025. rezultiralo je s 0,8 mlrd. EUR dobiti, što je u odnosu na usporedivo razdoblje prošle godine smanjenje za 1,4%. Stoga su se smanjile i vrijednosti pokazatelja profitabilnosti – prinos na imovinu (engl. *Return on assets*, ROA) iznosio je 1,9%, a prinos na kapital (engl. *Return on equity*, ROE) iznosio je 16,7%.

Na smanjenje profitabilnosti najviše je utjecao pad neto kamatnog prihoda (49 mil. EUR ili 4,3%), a bitno manji od toga bili su utjecaji promjena ostalih ključnih stavki računa dobiti i gubitka. Smanjenje neto kamatnog prihoda posljedica je pada kamatnih prihoda (82 mil. EUR ili 5,2%), ponajviše pod utjecajem opisanog smanjivanja sredstava položenih na prekonoćne depozite kod HNB-a te postupnog snižavanja pripadajuće kamatne stope. Manji kamatni prihodi

³⁸ Svaki instrument koji podliježe izračunu očekivanih kreditnih gubitaka, a to su svi dužnički instrumenti koji se mjere po amortiziranom trošku i po fer vrijednosti kroz ostalu sveobuhvatnu dobit, svrstava se u neku od triju faza umanjenja vrijednosti. Instrument se svrstava u fazu 2 ako dođe do znatnog povećanja kreditnog rizika, pri čemu još nije u statusu neispunjenja obveza, a očekivani gubitak izračunava se za cijelo razdoblje trajanja instrumenta.

ostvareni su i od poslova s drugim kreditnim institucijama. Kamatni prihodi od ostalih sektora porasli su, a najviše prihodi od kredita kućanstvima (73 mil. EUR ili 15,6%). Porast kamatnih prihoda ostvaren je i od sektora općih država (24 mil. EUR ili 10,1%), i to u cijelosti od ulaganja u vrijednosne papire. Kamatni prihodi od kredita nefinancijskim društvima stagnirali su. Opisana kretanja naposljetku su promijenila strukturu ukupnih kamatnih prihoda promatranu po sektorima, u kojoj je vidljivo ponovno jačanje udjela kućanstava, u prethodnim dvjema godinama potisnutog visokim udjelom kamatnih prihoda od središnjih banaka.

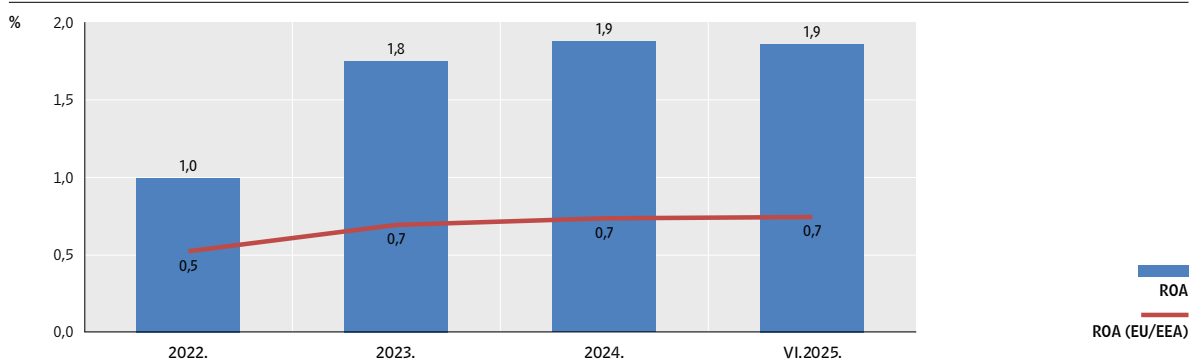
Kamatni troškovi smanjili su se za 32 mil. EUR (7,8%), nakon dviju godina snažnog rasta. Među činiteljima koji su utjecali na to kretanje nalazio se i pad kamatnih stopa na depozite s ugovorenim dospeljećem, koji je nadjačao učinak rasta tih depozita.³⁹

Opisana kretanja kamatnih prihoda i troškova u uvjetima povećanja kamatne imovine rezultirala su smanjenjem neto kamatne marže, na 2,6%. Međutim, razina tog pokazatelja i nadalje nadmašuje njegovu prosječnu vrijednost za bankovni sustav EU-a (1,6%).

Malen rast ukupnog neto prihoda iz poslovanja ipak je ostvaren (2,6%), zahvaljujući rastu nekamatnih prihoda. Ponajviše je riječ o povećanju prihoda od dividenda te naknada i provizija za većinu usluga. Više od ukupnog neto prihoda porasli su opći troškovi poslovanja (6,0%), pa se troškovna efikasnost blago pogoršala. Pokazatelj troškovne efikasnosti poslovanja kreditnih institucija (engl. Cost-to-income ratio, CIR) iznosio je 40,7%.

Ukidanje troškova umanjenja vrijednosti te prihodi ostvareni na toj osnovi odražavaju pozitivna kretanja pokazatelja kvalitete. No, iznos tih prihoda gotovo se prepolovio u odnosu na usporedivo razdoblje, što je pridonijelo smanjenju dobiti.

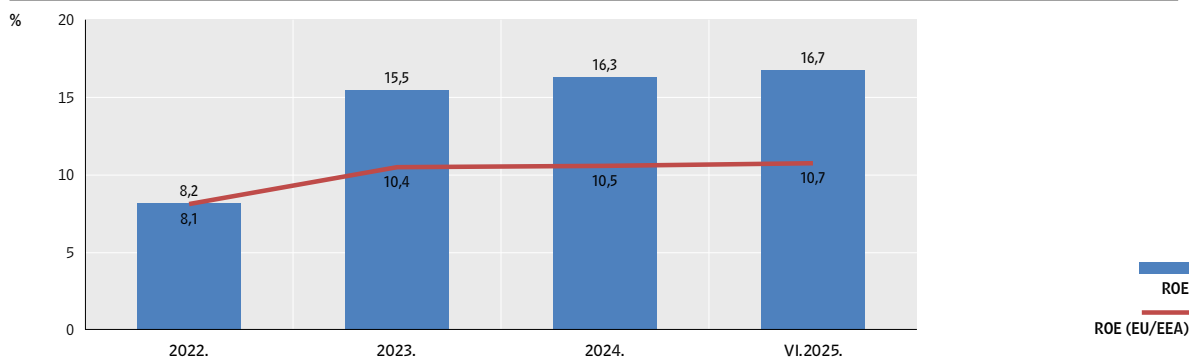
Slika 4.7. Profitabilnost imovine (ROA) kreditnih institucija



Izvori: HNB; EBA

³⁹ Podaci o visini kamatnih stopa mogu se pronaći na ovoj [poveznici](#).

Slika 4.8. Profitabilnost kapitala (ROE) kreditnih institucija



Izvori: HNB; EBA

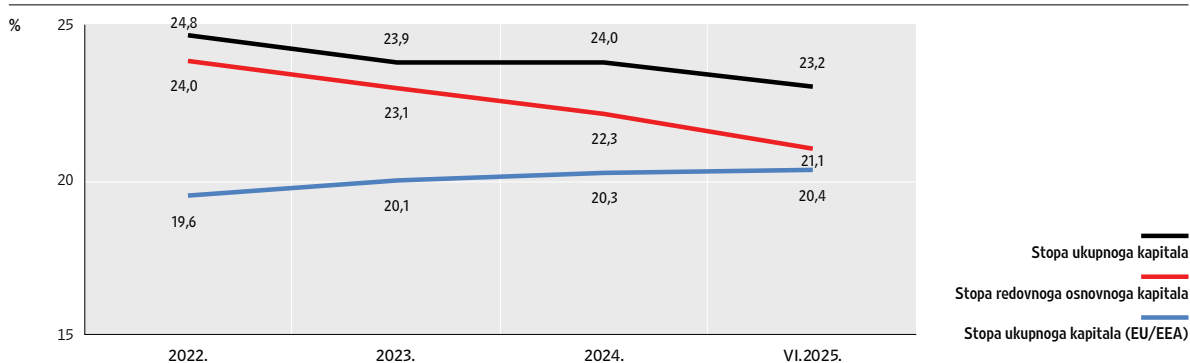
Na kraju prve polovine 2025. smanjile su se vrijednosti ključnih pokazatelja kapitaliziranosti bankovnog sustava, no i nadalje su na visokim razinama. Stopa ukupnoga kapitala smanjila se s 24,0% na kraju 2024. na 23,2% na kraju prvog polugodišta 2025., zbog razlike u stopi rasta regulatornoga kapitala (0,4%) i rasta izloženosti rizicima (3,9%). Na visoku kapitaliziranost hrvatskoga bankovnog sustava, dovoljnu za pokriće neočekivanih gubitaka, upućuje i visina omjera financijske poluge. Taj omjer na kraju prvog polugodišta 2025. bio je na razini od 9,0%, što je zamjetno više od prosjeka EU-a, i više nego trostruko više od regulativnog minimuma (3%).

Povećavanje ukupne izloženosti rizicima nastavilo se s daljnjom kreditnom aktivnosti, ali i pod utjecajem početka primjene CRR-a 3, osobito u dijelu izloženosti kreditnom i operativnom riziku.⁴⁰ Najveći učinak regulativnih novosti koje je donio CRR-3 u mjerenje izloženosti kreditnom riziku vidljiv je u smanjenju dijela mjerenog internim rejting-sustavima (tzv. IRB pristup). No, s nastavkom kreditne aktivnosti te porastom izloženosti mjerenih standardiziranim pristupom ukupna izloženost kreditnom riziku na kraju je porasla (2,4%). U strukturi izloženosti kreditnom riziku mjerenom standardiziranim pristupom vodeći udio i nadalje zauzimaju stavke koje se ponderiraju ponderom rizika od 0%, na koje se odnosilo 45% izloženosti mjerenih tim pristupom. Promjene udjela stavki koje se ponderiraju višim ponderima rizika pretežito odražavaju regulatorne promjene tretmana izloženosti osiguranih hipotekama na nekretninama. Dominacija kreditnoga rizika u strukturi ukupne izloženosti rizicima nastavila se, s udjelom od 88%.

Regulatorne promjene najviše su odgovorne za povećanje izloženosti operativnom riziku (15,3%). Posljedica je to uvođenja jedinstvenoga standardiziranog pristupa mjerenju tog rizika, kojim su zamijenjeni svi prethodno primjenjivani pristupi.

40 Uredba (EU) 2024/1623 Europskog parlamenta i Vijeća od 31. svibnja 2024. o izmjeni Uredbe (EU) br. 575/2013 u pogledu zahtjeva za kreditni rizik, rizik prilagodbe kreditnom vrednovanju, operativni rizik, tržišni rizik i minimalnu donju granicu stupila je na snagu 1. siječnja 2025. osim u dijelu tržišnih rizika i prijelaznih odredbi.

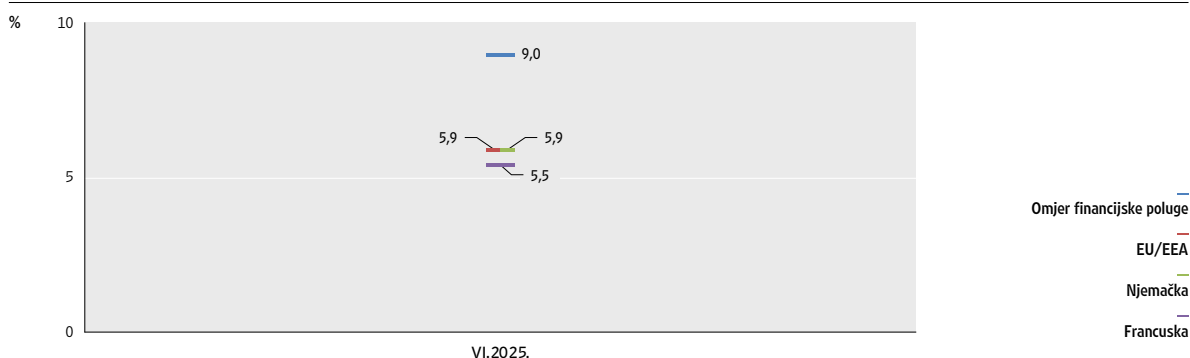
Slika 4.9. Ključni pokazatelji kapitaliziranosti kreditnih institucija



Izvori: HNB; EBA

Sve kreditne institucije imale su stopu ukupnoga kapitala veću od propisanog minimuma od 8%, a njih 16, na koje se odnosilo 91% ukupne imovine sustava, imalo je stopu ukupnoga kapitala veću od 20%. Prosječna stopa ukupnoga kapitala bankovnog sustava RH, premda ima tendenciju blagog smanjivanja, i nadalje je veća od prosjeka EU-a (20,4%).

Slika 4.10. Omjer financijske poluge kreditnih institucija



Izvori: HNB; EBA

Kratice i znakovi

Kratice

ANFA	Sporazum o neto financijskoj imovini (engl. <i>Agreement on Net Financial Assets</i>)
APP	program kupnje vrijednosnih papira (engl. <i>Asset Purchase Programme</i>)
BDP	bruto domaći proizvod
BDV	bruto dodana vrijednost
BLS	Anketa o kreditnoj aktivnosti banaka (engl. <i>Bank lending survey</i>)
CHF	švicarski franak
CIR	pokazatelj troškovne efikasnosti (engl. <i>Cost-to-income ratio</i>)
DFR	kamatna stopa na novčani depozit kod središnje banke (engl. <i>deposit facility rate</i>)
DZS	Državni zavod za statistiku
EBA	Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo (engl. <i>European Banking Authority</i>)
EGP	europsko gospodarsko područje
EONIA	prosječna eurska prekonoćna kamatna stopa na europskom međubankovnom tržištu (engl. <i>Euro OverNight Index Average</i>)
ESB	Europska središnja banka
ESG	zelena, socijalna i održiva ulaganja (engl. <i>environment, social, governance</i>)
ESM	europski mehanizam za stabilnost (engl. <i>European Stability Mechanism</i>)
EU	Europska unija
EUR	euro
EURIBOR	referentna kamatna stopa koja se utvrđuje na europskom međubankovnom tržištu (engl. <i>Euro Interbank Offered Rate</i>)
€STR	eurska kratkoročna kamatna stopa (engl. <i>Euro Short-Term Rate</i>)
Fed	američka središnja banka (engl. <i>Federal Reserve System</i>)
fik.	fiksni
FRFA	raspodjela punog iznosa likvidnosti na aukcijama s nepromjenjivom kamatnom stopom (engl. <i>fixed rate full allotment</i>)
HAC	Hrvatske autoceste
Hanfa	Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
HBOR	Hrvatska banka za obnovu i razvitak
HIPC	harmonizirani indeks potrošačkih cijena
HNB	Hrvatska narodna banka
HZMO	Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje
HZZ	Hrvatski zavod za zapošljavanje
Ina	Industrija nafte d.d.
INET	indeks nominalnoga efektivnog tečaja
IPC	indeks potrošačkih cijena
JPY	jen
LCR	kratkoročna likvidnosna pokrivenost (engl. <i>Liquidity Coverage Ratio</i>)
MF	Ministarstvo financija
mil.	milijun

MLF	mogućnost posudbe na kraju dana (engl. <i>marginal lending facility</i>)
mlrd.	milijarda
MRO	glavne operacije refinanciranja (engl. <i>main refinancing operations</i>)
NKD	Nacionalna klasifikacija djelatnosti
NN	Narodne novine
NPL	neprihodonosne izloženosti (engl. <i>Non performing loans</i>)
NRS	nacionalna referentna stopa
NSFR	omjer neto stabilnih izvora financiranja (engl. <i>Net Stable Funding Ratio</i>)
OMT	izravne monetarne transakcije (engl. <i>Outright Monetary Transactions</i>)
PEPP	hitni program kupnje zbog pandemije (engl. <i>pandemic emergency purchase programme</i>)
RH	Republika Hrvatska
ROA	profitabilnost imovine (engl. <i>Return on Assets</i>)
ROE	profitabilnost kapitala (engl. <i>Return on Equity</i>)
SAD	Sjedinjene Američke Države
SDR	posebna prava vučenja (engl. <i>Special Drawing Rights</i>)
SIE	zemlje Srednje i Istočne Europe (Češka, Mađarska, Poljska i Rumunjska)
SMTK	Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija
T-HT	Hrvatske komunikacije d.d.
tis.	tisuća
TLTRO	ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja (engl. <i>targeted longer-term refinancing operations</i>)
TPI	instrument zaštite transmisije (engl. <i>Transmission Protection Instrument</i>)
UFPIM	usluge financijskog posredovanja indirektno mjerene
USD	američki dolar

Znakovi

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

IZDAVAČ

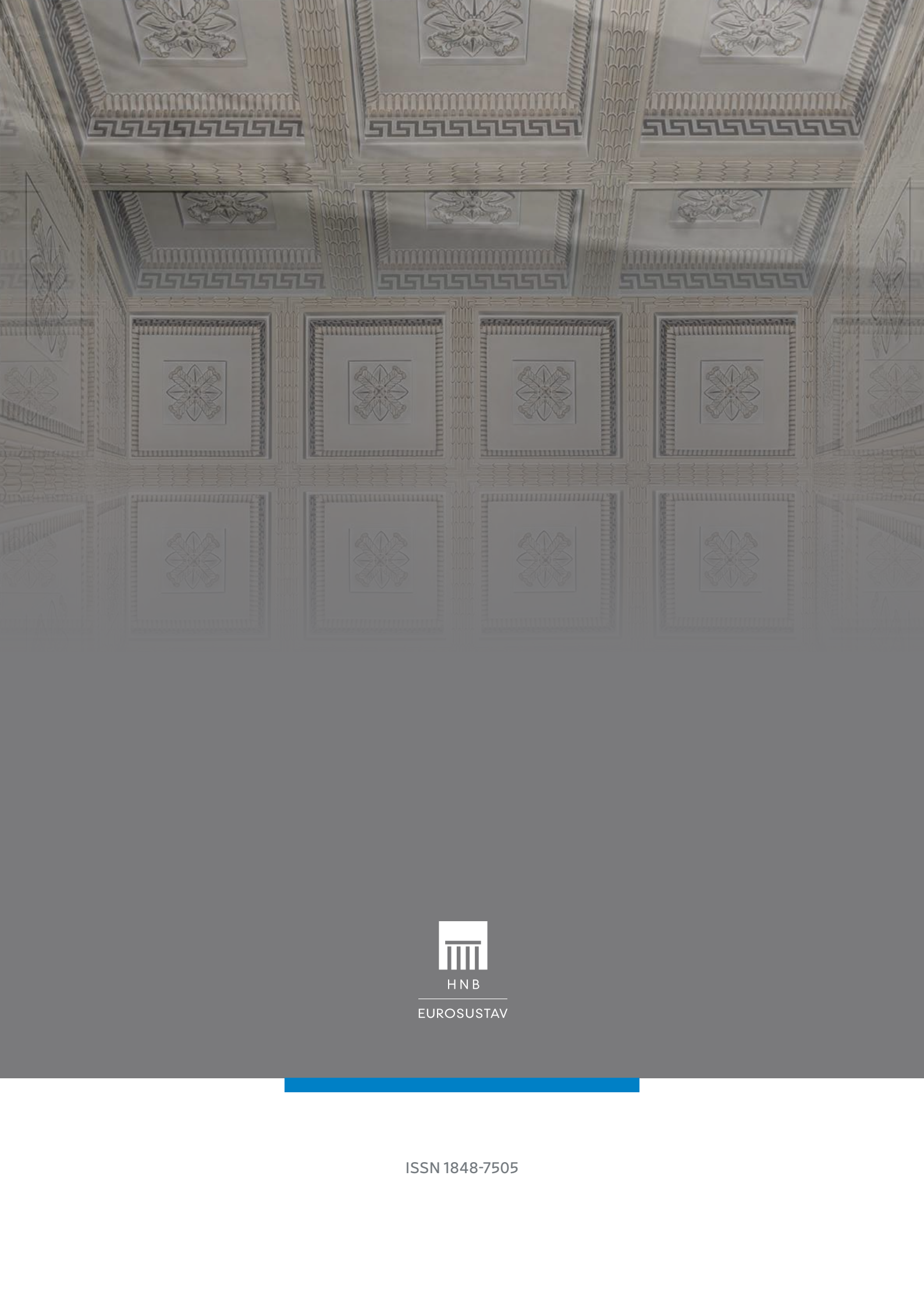
Hrvatska narodna banka

Trg hrvatskih velikana 3
10000 Zagreb

www.hnb.hr

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

ISSN 1848-7505 (online)



HNB

EUROSUSTAV

ISSN 1848-7505