



CROATIAN NATIONAL BANK

EUROSYSTEM

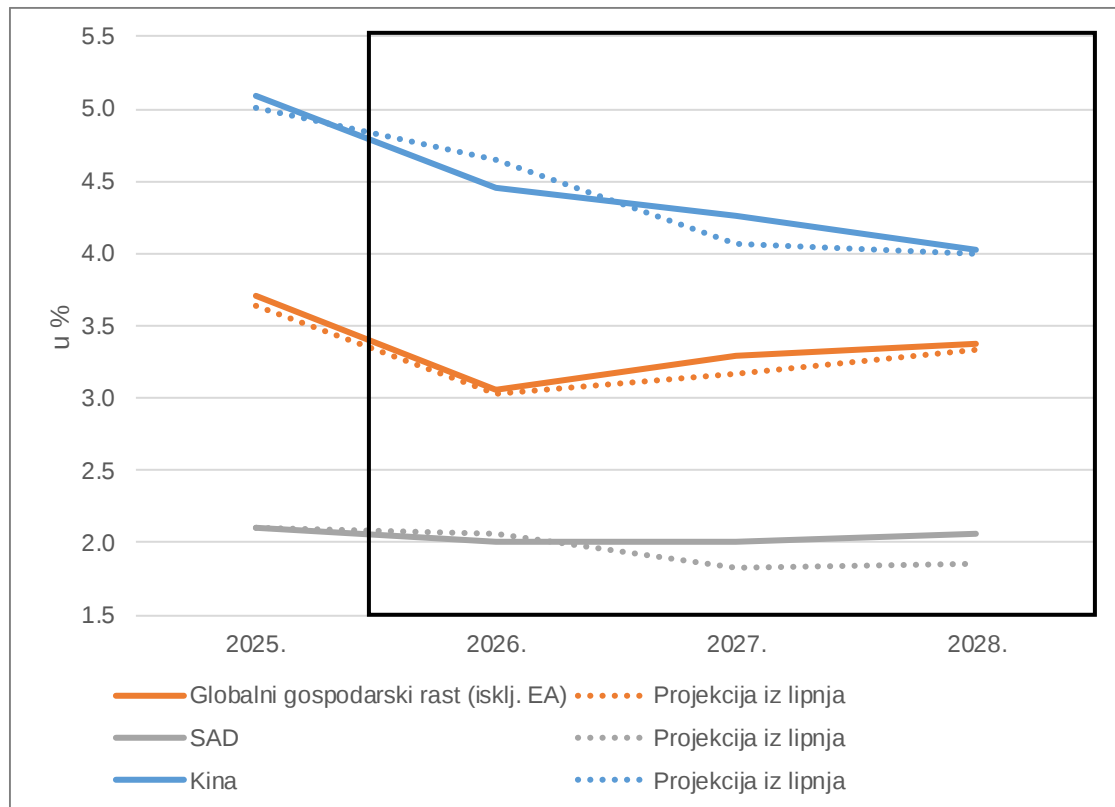
Makroekonomski izgledi i monetarna politika

Ante Žigman, guverner HNB-a
23. rujan 2026.



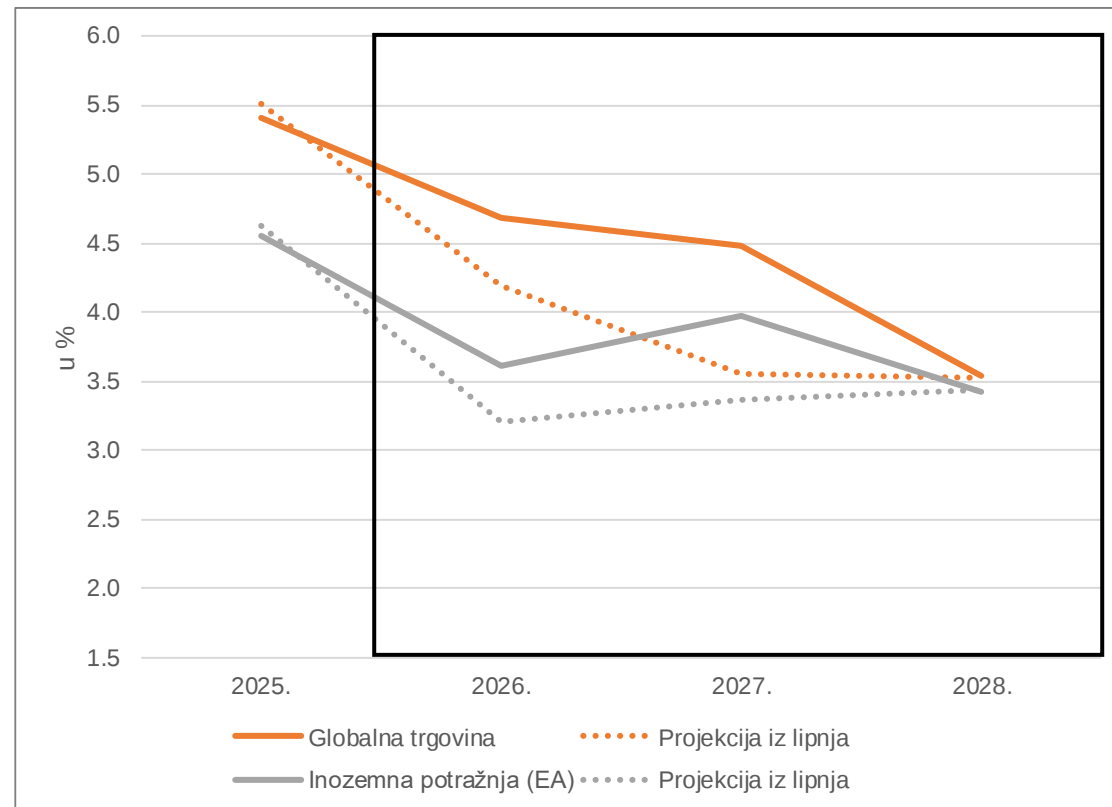
Globalni gospodarski rast i dalje je relativno solidan, dok je rast trgovine znatno snažniji od ranijih očekivanja, dijelom zbog ulaganja u razvoj AI

Očekivanja globalnog gospodarskog rasta
(godišnja stopa rasta)



Izvori: ESB, HNB

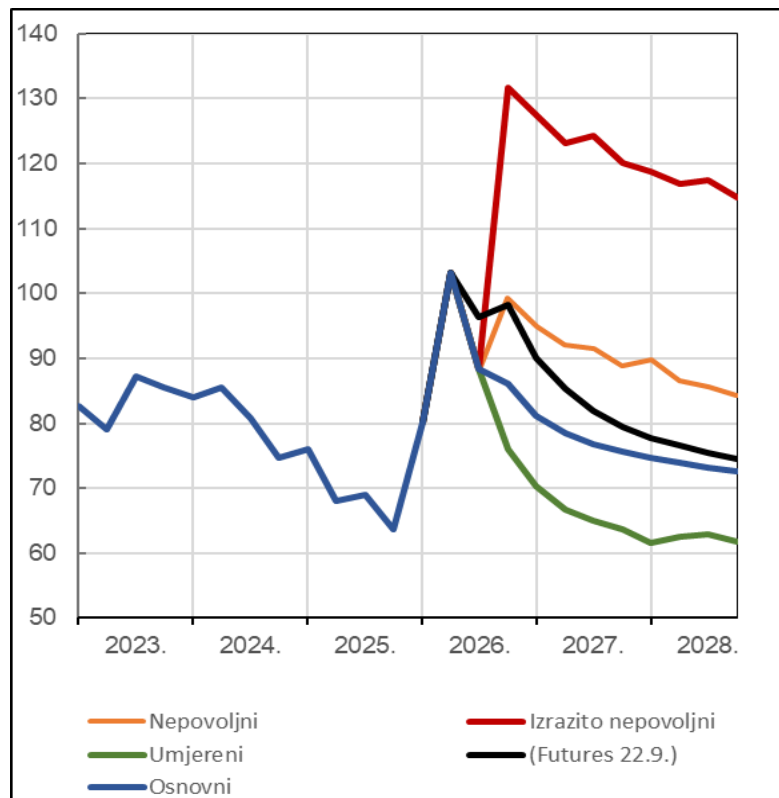
Očekivanja globalne trgovine
(godišnja stopa rasta)



Izvori: ESB, HNB

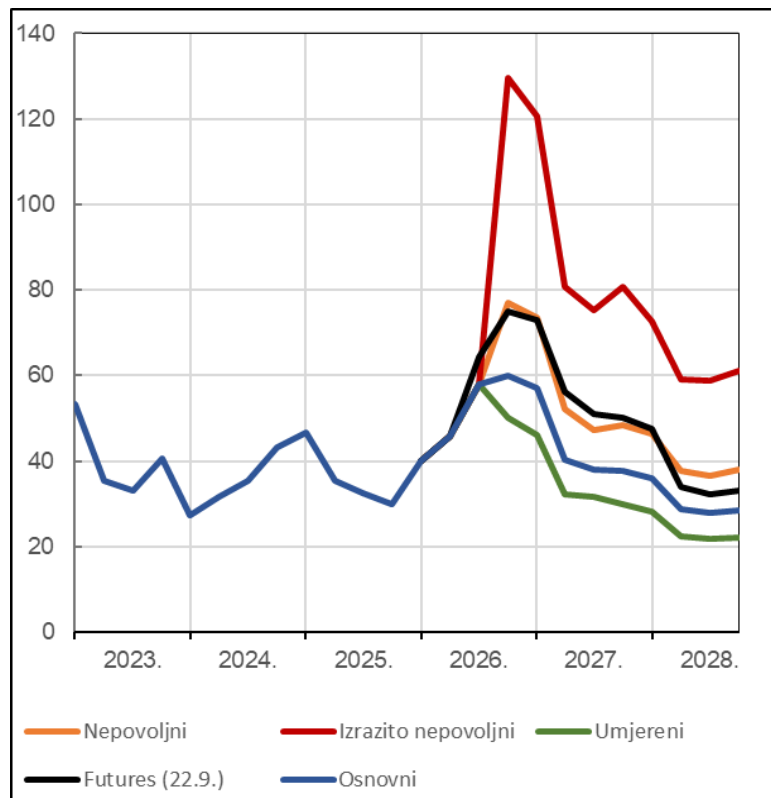
Međutim, neizvjesnost oko rata na Bliskom istoku i kretanja cijena energenata i dalje je izražena, uz dodatne pritiske na cijene goriva zbog rasta rafinerijskih marži

Cijene nafte (\$ po barelu)



Izvori: ESB, HNB

Cijene plina (€ po MWh)



Izvori: ESB, HNB

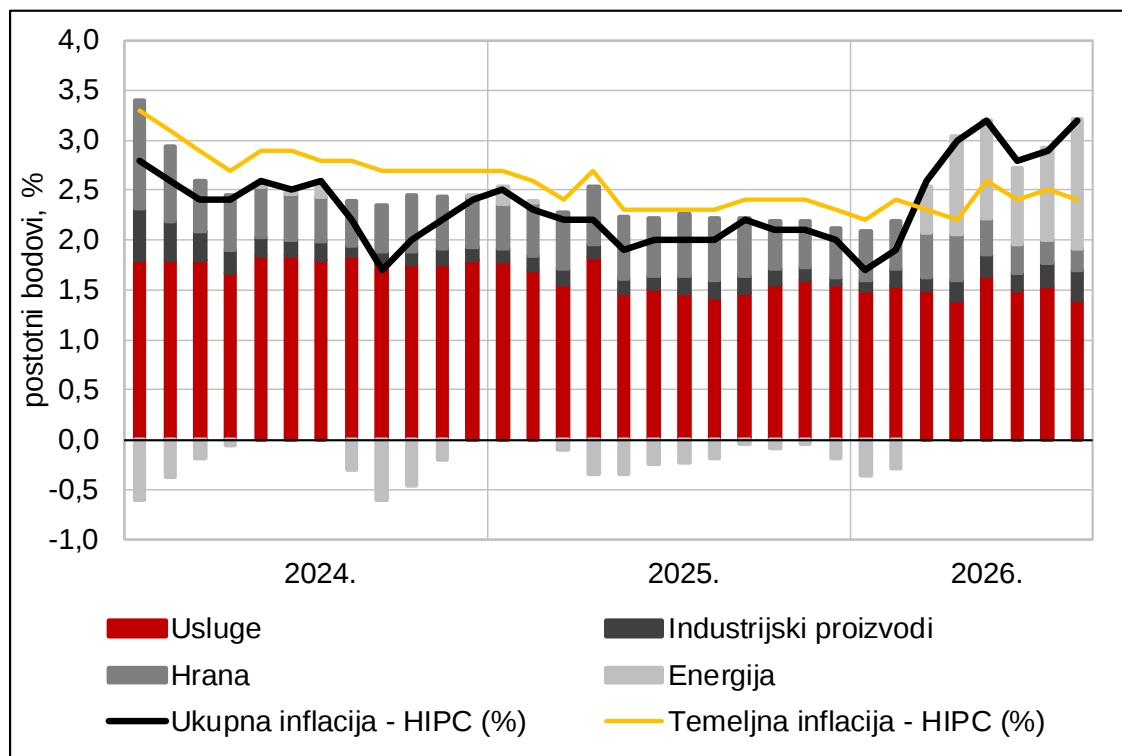
Rafinerijske marže za dizel (\$ po barelu)



Napomena: Rafinerijska marža za dizel odnosi se na razliku između cijene dizela i cijene sirove nafte Brent, izražena u dolarima po barelu. Cijena dizela odnosi se na referentno tržište sjeverozapadne Europe.
Izvori: Bloomberg, Refinitiv

Kao posljedica rasta cijena energije, inflacija u europodručju ubrzala se u kolovozu na najvišu razinu od rujna 2023.

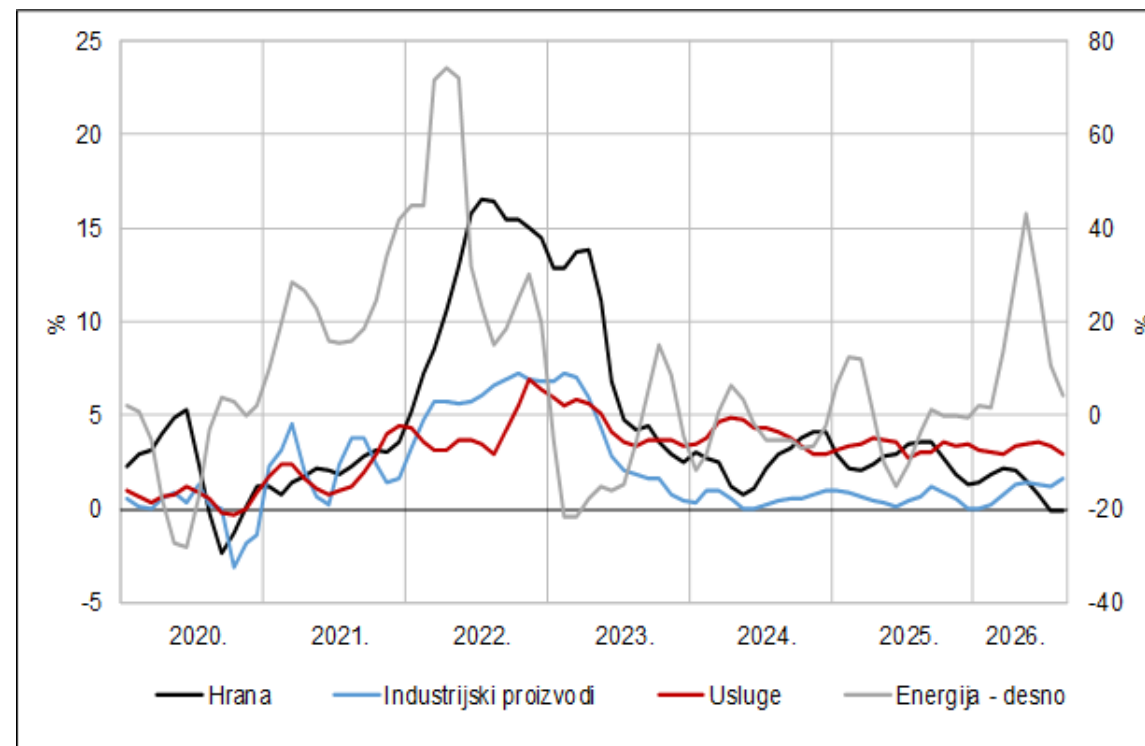
Godišnja stopa inflacije u europodručju i doprinosi glavnih komponenata



Napomena: Temeljna inflacija mjerena je harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena koji isključuje cijene energije, hrane, alkohola i duhana.

Izvori: Eurostat, izračun HNB-a

Zamasi (momenti) glavnih komponenata inflacije u europodručju

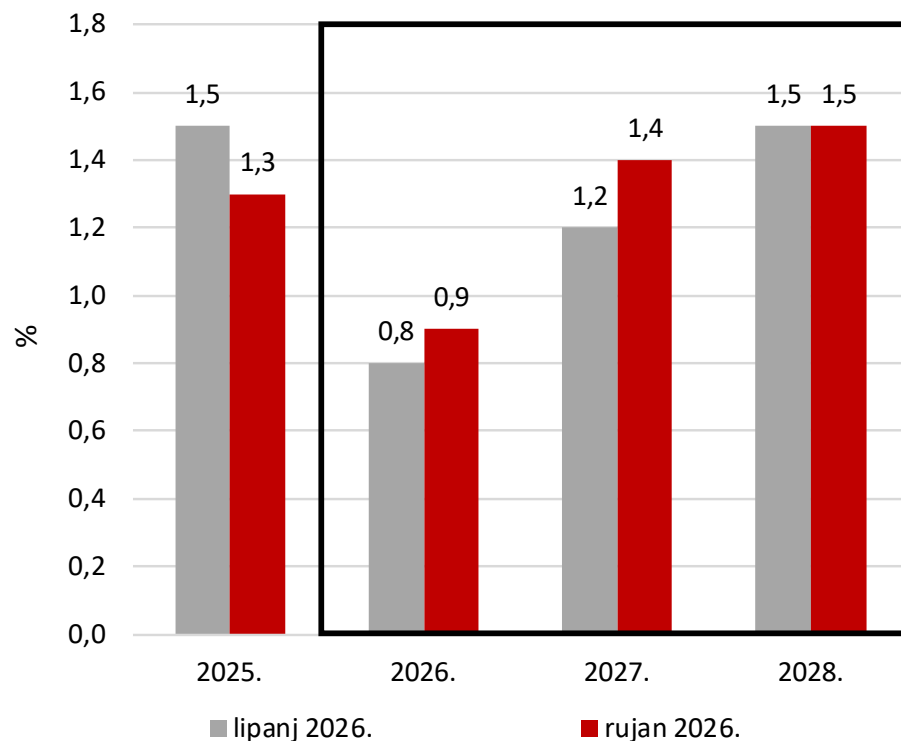


Napomena: Tromjesečna stopa promjene na godišnjoj razini izračunata je iz tromjesečnoga pomičnog prosjeka sezonski prilagođenih harmoniziranih indeksa potrošačkih cijena.

Izvori: ESB; izračun HNB-a

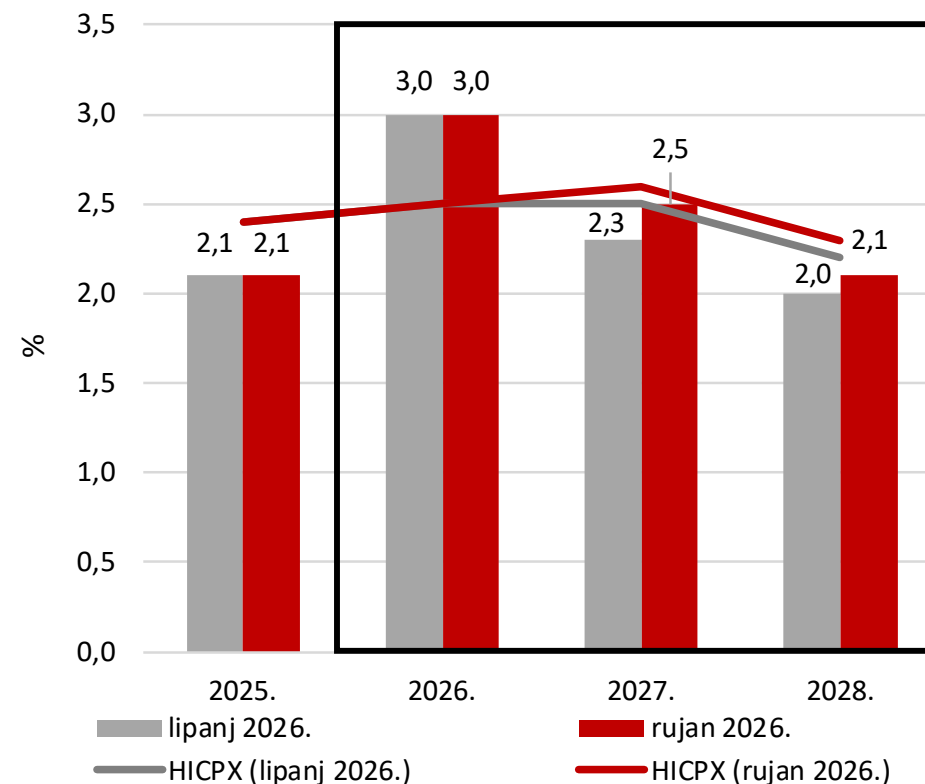
Projekcije gospodarskog rasta i inflacije u europodručju revidirani su u osnovnom scenariju blago na više u odnosu na lipanj

Projekcija gospodarske aktivnosti europodručja



Izvor: ESB

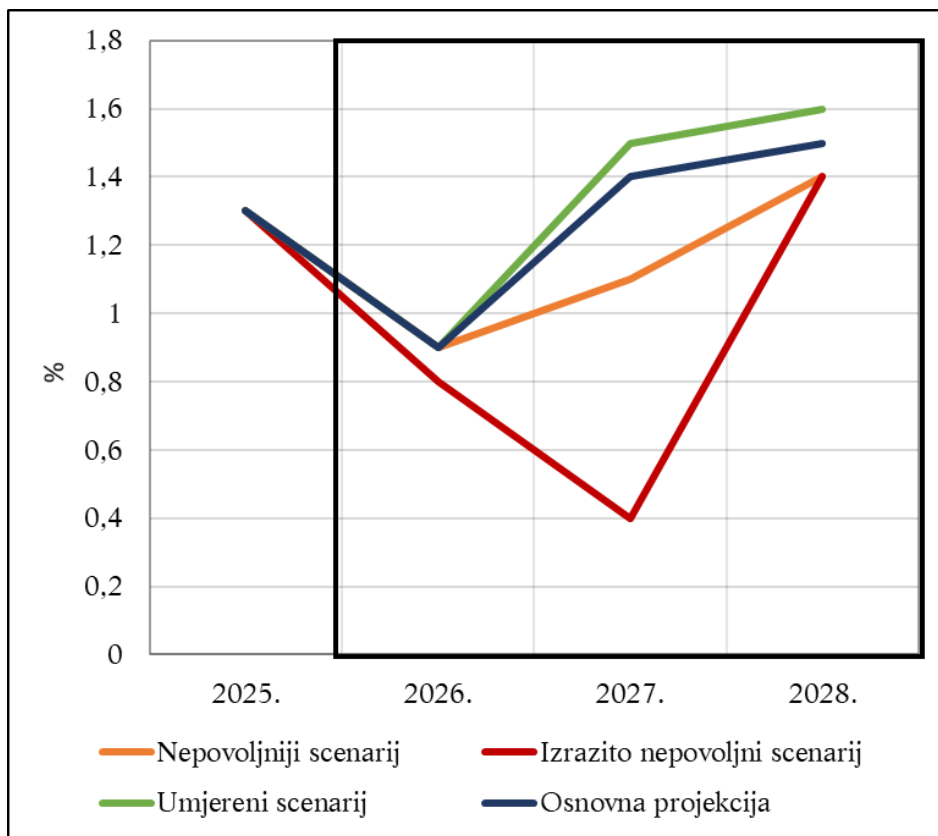
Projekcija inflacije europodručja



Napomena: HICPX se odnosi na temeljnu inflaciju (HIPC bez energije i hrane).
Izvor: ESB

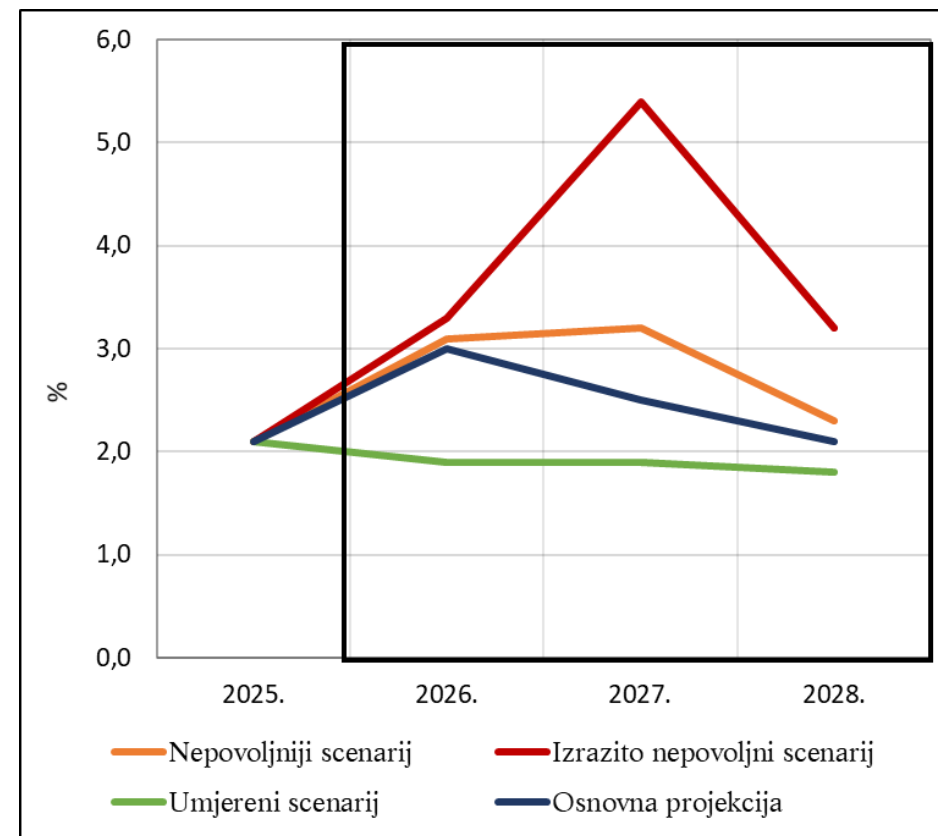
Alternativni nepovoljni scenariji upućuju na rizike da rast bude niži, a inflacija viša u odnosu na osnovnu projekciju u europodručju

Projekcija BDP-a u alternativnim scenarijima



Izvor: ESB

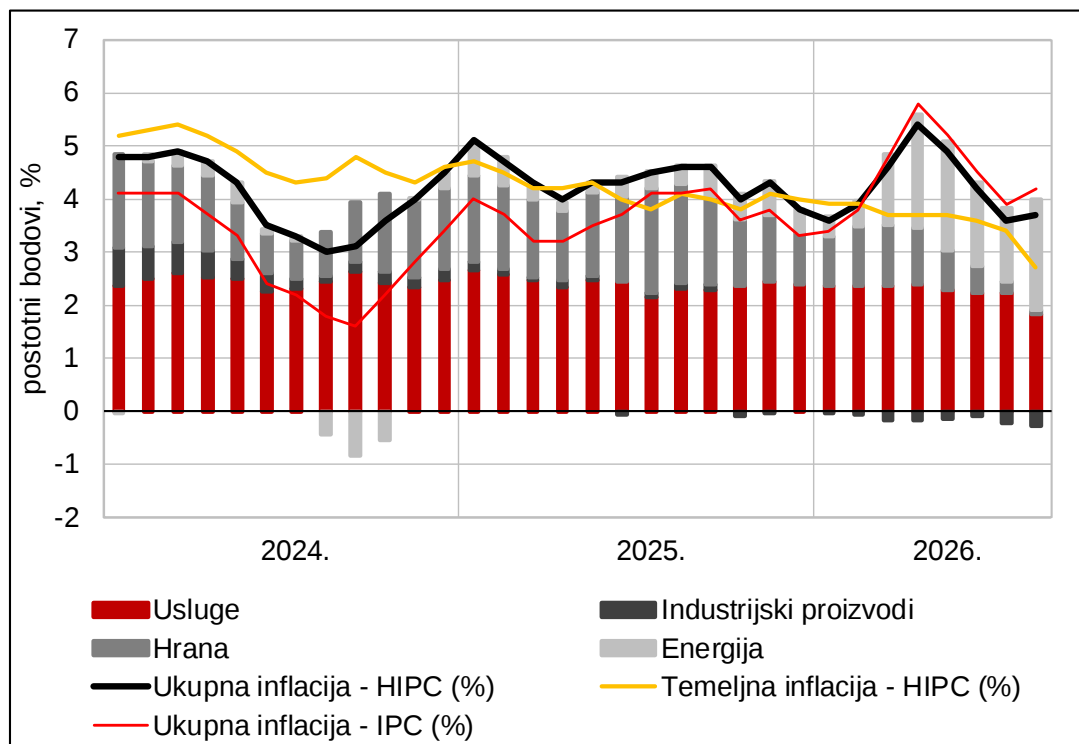
Projekcija inflacije u alternativnim scenarijima



Izvor: ESB

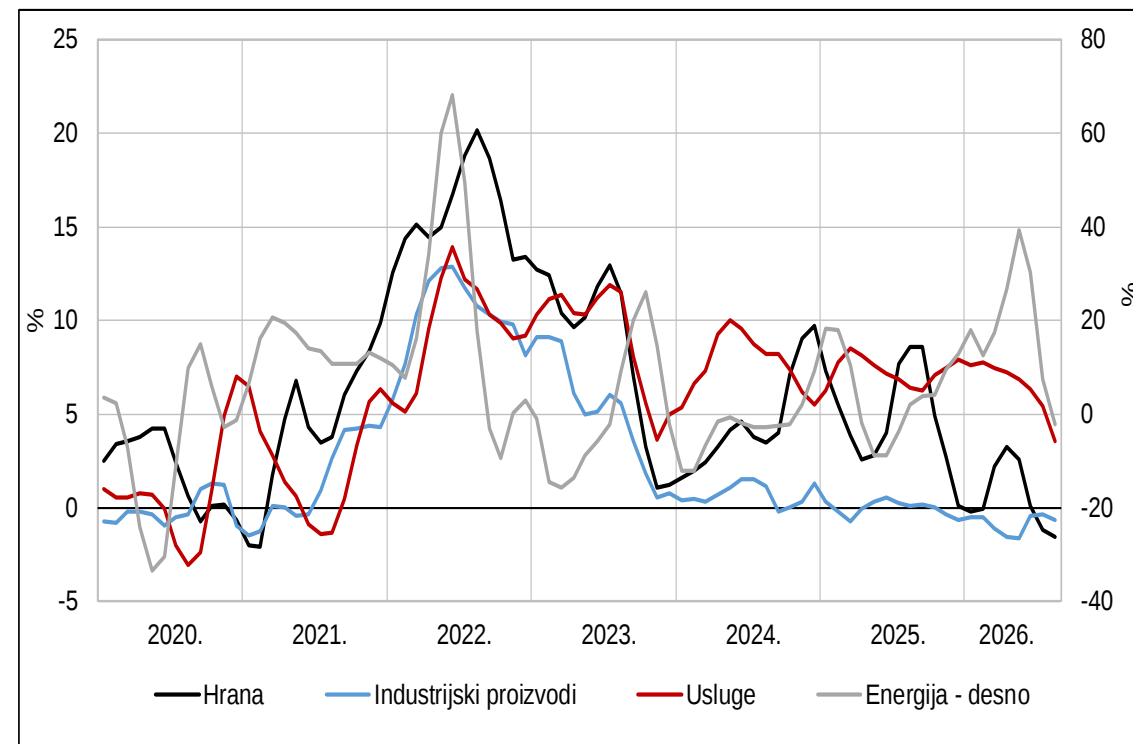
Inflacija je u Hrvatskoj u kolovozu bila na sličnim razinama kao prije rata na Bliskom Istoku

Godišnja stopa inflacije u Hrvatskoj i doprinosi glavnih komponenata



Izvori: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

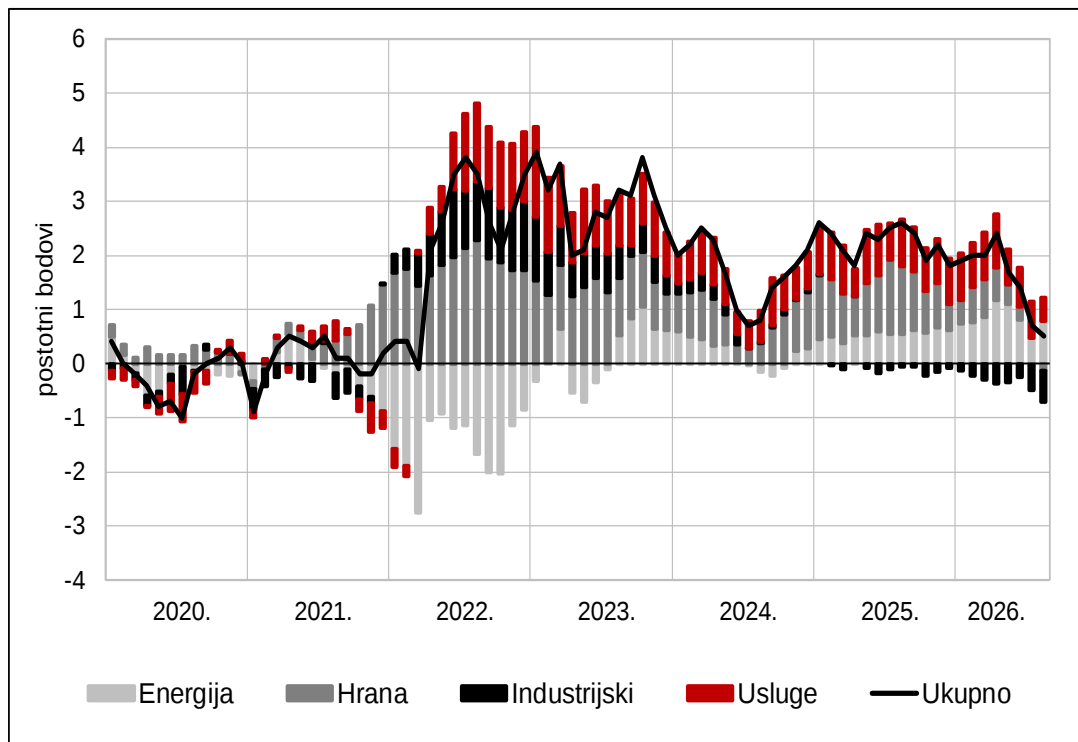
Zamasi (momenti) glavnih komponenata inflacije



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

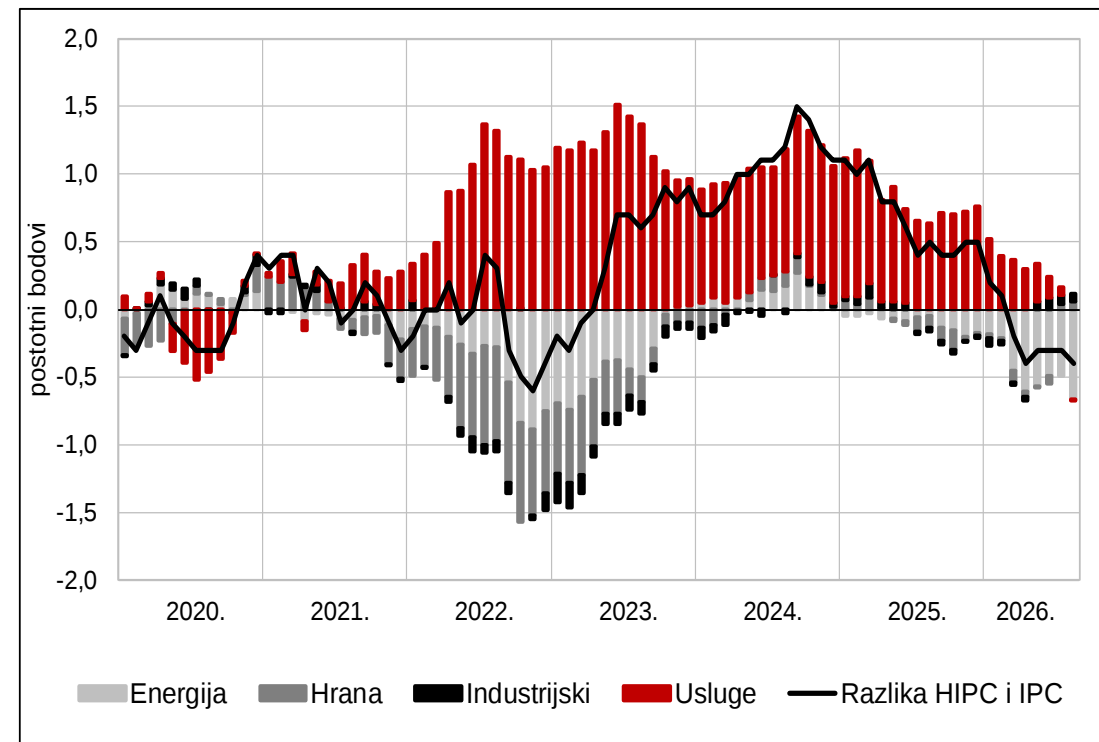
Inflacijski diferencijal u odnosu na europodručje znatno se smanjio, uz nastavak niže inflacije mjerene HIPC-om nego IPC-om

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



Napomena: Pozitivna (negativna) vrijednost označuje veći (manji) doprinos inflacije cijena određene komponente ukupnoj inflaciji (HIPC) u Hrvatskoj u odnosu na prosjek europodručja.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

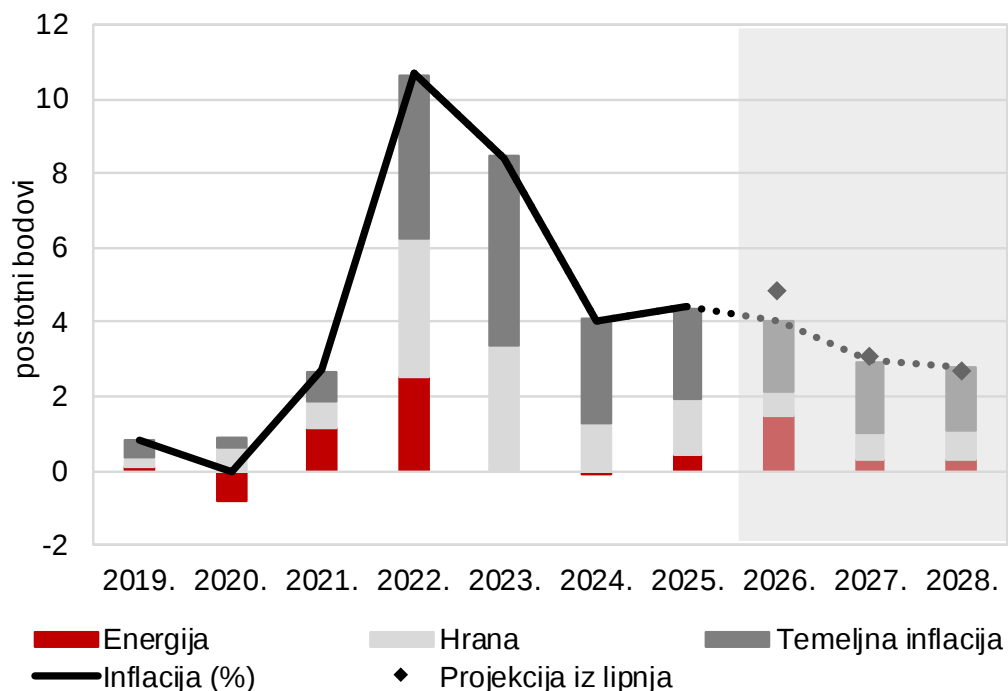
Razlika između doprinosa glavnih komponenata u ukupnom HIPC-u i IPC-u



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

Ostvarenja inflacije bila su manja od očekivanja, te su projekcije za 2026. i 2027. revidirane na niže

Projekcija harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena



Izvori: Eurostat; projekcija HNB

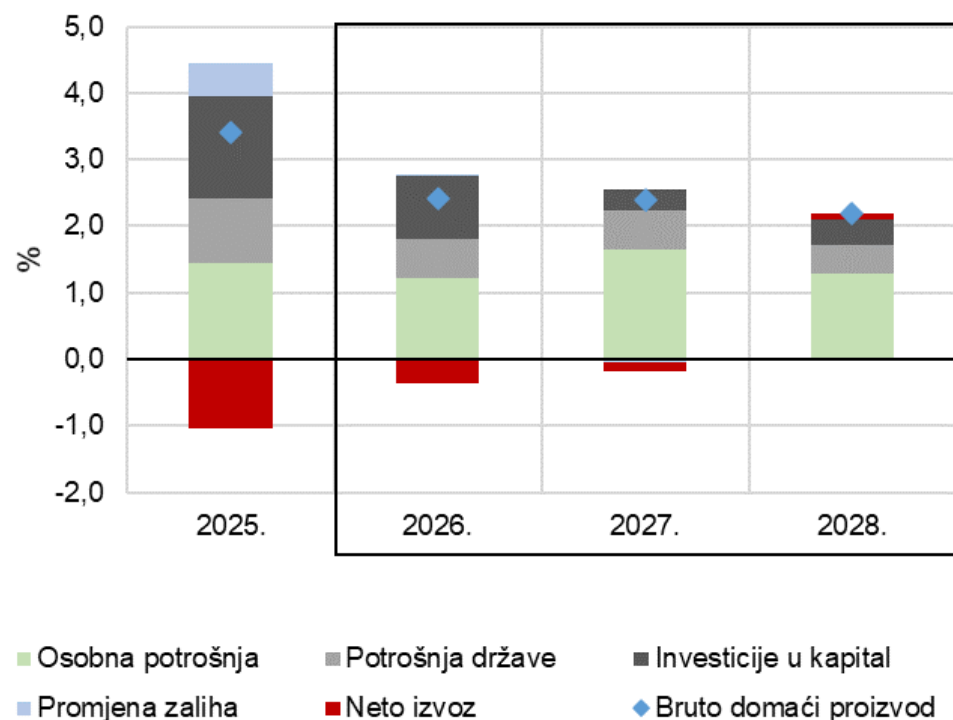
Usporedba projekcije iz rujna i projekcije iz lipnja

	2024.	2025.	2026.	2027.	2028.
Energija	-0,3	3,3	12,3	2,5	2,3
Hrana	4,4	5,4	2,1	2,5	2,8
Temeljna	4,8	4,1	3,3	3,2	2,8
Ukupno HIPC	4,0	4,4	4,1	3,0	2,8
Ukupno IPC	3,0	3,7	4,3	2,9	2,7
Odstupanje od prethodne projekcije (pb)					
Energija	0,0	0,0	-0,6	1,5	0,9
Hrana	0,0	0,0	-0,9	-0,9	-0,1
Temeljna	0,0	0,0	-0,8	-0,2	0,0
Ukupno HIPC	0,0	0,0	-0,8	-0,2	0,1
Ukupno IPC	0,0	0,0	-0,7	-0,1	0,1

Izvori: Eurostat; DZS; projekcija HNB

Tijekom projekcijskog razdoblja očekuje se umjeren, ali relativno stabilan gospodarski rast, uz manje izmjene u odnosu na očekivanja iz lipnja

Projekcija rasta BDP-a u Hrvatskoj



Projekcija rasta BDP-a i odstupanja u odnosu na prethodnu projekciju

	2025.	2026.	2027.	2028.
Bruto domaći proizvod	3,4	2,4	2,4	2,2
Osobna potrošnja	2,5	2,2	3,0	2,3
Potrošnja države	4,1	2,4	2,4	1,7
Investicije u kapital	6,1	3,6	1,2	1,5
Izvoz roba i usluga	0,9	1,7	2,3	2,3
Uvoz roba i usluga	2,8	2,2	2,3	2,0

Razlike u odnosu na lipanj 2026.

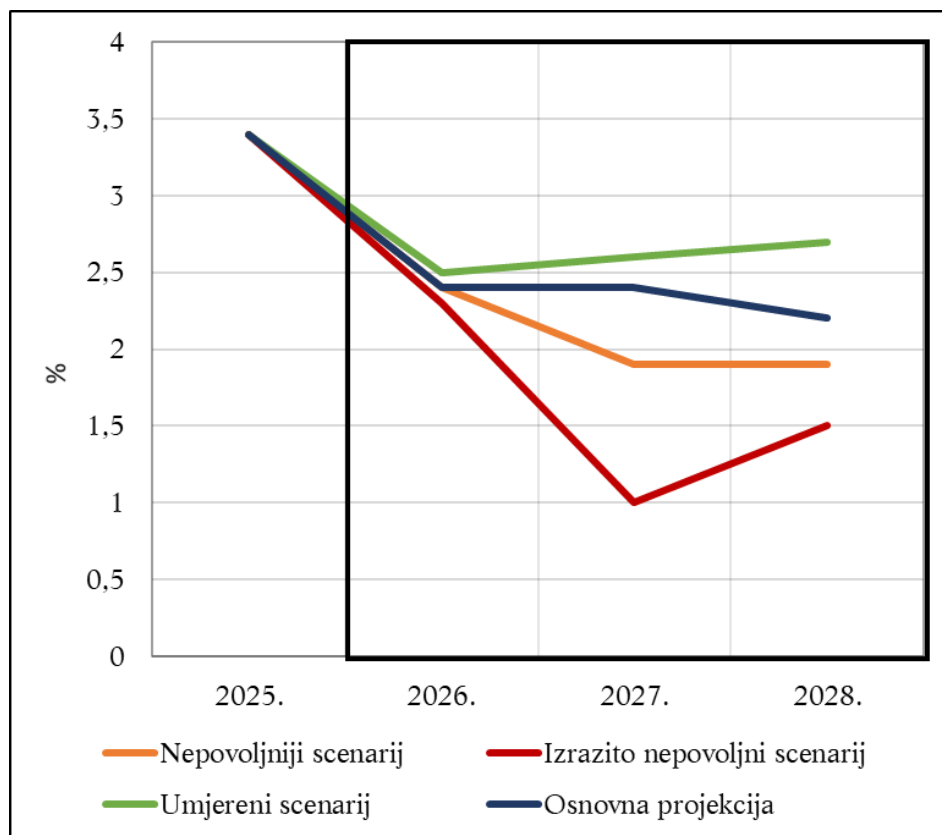
Bruto domaći proizvod	0,0	0,0	0,1	0,0
Osobna potrošnja	0,0	-0,8	0,4	0,0
Potrošnja države	0,0	-0,5	0,0	0,0
Investicije u kapital	0,0	0,1	-0,2	0,0
Izvoz roba i usluga	0,0	0,8	0,3	0,0
Uvoz roba i usluga	0,0	-0,4	0,3	0,1

Izvori: Eurostat; DZS; projekcija HNB

Izvori: Eurostat; DZS; projekcija HNB

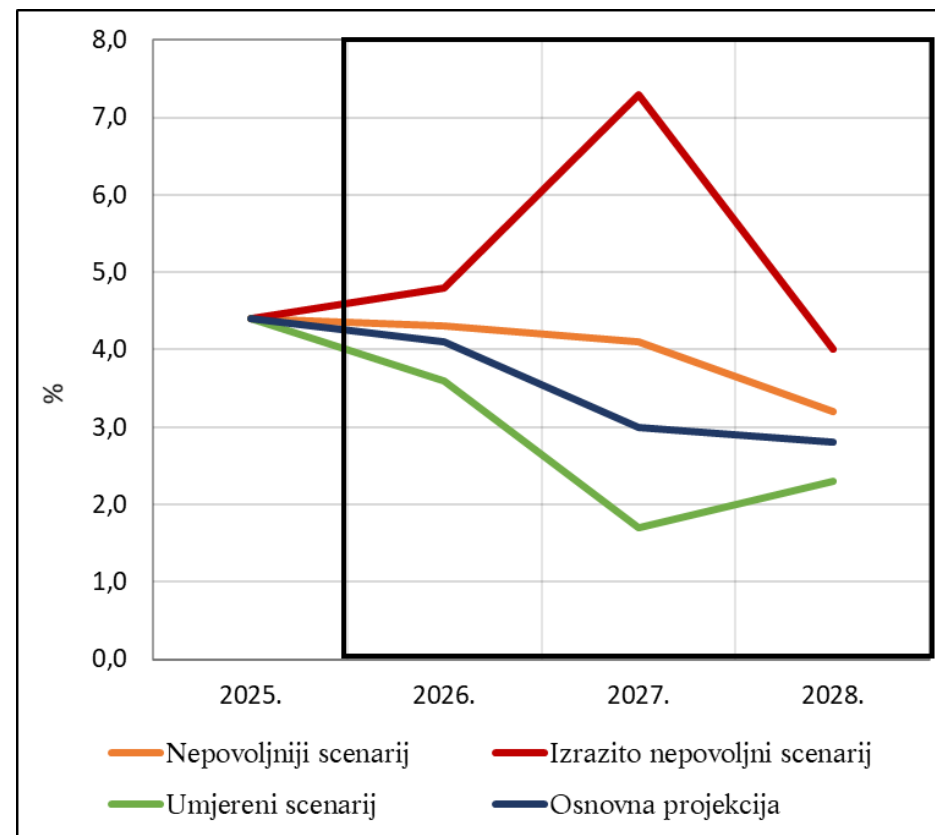
U alternativnim nepovoljnim scenarijima rast bi mogao znatno usporiti, a inflacija vidno ubrzati

Projekcija BDP-a u alternativnim scenarijima



Izvor: HNB

Projekcija inflacije u alternativnim scenarijima



Izvor: HNB

Dodatne rizike da inflacija bude viša od projicirane stvaraju i nepovoljne vremenske prilike, kao i mogućnost da indirektni i sekundarni učinci budu jači od očekivanja

BDP



- snažnije korištenje raspoloživih sredstava EU-a moglo bi podržati investicije
- izrazito visoka stopa štednje mogla bi potaknuti osobnu potrošnju u slučaju bržeg smirivanja geopolitičkih napetosti



- jačanje geopolitičkih napetosti moglo bi rezultirati ponovnim intenziviranjem neizvjesnosti i slabljenjem puzdanja potrošača
- izraženije slabljenje inozemne potražnje iz glavnih vanjskotrgovinskih partnera
- više cijene energenata koje bi mogle dodatno smanjiti realni raspoloživi dohodak kućanstava

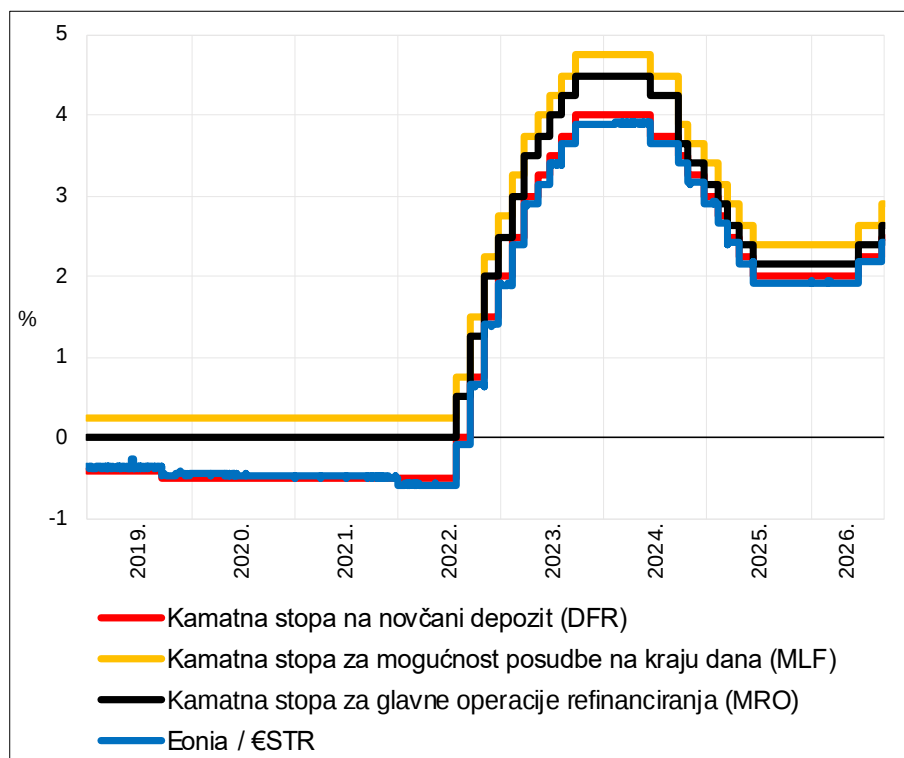
Inflacija

- intenziviranje geopolitičkih napetosti (posebno na Bliskom istoku) i jači globalni rast cijena energenata
- jači indirektni i sekundarni učinci viših cijena energije
- snažniji rast plaća
- ekstremni vremenski uvjeti

- ranije smirivanje situacije na Bliskom istoku i povoljnije kretanje cijena energenata
- gospodarski rast slabiji od očekivanog, uslijed jačanja trgovinskih napetosti i s time povezanim slabljenjem inozemne potražnje
- dodatna aprecijacija tečaja eura

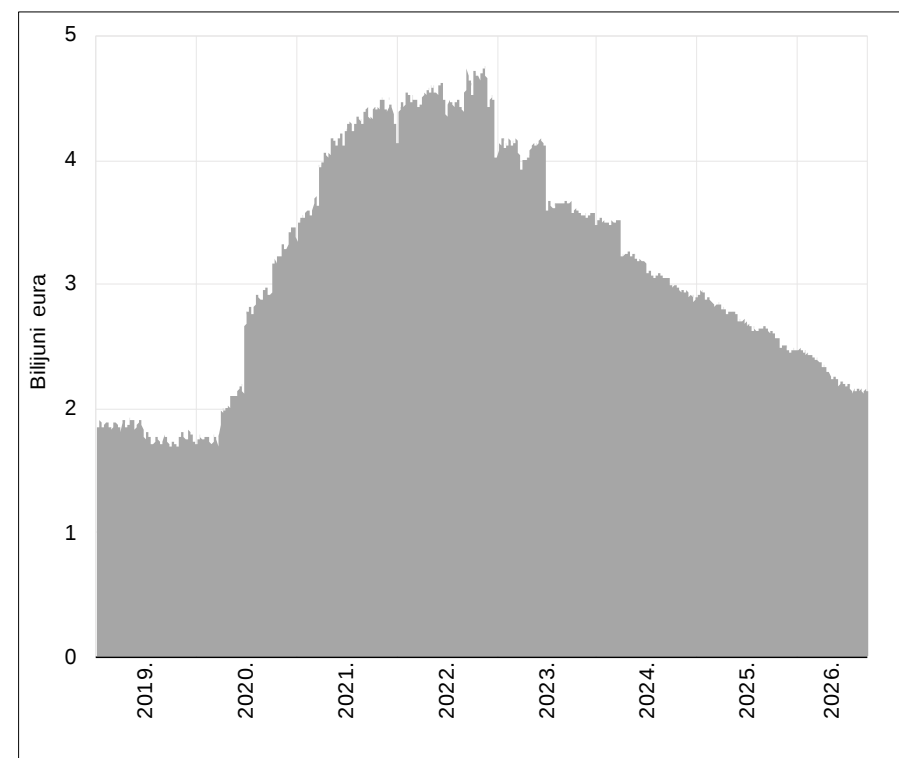
U rujnu je Upravno vijeće povećalo ključne kamatne stope za 25 baznih bodova, uz nastavak postupnog smanjenja viška likvidnosti

Ključne kamatne stope ESB-a



Napomena: DFR (engl. deposit facility rate); MLF (engl. marginal lending facility); MRO (engl. main refinancing operations). Od početka 2022. EONIA se zamjenjuje stopom €STR.
Izvor: ESB

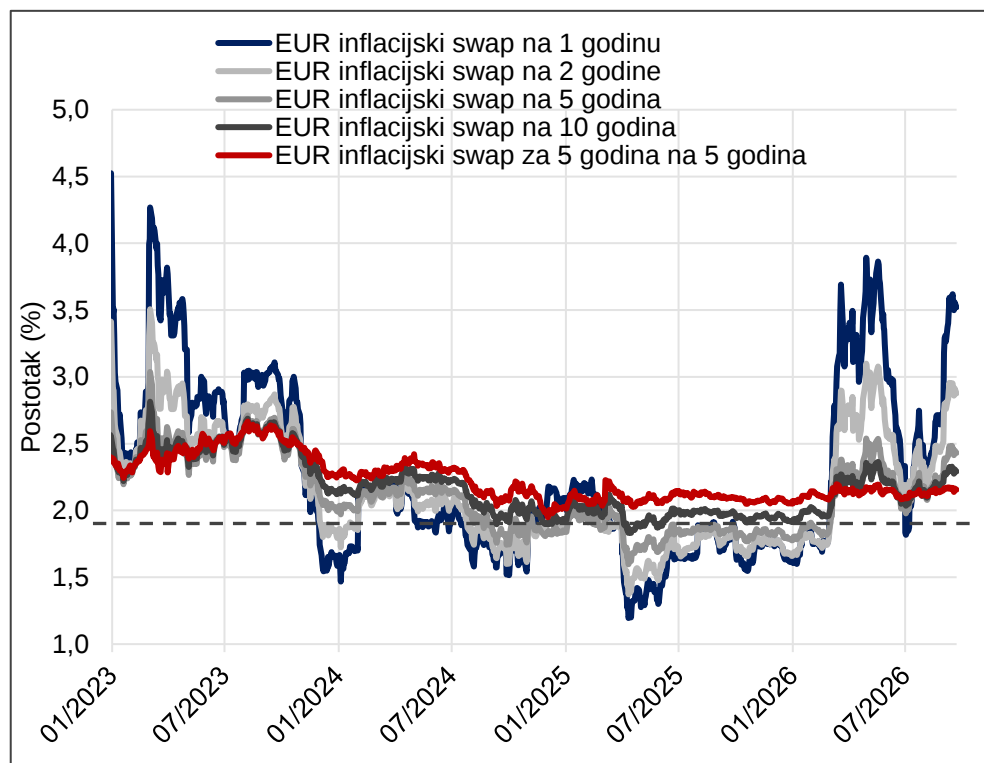
Višak likvidnosti



Napomena: Višak likvidnosti su ukupne rezerve banaka iznad minimalne obvezne pričuve (engl. Minimum Reserve Requirements).
Izvor: ESB

Rast energenata i dobri makroekonomski podaci potaknuli su rast kratkoročnih inflacijskih očekivanja za europodručje, tržišta očekuju višestruko podizanje ključnih kamata ESB-a u nadolazećim kvartalima, najviše od početka izbijanja rata u Iranu

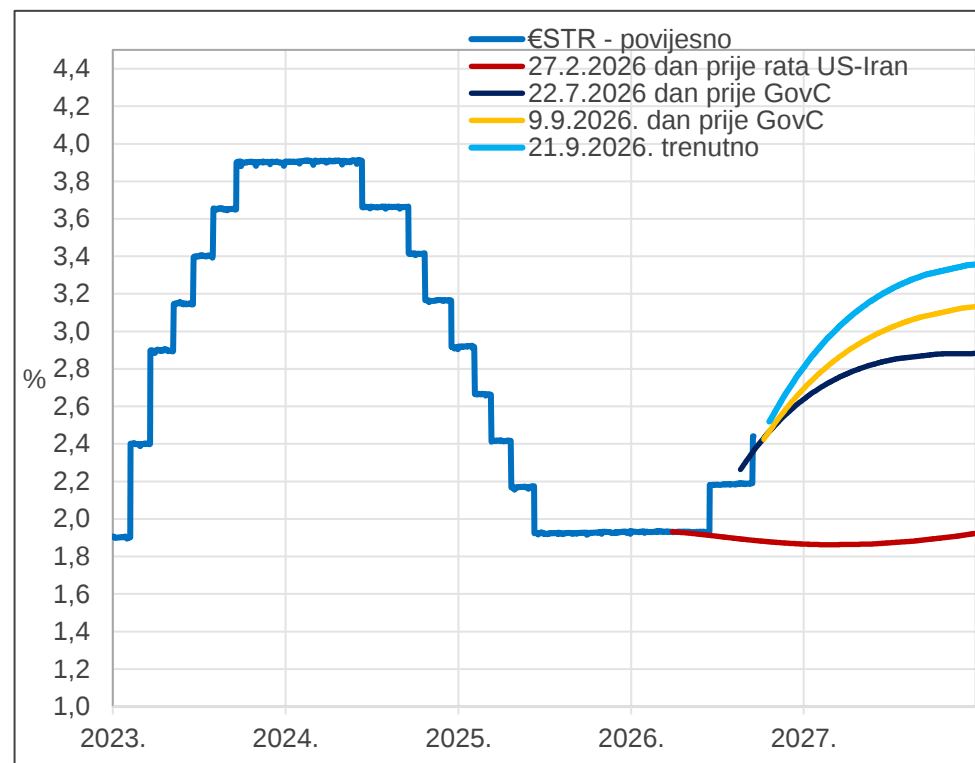
Inflacijska očekivanja za europodručje (%)



Napomena: ILS (Inflation Linked Swaps) su vezani uz HICP bez duhana. Crna isprekidana linija prikazuju ESB-ov ciljanu stopu inflacije od 2% odnosno 1,86% (korigirano za prosječni doprinos duhana).

Izvor: Bloomberg

Terminska krivulja stope €STR

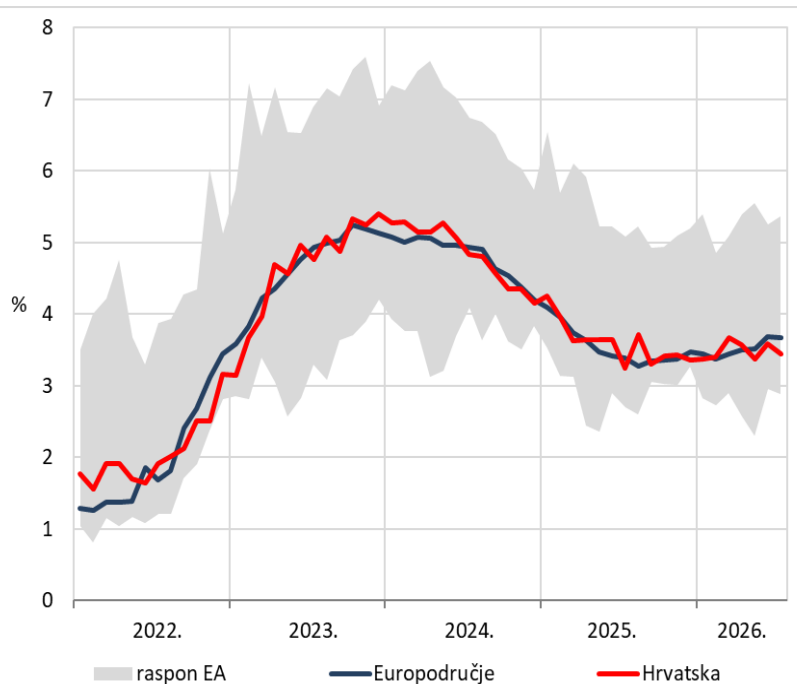


Napomena: Termenska krivulja procjenjuje se na temelju stope iz promptnoga prekonoćnoga indeksiranog ugovora o razmjeni (engl. overnight indexed swap rate, OIS) i Nelson-Siegel-Svenssonova modela. Osjenčano područje je raspon (nominalne) neutralne stope prema procjenama ESCB-a.

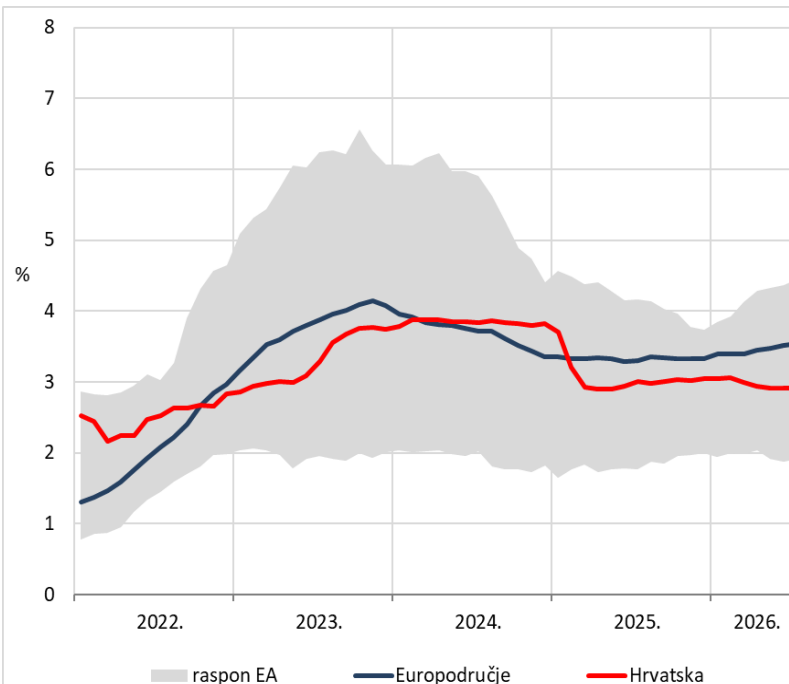
Izvor: Bloomberg; ESB; izračun HNB-a

Prijenos pooštrevanja monetarne politike na kamatne stope banaka zasad ograničen

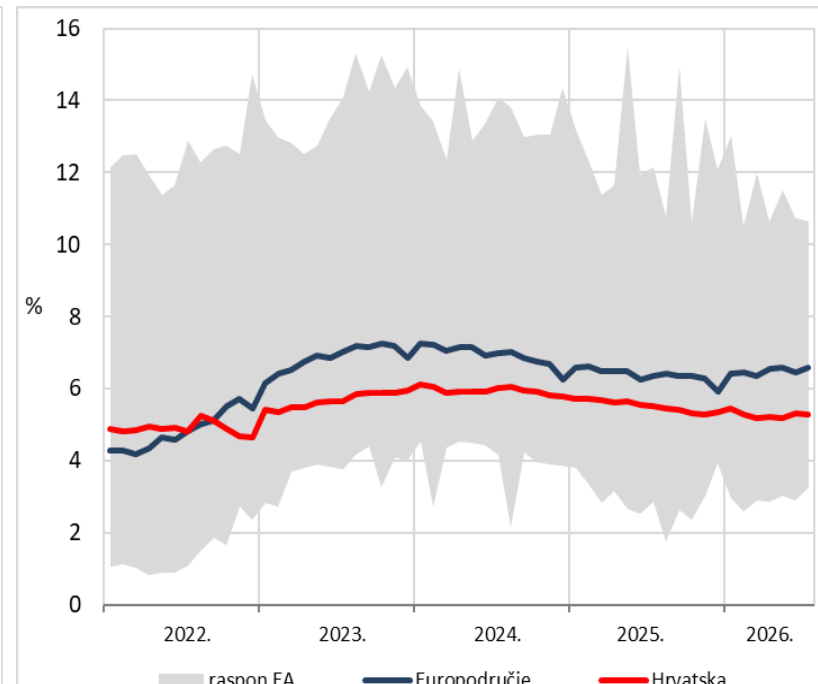
Kamatne stope na nove kredite poduzećima



Kamatne stope na nove stambene kredite



Kamatne stope na nove potrošačke kredite

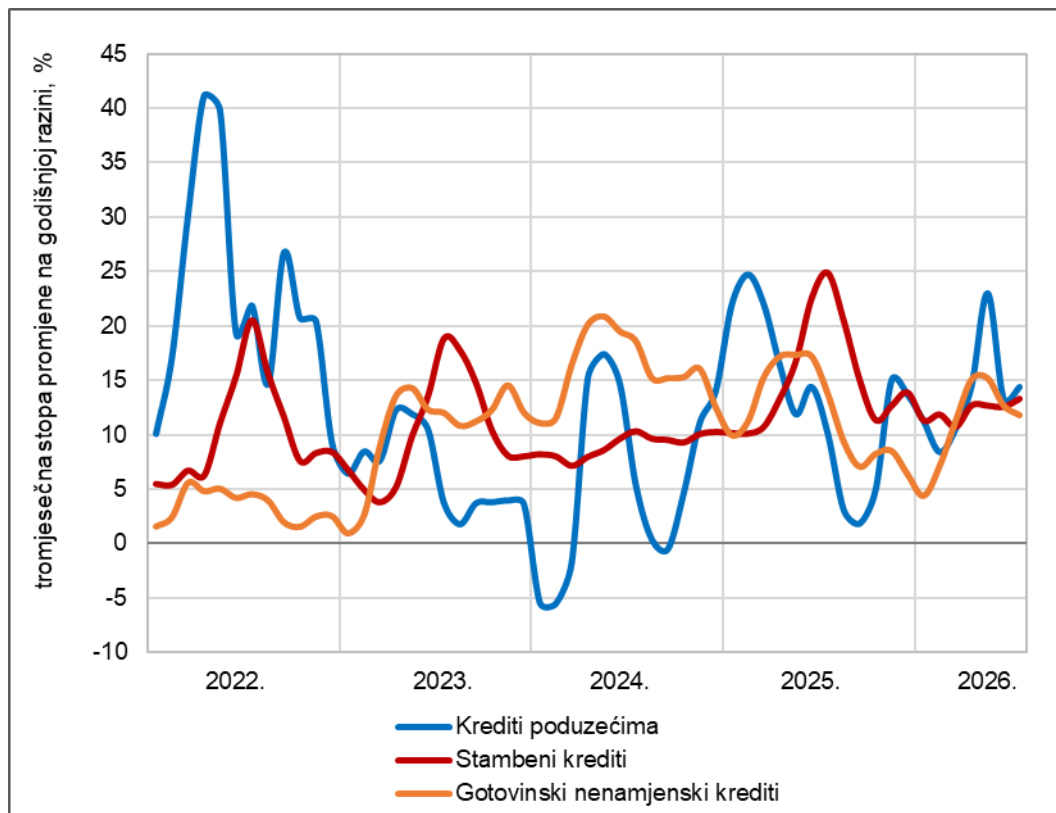


Izvor: ESB

I dalje snažan rast kredita, uz smanjenje godišnje stope rasta u 2026.

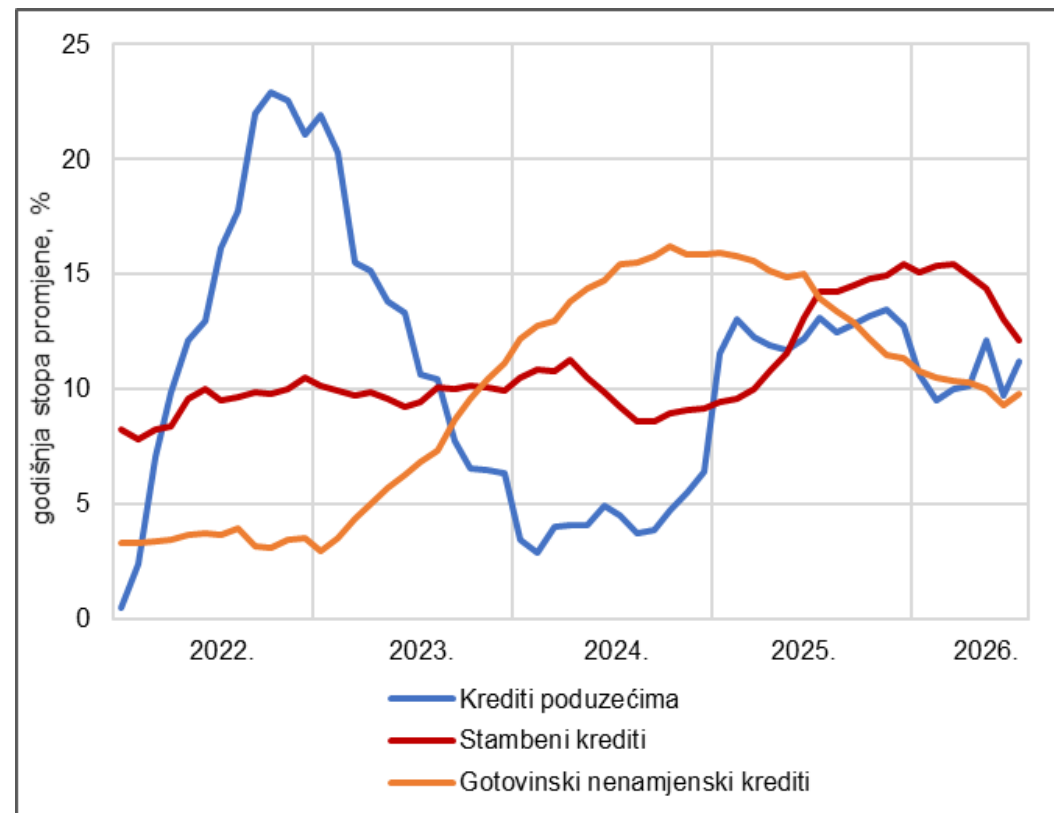
16

Zamah (moment) kredita,
tromjesečna stopa promjene na godišnjoj razini



Napomena: Podaci do prosinca 2022. odnose se na kredite u kunama, kunama s valutnom klauzulom uz euro i eurima, a od siječnja 2023. na kredite u eurima.
Izvor: HNB

Godišnji rast kredita,
godišnje stope promjene na osnovi transakcija

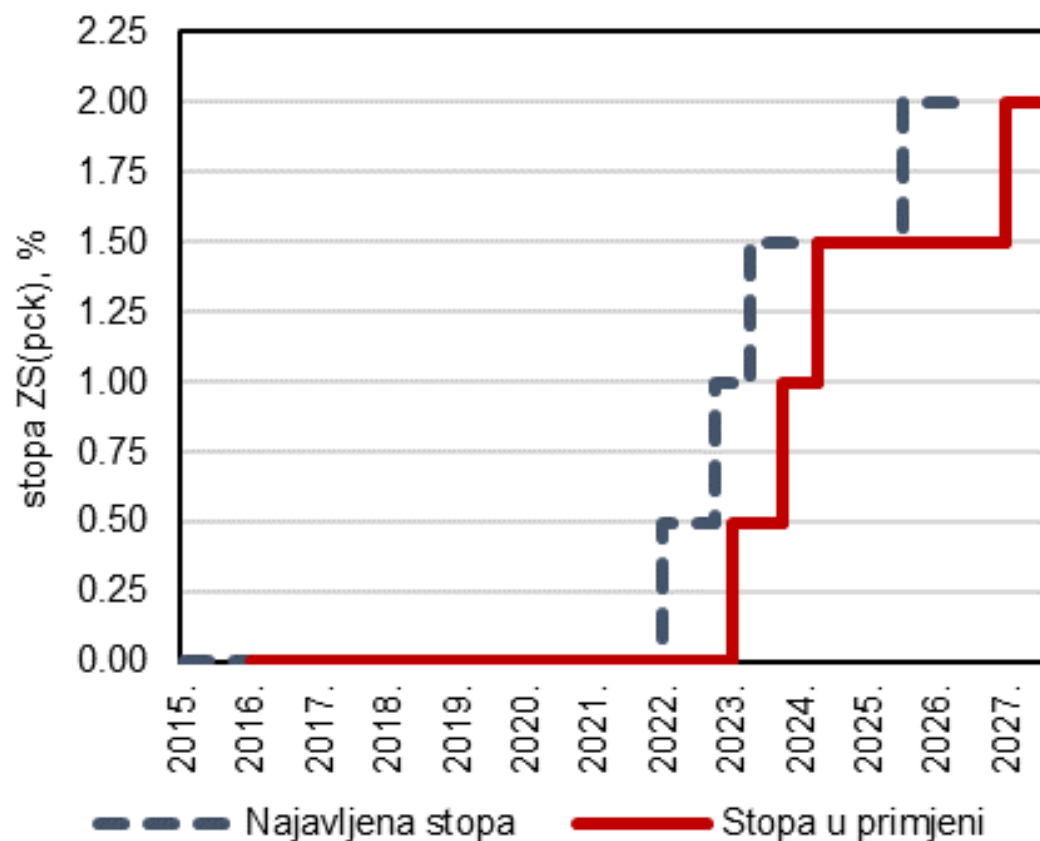


Napomena: Podaci do prosinca 2022. odnose se na kredite u kunama, kunama s valutnom klauzulom uz euro i eurima, a od siječnja 2023. na kredite u eurima.
Izvor: HNB

U uvjetima nastavka rasta cikličkih rizika, HNB je dodatno zatezao mjere makrobonitetne politike radi očuvanja stabilnosti financijskog sustava

Postupnim povećanjima stope protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala ojačana je otpornost banaka na moguće gubitke u slučaju materijalizacije sistemskih rizika

Stopa protucikličkog zaštitnog sloja



Smanjenje dopuštenih odstupanja od ograničenja kriterija kreditiranja potrošača dodatno smanjuje rizike povezane s novim zaduživanjem kućanstava

- kvote iznimki od ograničenja DSTI i LTV omjera smanjuju se **s 20% na 10%** za stambene kredite i kredite osigurane nekretninama, odnosno **s 10% na 5%** za nestambene kredite
- očekuje se da će smanjenje iznimki dodatno **smanjiti rizičnost novih kredita i blago usporiti rast kredita**, ponajprije u najrizičnijem segmentu, pri čemu bi eventualni rast kamatnih stopa mogao pojačati te učinke



Hvala na pažnji!