HNB
EUROSUSTAV

Makroekonomska kretanja i prognoze

godina XI · broj 20 · lipanj 2026.

HRVATSKA NARODNA BANKA
EUROSUSTAV

HNB
EUROSUSTAV

HNB
EUROSUSTAV

Makroekonomska kretanja i prognoze

Zagreb, lipanj 2026.
godina XI, broj 20

HRVATSKA NARODNA BANKA
EUROSUSTAV

HNB
EUROSUSTAV

Sadržaj

Sažetak ... **3**

1. Svjetsko gospodarstvo ... **8**

2. Europodručje ... **13**

2.1. Realna kretanja ... **13**

2.2. Cjenovna kretanja ... **15**

2.3. Monetarna politika ... **18**

2.4. Financijska tržišta i bankovni sustav ... **19**

3. Hrvatsko gospodarstvo ... **24**

3.1. Realna kretanja ... **24**

3.2. Tržište rada ... **29**

3.3. Cjenovna kretanja ... **30**

Okvir 1. Što milijuni cijena govore o inflaciji ... **38**

Okvir 2. Uloga tržišno određenih i administrativno reguliranih cijena u recentnom kretanju inflacije cijena usluga u Hrvatskoj ... **42**

3.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom ... **48**

Okvir 3. Analiza konkurentnosti hrvatskoga robnog izvoza na tržištu Europske unije primjenom metode konstantnih tržišnih udjela ... **52**

3.5. Bankovni sustav ... **58**

Okvir 4. Transmisija smanjenja ključnih kamatnih stopa ESB-a na kamatne stope banaka u Hrvatskoj ... **64**

4. Projekcije za Hrvatsku ... **69**

4.1. Temeljne pretpostavke ... **69**

4.2. Projekcije makroekonomskih varijabla ... **70**

Okvir 5. Učinci eskalacije sukoba na Bliskom istoku u alternativnim scenarijima i odstupanja od osnovne projekcije ... **77**

Kratice i znakovi ... **83**

Kratice ... **83**

Troslovne oznake za valute ... **84**

Dvoslovne oznake za zemlje ... **84**

Znakovi ... **85**

HNB
EUROSUSTAV

Sažetak

Globalno gospodarstvo nastavlja biti pod snažnim utjecajem rata na Bliskom istoku, koji se poglavito ogleda u relativno visokim razinama cijena energenata i povišenoj razini geopolitičke i ekonomske neizvjesnosti. Cijene energenata u razdoblju od ožujka do svibnja 2026. nastavile su oscilirati na relativno visokim razinama te su nadmašile prijašnja tržišna očekivanja koja su predstavljala pretpostavljenu putanju u projekciji iz ožujka ove godine. Stoga su u aktualnoj projekciji, u skladu s trenutačnim tržišnim očekivanjima, cijene sirove nafte revidirane osjetno naviše duž cijeloga projekcijskog horizonta. Blago su povećane i očekivane cijene električne energije, dok su očekivanja glede cijena plina ostala uglavnom nepromijenjena. Povećane su i pretpostavljene cijene ostalih sirovina, osobito prehrambenih, što odražava izraženije troškovne pritiske u globalnom gospodarstvu. S obzirom na rast cijena sirovina te i nadalje veliku neizvjesnost zbog intenziteta i trajanja sukoba, projekcije globalnoga gospodarskog rasta za 2026. i 2027. blago su revidirane naniže u odnosu na prethodnu projekciju. Istodobno se međunarodna trgovina pokazala otpornijom nego što se prije očekivalo pa su, zahvaljujući snažnijim ostvarenjima na početku godine, očekivanja rasta globalne trgovine revidirana naviše. Unatoč tome očekuje se slabija inozemna potražnja za hrvatskim izvozom nego u prethodnoj projekciji, osobito na tržištima europodručja, što odražava nešto nepovoljnije gospodarske izglede naših najvažnijih trgovinskih partnera.

U projekcijskom horizontu očekuje se nešto sporiji rast i viša inflacija u europodručju u odnosu na prethodna očekivanja. Realni bruto domaći proizvod u europodručju smanjio se za 0,2% na početku 2026., nakon što se krajem 2025. povećao za 0,3%. Međutim, pad poglavito odražava iznimno veliku kontrakciju gospodarske aktivnosti u Irskoj, čija su ostvarenja BDP-a vrlo kolebljiva zbog aktivnosti multinacionalnih poduzeća. Isključujući Irsku, realni je BDP u prvom tromjesečju povećan za 0,2%. Visokofrekventni pokazatelji upućuju na nastavak umjerenog rasta gospodarske aktivnosti i u drugom tromjesečju 2026. S obzirom na naglašenu neizvjesnost glede razvoja mirovnih pregovora i snažnijeg rasta cijena energenata od prijašnjih očekivanja projicirani rast u europodručju blago je revidiran naniže. Tržište rada europodručja i nadalje je relativno robusno te nezaposlenost ostaje na povijesno niskim razinama, iako se potražnja za radom nastavlja postupno ublažavati. Rast troškova rada u europodručju tako se nastavlja usporavati, a trenutačna očekivanja upućuju na daljnje popuštanje troškovnih pritisaka povezanih s plaćama. Inflacija u europodručju primjetno se ubrzala nakon izbijanja rata na Bliskom istoku, što je u velikoj mjeri odražavalo prelijevanje rasta cijena energenata na svjetskom tržištu na maloprodajne cijene energije, osobito naftnih derivata. U svibnju se osjetno ubrzala i temeljna inflacija, i to poglavito usluga, što djelomično vjerojatno odražava početak prelijevanja neizravnih učinaka rasta cijena energenata na ostale komponente inflacije. S obzirom na više očekivane cijene energenata, projicirana godišnja stopa inflacije u europodručju revidirana je naviše, te bi na razini cijele 2026. mogla iznositi 3,0%, nakon čega se u skladu s očekivanim padom cijena energenata očekuje njezino izraženo usporavanje, pri čemu bi u 2028. mogla dosegnuti ciljanu razinu od 2,0%.

U okružju povišene inflacije Upravno vijeće ESB-a u lipnju je povećalo ključne kamatne stope za 25 baznih bodova, što je prva promjena stopa od lipnja 2025. godine. Kao razlog

povećanja ključnih kamatnih stopa ESB navodi inflatorne rizike koji su uvelike uzrokovani ratom na Bliskom istoku. Prethodno je Upravno vijeće ESB-a u razdoblju od lipnja 2024. do lipnja 2025. u osam navrata, za ukupno 200 baznih bodova, smanjilo kamatnu stopu na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke, koja je u trenutačnim uvjetima visokih viškova likvidnosti relevantan pokazatelj monetarne politike ESB-a, nakon što je ključne kamatne stope držalo stabilnima od rujna 2023. godine. Tako kamatna stopa na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke od lipnja 2026. iznosi 2,25%. Upravno vijeće odlučno je u tome da postojano u srednjem roku stabilizira inflaciju na ciljanoj razini od 2%, pri čemu će se odluke o primjerenoj razini kamatnih stopa na svakom sastanku i nadalje zasnivati na pristiglim podacima. Pritom se Upravno vijeće ne opredjeljuje unaprijed za određenu dinamiku promjene stopa.

Nakon što je izbijanje rata između SAD-a i Irana pokrenulo znatniji pad i povećanu kolebljivost cijena obveznica i dionica u europodručju, najava primirja u travnju potaknula je snažan oporavak cijena dionica. Tečaj eura prema američkom dolaru pritom je deprecirao. Inicijalna reakcija financijskih tržišta na izbijanje rata u Iranu bila je relativno umjerena, no postupno je jačala tijekom ožujka kako se počeo očekivati duži i intenzivniji sukob. Posebno se ističe nagli rast cijena energenata zbog povećanih rizika povezanih s poremećajem opskrbe. Dok su tijekom prva dva mjeseca ove godine tržišni sudionici procjenjivali da je vjerojatnost promjene ključnih kamatnih stopa ESB-a tijekom godine relativno niska, njihova su se očekivanja nakon izbijanja rata vrlo brzo pomaknula u smjeru višestrukog podizanja kamatnih stopa. Dugoročni prinosi na obveznice porasli su zbog rasta inflacijskih očekivanja i više očekivane realne kamatne stope. Prosječan prinos na dugoročne državne obveznice članica europodručja ponderiran BDP-om u nekoliko je navrata premašivao prinos od 3,5%, razinu posljednji put zabilježenu u listopadu 2023., neposredno nakon završetka ciklusa povećavanja ključnih kamatnih stopa ESB-a. Na kraju svibnja prosječan prinos na dugoročne državne obveznice članica europodručja ponderiran BDP-om pao je na oko 3,3% jer su tržišni sudionici počeli smatrati izvjesnijim dogovor o kraju rata. Riječ je o razini oko 10 baznih bodova višoj nego na kraju prethodne godine. Izrazitu otpornost u promatranom razdoblju pokazali su dionički indeksi, koji su se relativno brzo oporavili nakon snažnog pada u ožujku, podržani objavom dvotjednog primirja između SAD-a i Irana u travnju te nastavkom pregovora. Pritom je američki indeks S&P 500 od početka godine porastao oko 11% i dosegnuo nove rekordno visoke razine, dodatno podržan dobrim podacima o zaradama američkih kompanija u prvom tromjesečju ove godine, dok je europski dionički indeks Eurostoxx 50 u istom razdoblju porastao oko 5%. Tečaj eura prema američkom dolaru na kraju svibnja nalazio se na razini od oko 1,16 USD/EUR, što je deprecijacija eura nešto manja od 1% u odnosu na razinu s kraja prosinca. U istom razdoblju nominalni efektivni tečaj eura prema košarici valuta glavnih trgovinskih partnera europodručja nešto je jače deprecirao, za približno 1,3%.

Kamatne stope na kredite poduzećima blago su porasle tijekom prva četiri mjeseca 2026., a na kredite stanovništvu blago su se smanjile. Kamatne stope na novoodobrene kredite nefinancijskim poduzećima u travnju 2026. bile su nešto više nego u prosincu

2025., ali su se i nadalje zadržale u relativno uskom rasponu oko razina dosegnutih sredinom 2025. Rast kamatnih stopa na novoodobrene kredite poduzećima djelomično odražava kretanje EURIBOR-a, koji je tijekom prva četiri mjeseca 2026. osjetno porastao u uvjetima jačanja očekivanja tržišnih sudionika o restriktivnijoj monetarnoj politici ESB-a. Istodobno su se kamatne stope na gotovinske nenamjenske i stambene kredite stanovništvu smanjile potaknute, između ostaloga, i promotivnim ponudama kamatnih stopa banaka. Kad je riječ o depozitima, kamatne stope na prvi put oročene depozite poduzeća stagnirale su na nižoj razini, dosegnutoj sredinom 2025. nakon što su se kontinuirano smanjivale od sredine 2024. godine. Istodobno su kamatne stope na oročene depozite stanovništva bile kolebljive i kretale se oko prosječnih razina iz 2025. godine. Rast kredita poduzećima zadržao se na relativno visokoj razini tijekom prva četiri mjeseca 2026., kao i rast kredita stanovništvu, kojem je pridonijelo smanjenje kamatnih stopa banaka. No, na godišnjoj se razini rast kredita usporio pod utjecajem baznih učinaka povezanih s iznimno snažnim rastom u istom razdoblju prošle godine. Ukupni su se depoziti smanjili ponajprije zbog pada prekonoćnih depozita, posebice poduzeća, i u manjoj mjeri oročenih depozita.

Realni BDP u Hrvatskoj mogao bi i ove godine relativno solidno rasti, no vidljivo sporije nego u prethodnoj godini, pri čemu su zbog sukoba na Bliskom istoku gospodarska kretanja i nadalje vrlo neizvjesna. Početak godine obilježila je stagnacija realnog BDP-a na tromjesečnoj razini, uz smanjenje glavnih sastavnica agregatne potražnje. Dostupni podaci za drugo tromjesečje upućuju na ponovno jačanje gospodarske aktivnosti, unatoč rastu cijena energenata i povišenoj neizvjesnosti zbog sukoba na Bliskom Istoku. U odnosu na projekciju iz ožujka projekcije rasta blago su revidirane naniže, zbog viših tržišnih očekivanja cijena energenata, koje bi mogle imati negativne učinke na realne dohotke, te zbog slabije vanjske potražnje. Tako se očekuje da bi se u 2026. rast mogao usporiti na 2,4%, s 3,4% u 2025., pri čemu bi ga i nadalje mogla poglavito podržavati domaća potražnja, s obzirom na robusno tržište rada, još uvijek solidan rast realnih dohodaka i intenzivnije korištenje fondova EU-a. Prema kraju projekcijskoga horizonta očekuje se jačanje doprinosa izvoza robe i usluga zbog očekivanog ubrzanja rasta vanjske potražnje, uz pretpostavku da će sukob na Bliskom istoku biti relativno kratkotrajan i da će se cijene energenata, u skladu s tržišnim očekivanjima, početi normalizirati već od početka druge polovine ove godine. Međutim, rast domaće potražnje mogao bi nastaviti slabjeti s obzirom na očekivanja o nastavku usporavanja rasta realnih dohodaka, postupnom pooštravanju fiskalne politike te manjem korištenju fondova EU-a. U skladu s time realni rast BDP-a mogao bi se blago usporiti i u 2027., a nastavak te tendencije očekuje se prema kraju projekcijskoga horizonta.

Tržište rada u Hrvatskoj moglo bi i nadalje ostati relativno snažno, no očekuje se usporavanje rasta zaposlenosti i plaća. Rast zaposlenosti u prva četiri mjeseca 2026. blago je ojačao, ali se godišnji rast zaposlenosti zbog baznih učinaka usporio u prva četiri mjeseca na 0,9%, nakon 1,7% zabilježenih u četvrtom tromjesečju 2025. Istodobno se početkom godine nastavio pad broja nezaposlenih, no primjetljivo je daljnje smanjenje broja novih slobodnih radnih mjesta, što upućuje na ublažavanje potražnje za radom. Rast troškova

rada i nadalje je izražen, iako se postupno usporava. Očekuje se da će se slabljenje rasta plaća nastaviti u cijelom projekcijskom horizontu, te da će se, nakon iznimno snažnog rasta u protekle tri godine, dinamika realnih plaća postupno približiti rastu produktivnosti. To bi ujedno trebalo smanjiti pritisak rasta jediničnih troškova rada na inflaciju.

Inflacija u Hrvatskoj tijekom 2026. zbog rasta cijena energenata mogla bi se ubrzati drugu godinu zaredom, nakon čega se u nastavku projekcijskoga horizonta očekuje njezino postupno usporavanje, uz smanjivanje inflacijskog diferencijala između Hrvatske i prosjeka europodručja. Rast cijena energenata na svjetskim tržištima nakon izbijanja rata na Bliskom istoku vidljivo je ubrzao inflaciju te je ona, mjereno harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC-om), u travnju dosegnula 5,4%, nakon što je u veljači iznosila 3,9%. U svibnju se inflacija ponovno usporila, poglavito pod utjecajem kretanja cijena hrane. Više cijene energenata zasad nisu rezultirale znatnijim neizravnim učincima na ostale komponente inflacije, te su inflacija cijena hrane i temeljna inflacija (koja isključuje kolebljive cijene energije i hrane) u svibnju ove godine bile niže u odnosu na razdoblje prije izbijanja rata na Bliskom istoku. Zbog ubrzavanja rasta cijena energije inflacija bi mogla porasti s 4,4% u 2025. na 4,9% u 2026. godini, dok bi temeljna inflacija mogla ostati nepromijenjena na razini od 4,1%. U nastavku projekcijskoga horizonta očekuje se smanjivanje inflatornih pritisaka zbog usporavanja rasta plaća i osobne potrošnje, prigušenog rasta inozemne potražnje za turističkim uslugama, restriktivnije fiskalne politike i pada cijena energenata na svjetskom tržištu. Tako bi se ukupna inflacija mogla usporiti na 3,1% u 2027. i 2,7% u 2028., uz usporavanje temeljne inflacije na 3,4% odnosno 2,8%. Ukupna inflacija mjerena nacionalnim indeksom potrošačkih cijena (IPC-om), koji odražava strukturu potrošnje hrvatskih građana, mogla bi se ubrzati s 3,7% u 2025. na 5,0% u 2026., a zatim se usporiti na 3,0% u 2027. i 2,6% u 2028.

Projekcije gospodarskog rasta i inflacije izložene su visokoj razini neizvjesnosti, pri čemu prevladavaju rizici da rast bude manji, a inflacija viša od prognozirane. Kada je riječ o gospodarskom rastu, negativni rizici proizlaze ponajprije iz viših cijena energenata, što bi moglo dodatno smanjiti realni raspoloživi dohodak kućanstava, te iz slabije inozemne potražnje u odnosu na očekivanja. Dugotrajniji sukob istodobno bi mogao produljiti razdoblje povišene neizvjesnosti, što može potaknuti odgađanje investicija i potrošnje trajnih dobara. Na višu bi inflaciju osim izraženijeg rasta cijena energenata mogli utjecati i snažniji neizravni te sekundarni učinci, u obliku porasta inflacijskih očekivanja i zaposleničkih zahtjeva za veće plaće. Rizici za višu inflaciju proizlaze i iz mogućih ekstremnih vremenskih uvjeta, čija bi materijalizacija rezultirala jačim rastom cijena hrane nego što se očekuje. S druge strane, rast bi mogao biti viši, a inflacija niža od predviđene u slučaju ranijeg smirivanja situacije na Bliskom istoku i brže normalizacije cijena energenata nego što je ugrađeno u tržišna očekivanja.

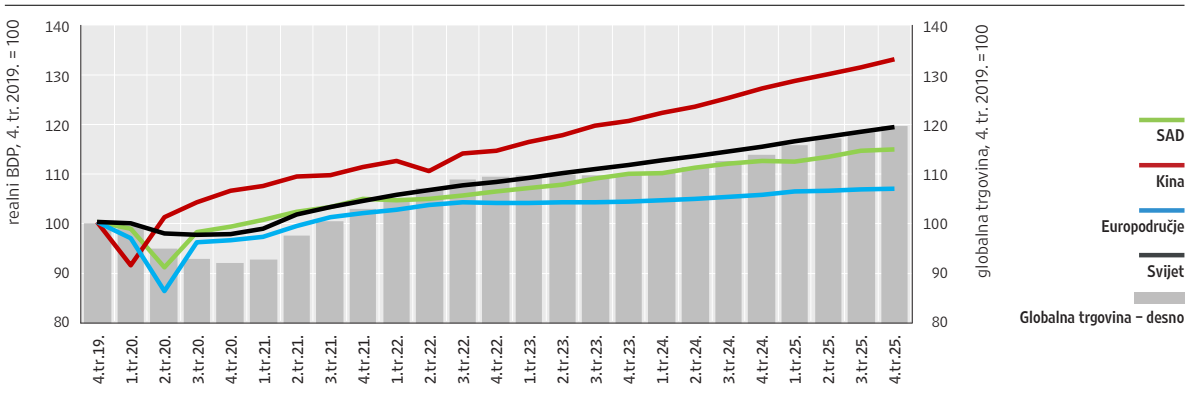
S obzirom na to da je razina neizvjesnosti glede trajanja i intenziteta sukoba na Bliskom istoku i nadalje visoka, uz osnovnu projekciju izrađeni su (kao i u HNB-ovim projekcijama za ožujak) također alternativni, hipotetski scenariji, pri čemu je uz nepovoljne scenarije ujedno napravljen i umjereni scenarij. Trenutačni scenariji oblikovani su prema tržišno impliciranim distribucijama vjerojatnosti kretanja cijena energenata, a u HNB-ovim projekcijama iz ožujka bili su vezani uz pretpostavke o trajanju i intenzitetu sukoba. To je, u kombinaciji

s višim tržišnim očekivanjima glede cijena energenata u odnosu na ožujak, dodatno naglasilo intenzitet nepovoljnih scenarija, što posebno dolazi do izražaja u kasnijim godinama projekcijskoga horizonta. Alternativni scenariji upućuju na osjetnije usporavanje rasta BDP-a i znatno snažnije inflatorne pritiske u usporedbi s osnovnim scenarijem u slučaju snažnijih i dugotrajnijih poremećaja na tržištu energenata. Pritom bi se negativni učinci prelijevali pretežno kroz pad realne kupovne moći, slabljenje inozemne potražnje i povišenu neizvjesnost. Nepovoljni scenariji pritom rezultiraju inicijalno nešto blažim, no dugotrajnijim cjenovnim pritiscima u odnosu na alternativne scenarije iz ožujka, te inflacija u izrazito nepovoljnom scenariju vrhunac doseže u 2027. godini. S druge strane, u umjerenom bi scenariju inflacija mogla biti niža, a rast BDP-a nešto veći nego u osnovnoj projekciji. Izračuni pritom ne pretpostavljaju dodatnu reakciju fiskalne i monetarne politike u odnosu na pretpostavke uključene u osnovni scenarij.

1. Svjetsko gospodarstvo

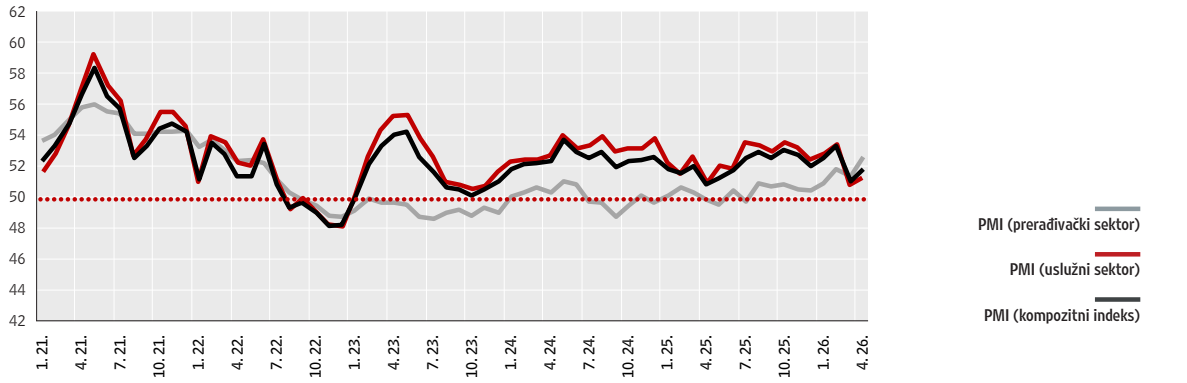
Rat na Bliskom istoku i blokada Hormuškog tjesnaca stvorili su snažan pritisak na globalna tržišta energenata i svjetsko gospodarstvo. Neuspješni mirovni pregovori nakon eskalacije sukoba krajem veljače ove godine nastavili su poticati rast i kolebljivost cijena energenata, posebice nafte. Takvi cjenovni šokovi bili su ujedno praćeni poremećajima u pomorskom transportu i lancima opskrbe industrijskim sirovinama, pooštravanjem financijskih uvjeta te povećanom geopolitičkom neizvjesnosti, što je negativno utjecalo na izglede za globalni gospodarski rast. Ipak, povoljnija ostvarenja gospodarske aktivnosti krajem 2025. i početkom 2026. osigurala su povoljno polazište za suočavanje s inicijalnim negativnim učincima energetskog šoka (Slika 1.1.). Kao neto izvoznik nafte i prirodnog plina Sjedinjene Američke Države bile su manje izložene negativnim posljedicama globalnog poremećaja u opskrbi energentima. Pritom su jačanje državne potrošnje, nakon završetka privremenog prestanaka rada državnih službi krajem 2025., snažniji izvoz i povećana ulaganja u infrastrukturu za razvoj umjetne inteligencije dali ključni doprinos jačanju američke gospodarske aktivnosti u prvom tromjesečju 2026. Nasuprot tome, azijska gospodarstva izloženija su posljedicama globalnog šoka zbog razmjerno visoke ovisnosti o uvozu energenata s Bliskog istoka, pri čemu se Kina našla u nešto povoljnijem položaju zahvaljujući izdašnim strateškim zalihama nafte. Kinesko je gospodarstvo u prvom tromjesečju 2026., unatoč relativno slaboj domaćoj potrošnji i rastućim troškovima energenata, ostvarilo snažan rast od 5% potaknut fiskalnom ekspanzijom i rastućim izvozom.

Slika 1.1. Gospodarska aktivnost na najvećim tržištima i globalna trgovina



Izvori: Eurostat; BEA; NBS

Slika 1.2. Pokazatelji pouzdanja za globalno gospodarstvo



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

Nakon oštrog pada u ožujku za anketne pokazatelje globalnih gospodarskih kretanja u travnju 2026. bilježi se određeni oporavak, no kretanja po sektorima ostaju razmjerno heterogena. Ožujski pad u uslužnom sektoru ponajprije je odraz pada turističke aktivnosti, kojoj doprinose više cijene prijevoza i pojačana nesigurnost vezana uz rat. Oporavak zabilježen u travnju ostao je skroman te se najvećim dijelom oslanjao na rast zdravstvenih usluga. Prerađivačka industrija zasad je pokazala relativnu otpornost: pokazatelj je u travnju pokazao izražen porast, potaknut rastom volumena narudžba, koji djelomično odražava povećanu potražnju za opremom i infrastrukturom za razvoj umjetne inteligencije, a djelomično gomilanje zaliha u uvjetima visoke neizvjesnosti. Rast je u najvećoj mjeri posljedica pojačane potražnje za transportnom opremom, strojevima te računalnim, elektroničkim i kemijskim proizvodima. Geopolitička neizvjesnost tako je u kratkom roku postala dominantan pokretač dinamike globalnoga poslovnog raspoloženja.

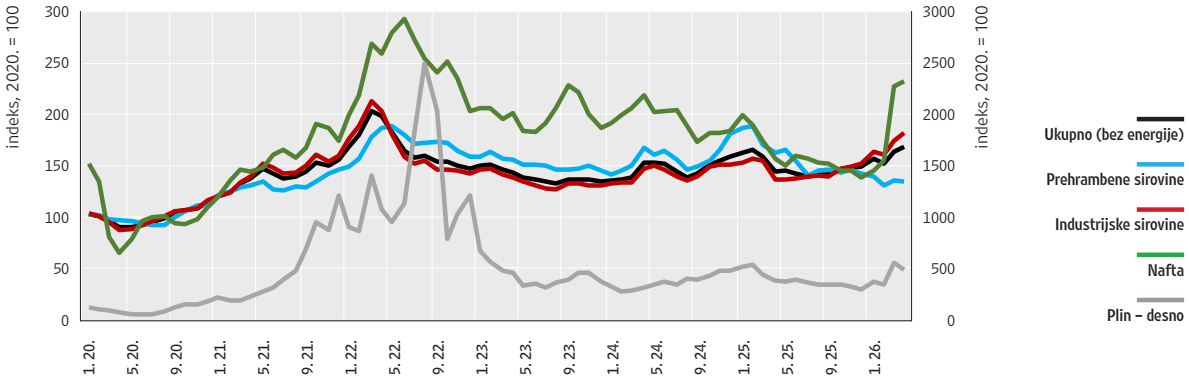
Globalna trgovina izvan europodručja u posljednjem je tromjesečju 2025. i na početku 2026. ostvarila rast, uvelike potaknut snažnom potražnjom za visokotehnološkim dobrima. Posebno je porasla potražnja za poluvodičima te računalnom i telekomunikacijskom opremom, djelomično zbog intenzivnih globalnih ulaganja u infrastrukturu za razvoj umjetne inteligencije. Određenu potporu trgovinskoj aktivnosti mogla je pružiti i presuda američkoga Vrhovnog suda o ukidanju većeg broja carinskih mjera, koje su zamijenjene blažim i privremenim restrikcijama, čime je drastično sniženo opterećenje za uvoz iz zemalja poput Kine, Indije, Brazila i Vijetnama. Ipak, najave američke vlade o ponovnom uvođenju ukinutih mjera alternativnim pravnim instrumentima održavaju trgovinsku neizvjesnost na povišenoj razini, zbog čega se mogući učinci na povećanje trgovine procjenjuju kao kratkotrajni i ograničeni. S druge strane, kraj prvog tromjesečja 2026. obilježen je usporavanjem rasta trgovinske aktivnosti, prvenstveno kao posljedica blokade Perzijskog zaljeva i sigurnosnih rizika koji su se negativno odrazili na pomorsku trgovinu u toj regiji.

Nakon što su razine u 2025. bile razmjerno niske, cijene energenata naglo su porasle zbog eskalacije rata na Bliskom istoku i posljedične blokade Hormuškog tjesnaca, ključne tranzitne točke kroz koju prolazi petina svjetske pomorske trgovine naftom i ukapljenim prirodnim plinom. Cijene nafte krajem 2025. dosegnule su petogodišnji minimum, uvelike

kao posljedica čimbenika na strani ponude: OPEC+ tijekom godine u više je navrata povisio proizvodne kvote, a američka i brazilska proizvodnja dosegnule su rekordne razine. Slično tome kretale su se i cijene prirodnog plina, za koje se u drugoj polovini 2025. bilježi blagi pad, djelomično zahvaljujući rastu izvoznih LNG kapaciteta SAD-a, što je doprinijelo povećanju globalne ponude. No, taj se trend obrnuo početkom 2026., ponajprije kao odraz sve izraženije zabrinutosti oko sigurnosti opskrbe. Naime, mirovni pregovori između Rusije i Ukrajine nisu rezultirali napretkom, a sve prisutnije naznake skorašnje vojne intervencije u Iranu dodatno su pojačale neizvjesnost na energetskim tržištima. Izbijanje rata i blokada Hormuškog tjesnaca pokrenuli su snažan rast cijena energenata, pri čemu je cijena sirove nafte porasla za više od 65% (na 117 dolara po barelu u travnju), u odnosu na razine dosegnute prije sukoba, dok je ukapljeni prirodni plin poskupio za oko 50% (na 45 eura po megavatsatu, Slika 1.3.). Porast cijena nafte djelomično je ublažen koordiniranim otpuštanjem rezerva članica Međunarodne agencije za energiju, koje su u ožujku zajednički plasirale 400 milijuna barela nafte na tržište radi stabilizacije ponude. Neuspješni mirovni pregovori nastavili su poticati visoke cijene nafte te se tijekom travnja i većine svibnja cijena barela u prosjeku kretala oko 115 USD, no s naznakama postizanja mirovnih pregovora krajem svibnja pala je ispod 100 dolara po barelu, a megavatsat prirodnog plina zadržao se na razini od približno 45 EUR. Premda se očekuje da će učinak energetskog šoka biti relativno kratkotrajan, daljnji razvoj sukoba i poremećaja u opskrbi ostaje obilježen velikom neizvjesnošću.

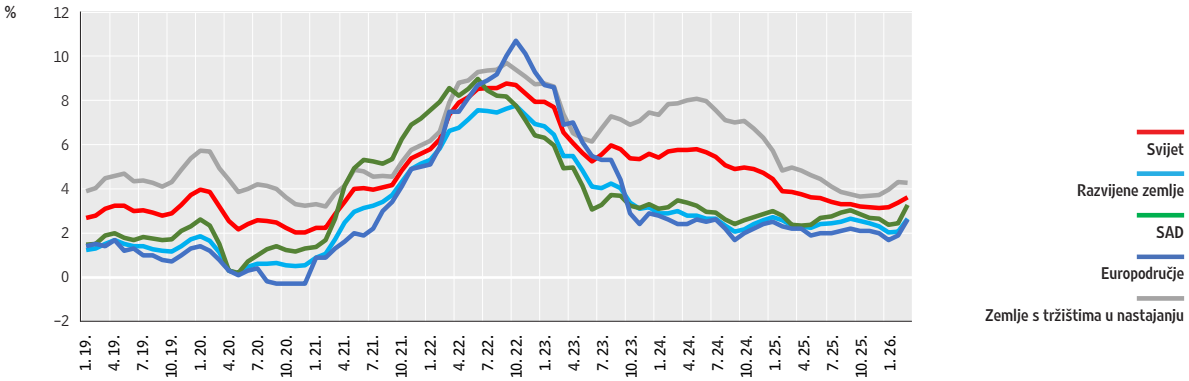
Cijene industrijskih sirovina rasle su u četvrtom tromjesečju 2025. i prvom tromjesečju 2026., dok se za cijene prehrambenih sirovina u istom razdoblju bilježi pad. Poskupljenje industrijskih metala ponajprije je odraz stvaranja strateških zaliha u uvjetima pojačane trgovinske neizvjesnosti, ali i poremećaja na strani ponude, primjerice u proizvodnji aluminija pogođenoj blokadom Perzijskog zaljeva. Blokada je istodobno ograničila i globalnu ponudu ureje, nusproizvoda petrokemijske industrije ključnog za proizvodnju mineralnih gnojiva. Kretanja na tržištu prehrambenih sirovina uvelike su bila obilježena oporavkom proizvodnje kave i kakaovca, čija je normalizacija znatno doprinijela padu ukupnog indeksa prehrambenih sirovina. Pale su i cijene mliječnih proizvoda i šećera, u čemu se također ogleda rast ponude. S druge strane, cijene pojedinih ključnih poljoprivrednih proizvoda blago su porasle. Žitarice su poskupjele zbog suša u glavnim uzgojnim regijama i viših troškova gnojiva, dok dugotrajan pad globalnoga stočnog fonda i istodobno pojačana potražnja nastavljaju vršiti pritisak na cijene govedine. Cijene su jestivih ulja, pak, rasle kao posljedica pojačane potražnje za biodizelom, u čijoj se proizvodnji biljna ulja sve češće upotrebljavaju kao sirovina.

Slika 1.3. Cijene energenata i drugih sirovina



Napomena: Podaci zaključno s travnjem.
Izvor: HWWI (Euroland, EUR)

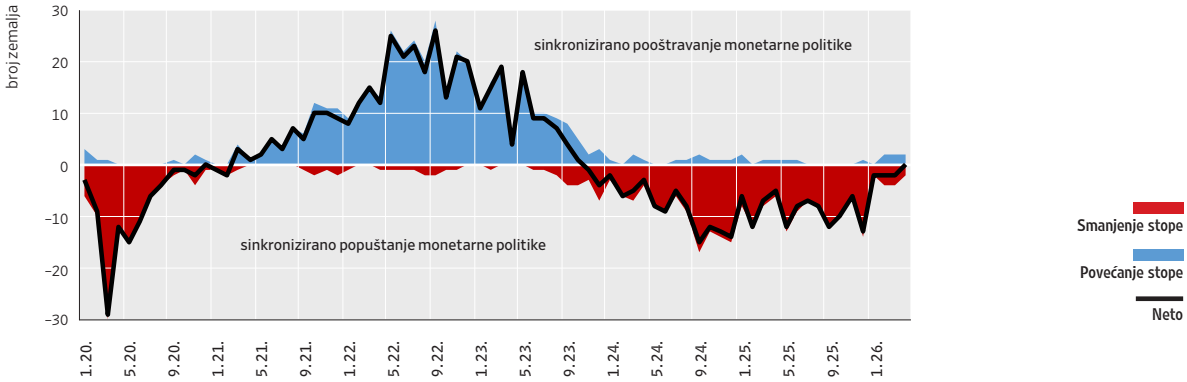
Slika 1.4. Globalna inflacija



Napomena: Podaci zaključno s ožujkom.
Izvori: Federal Reserve Bank of Dallas; Eurostat

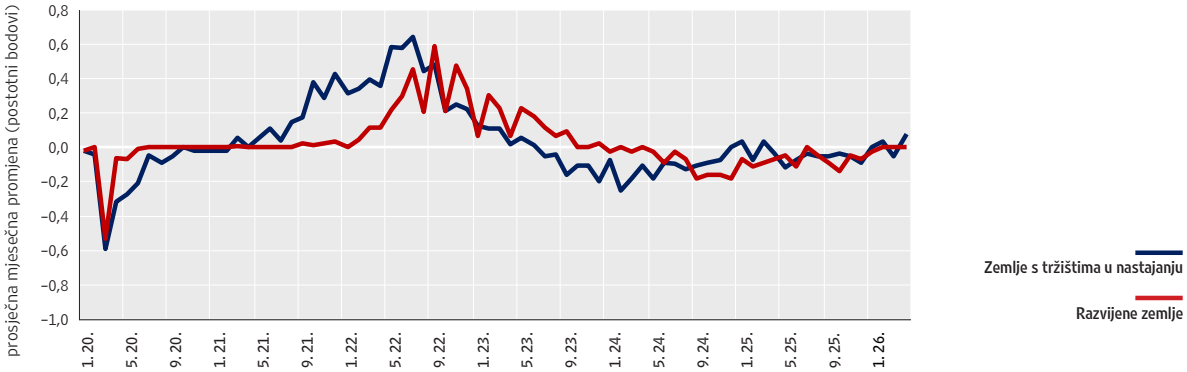
Trend globalne dezinflacije prekinut je početkom 2026., ponajprije kao odraz spomenutog rasta cijena energenata i industrijskih sirovina. Ubrzavanje inflacije pritom je izraženije u zemljama s tržištima u nastajanju nego u razvijenim gospodarstvima, što uglavnom odražava višu razinu ovisnosti o uvozu energenata s Bliskog istoka (Slika 1.4.). Među razvijenim gospodarstvima inflatorni su pritisci nešto izraženiji u SAD-u nego u europodručju, zbog snažnije gospodarske aktivnosti i negativnih posljedica uvedenih carinskih mjera. U uvjetima visoke geopolitičke neizvjesnosti te nepredvidivog trajanja sukoba na Bliskom istoku i blokade Hormuškog tjesnaca središnje banke unatoč porastu inflacije zadržale su kamate stope uglavnom nepromijenjene (Slika 1.5.). Premda su središnje banke sklone pokazivanju suzdržanosti u uvjetima kratkoročnih šokova ponude (Slika 1.6.), u sljedećem razdoblju tržišta očekuju podizanje ključnih kamatnih stopa, uz mogućnost daljnjeg pooštravanja ako se materijaliziraju rizici sekundarnih učinaka viših cijena energenata.

Slika 1.5. Promjena smjera monetarne politike odabranih središnjih banaka



Napomena: Prikazana je prosječna mjesečna promjena ključnih kamatnih stopa 38 središnjih banaka. Podaci zaključno s travnjem.
Izvor: BIS

Slika 1.6. Promjene ključnih stopa središnjih banaka prema skupinama zemalja



Napomena: Prikazana je prosječna mjesečna promjena ključnih kamatnih stopa 38 središnjih banaka. Podaci zaključno s travnjem.
Izvor: BIS

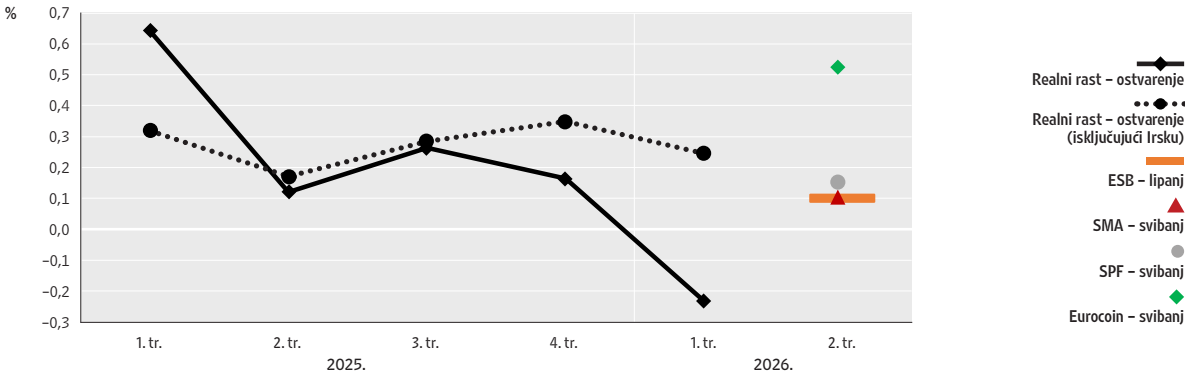
2. Europodručje

2.1. Realna kretanja

U europodručju je na početku 2026. godine zabilježen pad gospodarske aktivnosti, što je znatno slabije u odnosu na prijašnja očekivanja, koja su uglavnom predviđala blagi rast. Nakon što je krajem prošle godine zabilježen rast bruto domaćeg proizvoda od 0,2% na tromjesečnoj razini, procjene Eurostata za prvo tromjesečje 2026. upućuju na pad aktivnosti od 0,2% **(**Slika 2.1.1.**)**. Tako su gospodarska kretanja u prva tri mjeseca tekuće godine bila znatno slabija u odnosu na tržišna očekivanja i projekcije ESB-a (čije su se procjene rasta uglavnom kretale između 0,2% i 0,3%), što je, međutim, isključivo vezano uz kontrakciju u Irskoj, čija su kretanja BDP-a razmjerno kolebljiva zbog aktivnosti multinacionalnih poduzeća. Isključujući Irsku, rast gospodarstva europodručja iznosio je 0,2%, a bio je izraženiji i u posljednjem tromjesečju 2025., kada je iznosio 0,3%. Među četiri najveća gospodarstva rast je u prva tri mjeseca 2026. i nadalje predvodila Španjolska (0,6%), a zatim Njemačka i Italija (0,3%). U Francuskoj je zabilježen blagi pad realne aktivnosti (0,1%), što djelomično odražava utjecaj odgođenih isporuka u sektoru brodogradnje. Promatrano na godišnjoj razini, rast gospodarstva u prvom tromjesečju iznosio je samo 0,3%, odnosno 1,1% isključujući Irsku.

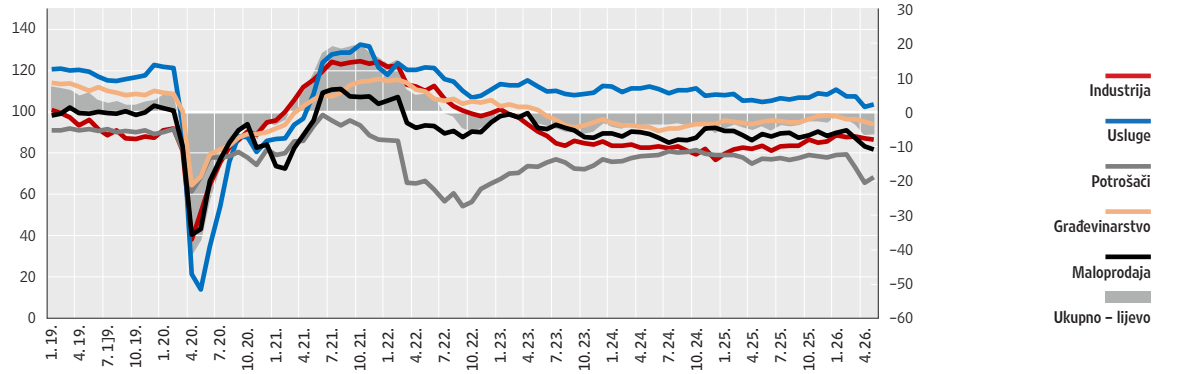
Većina dostupnih procjena za drugo tromjesečje pokazuje nastavak prigušenog rasta gospodarstva u uvjetima povišene neizvjesnosti glede daljnjeg razvoja situacije na Bliskom istoku. Anketni podaci za travanj i svibanj upućuju na pogoršanje izgleda za rast BDP-a europodručja sredinom godine. Tako je kompozitni indeks menadžera nabave (PMI) prešao u fazu kontrakcije, te je u svibnju zabilježena najniža razina u posljednje gotovo tri godine. Industrijska komponenta indeksa, unatoč padu zabilježenom u svibnju, i nadalje se nalazi na povišenim razinama, što se može povezati s povećanjem zaliha zbog bojazni od mogućih poremećaja u opskrbnim lancima i daljnjeg rasta cijena. Uslužna komponenta indeksa dodatno se smanjila i spustila na najnižu razinu u postpandemijskom razdoblju. Indeks ekonomskog raspoloženja, unatoč blagom povećanju u svibnju, nalazi se znatno ispod prosjeka prvog tromjesečja (Slika 2.1.2.).

Slika 2.1.1. Gospodarska aktivnost u europodručju



Napomena: Kratica ESB – lipanj odnosi se na ESB-ovu projekciju iz lipnja 2026. Kratice SMA (engl. *Survey of Monetary Analysts*) i SPF (engl. *Survey of Professional Forecasters*) odnose se na rezultate ESB-ovih anketa tržišnih sudionika iz svibnja. Indikator Eurocoin razvila je Banka Italije, a predstavlja brzu modelsku procjenu tromjesečne promjene realnog BDP-a europodručja izvedene iz dostupnih visokofrekventnih podataka (ocjena iz svibnja).
Izvor: Eurostat

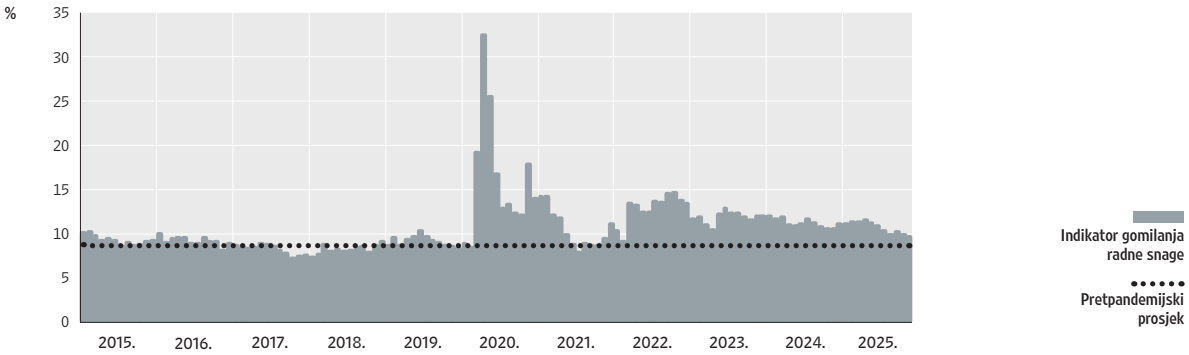
Slika 2.1.2. Pokazatelji ekonomskog raspoloženja za europodručje



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

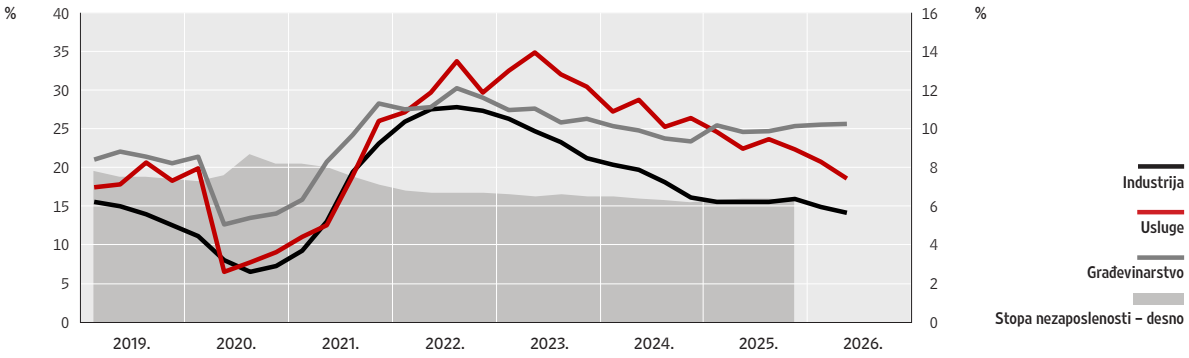
Tržište rada europodručja i nadalje je relativno robusno, iako se potražnja za radom nastavlja postupno ublažavati. Zaposlenost je u prvom tromjesečju 2026. ostala gotovo nepromijenjena (0,1%), nakon blagog rasta od 0,2% krajem prethodne godine. Prigušeni rast zaposlenosti pritom proizlazi iz nastavka slabljenja potražnje za radom (Slika 2.1.3.). Broj oglašenih radnih mjesta nastavio se smanjivati, dok je stopa slobodnih radnih mjesta početkom godine bila slična kao i lani, no zamjetno niža nego u 2024. Istodobno, manjak radne snage kao ograničavajući čimbenik poslovanja sve je manje izražen u uslugama i industriji, a u građevinarstvu se stabilizirao, no još je vidljivo iznad pretpandemijskih razina (Slika 2.1.4.). Unatoč postupnom slabljenju potražnje za radom nezaposlenost je i nadalje na povijesno niskim razinama, pri čemu je stopa nezaposlenosti u travnju iznosila 6,3%. Rast troškova rada u europodručju nastavlja se usporavati, a trenutačna očekivanja upućuju na njihovo daljnje popuštanje. U četvrtom tromjesečju 2025. godišnji rast naknada po zaposlenom usporio se na 3,6% s 4% u trećem tromjesečju (3,9% u 2025. u usporedbi s 4,5% u 2024.). Posljednji dostupni podaci o ugovorenim plaćama kao i očekivana kretanja plaća upućuju na daljnje ublažavanje pritisaka troškova rada tijekom 2026. godine.

Slika 2.1.3. Indikator gomilanja radne snage u europodručju



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

Slika 2.1.4. Manjak radne snage i stopa nezaposlenosti u europodručju



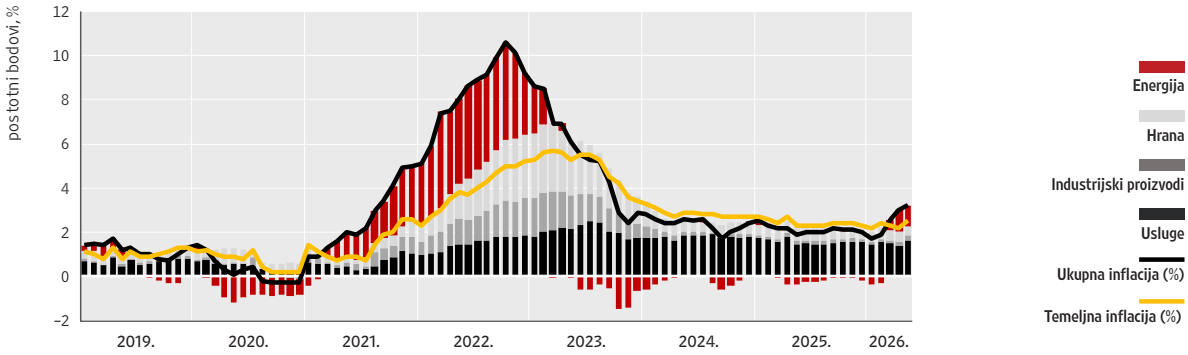
Napomena: Manjak radne snage mjeren je tromjesečnom anketom te prikazuje postotak poduzeća koja se izjašnjavaju da je manjak radne snage glavna prepreka poslovanju.
Izvori: Europska komisija; Eurostat

2.2. Cjenovna kretanja

Ubrzavanje inflacije u europodručju u ožujku i travnju ove godine odražavalo je porast inflacije cijena energije, a u svibnju se inflacija nastavila ubrzavati zahvaljujući porastu inflacije cijena usluga. Usporavanje ukupne inflacije u europodručju mjerene HIPC-om na 1,7% početkom 2026. te njezino znatno ubrzavanje u ožujku i travnju, kada se povećala na 2,6% odnosno 3,0%, ponajprije su bili rezultat kretanja cijena energije (Slika 2.2.1.). Tako se početkom godine negativna godišnja stopa promjene cijena energije produbila pod utjecajem povoljnoga baznog učinka, povezanog s izraženijim mjesečnim rastom cijena energije u istom razdoblju prethodne godine. Nasuprot tome, snažno ubrzavanje inflacije cijena energije, koja je u ožujku i travnju porasla na 5,1% odnosno 10,8%, u velikoj je mjeri odražavalo prelijevanje rasta cijena energenata na svjetskom tržištu, potaknutog ratom na Bliskom istoku, na maloprodajne cijene energije, osobito naftnih derivata. U svibnju se inflacija cijena energije blago povećala, na 10,9%. Tijekom prvih pet mjeseci 2026. inflacija cijena hrane usporila se na 2,0% s 2,5% u prosincu 2025. Pritom se inflacija cijena prerađene hrane usporila, dok se inflacija cijena neprerađene hrane, čije je kretanje u većoj mjeri pod utjecajem vremenskih prilika, ubrzala. Slabljenje inflacijskih pritisaka na cijene prerađene hrane može se djelomično

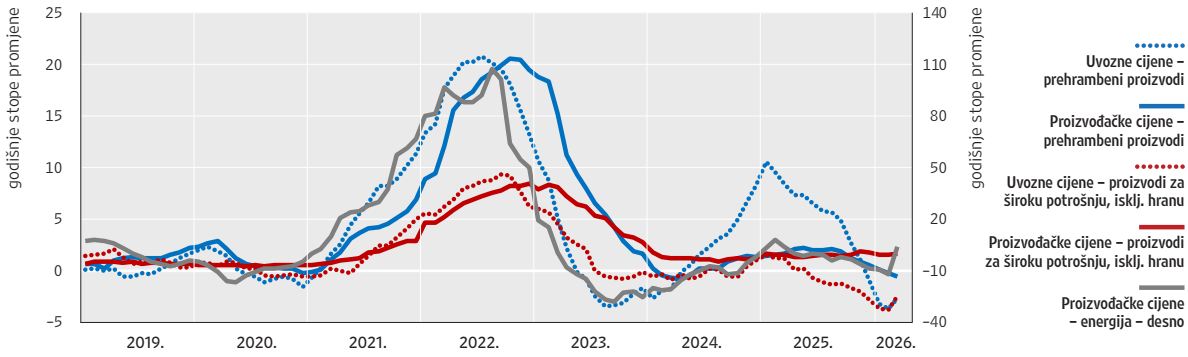
povezati s niskim uvoznim pritiscima, pri čemu su uvozne cijene hrane posljednjih mjeseci u negativnom teritoriju (Slika 2.2.2.) te usporavanjem rasta troškova rada, a što se onda odražava i na kretanje proizvođačkih cijena.

Slika 2.2.1. Pokazatelji inflacije u europodručju



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

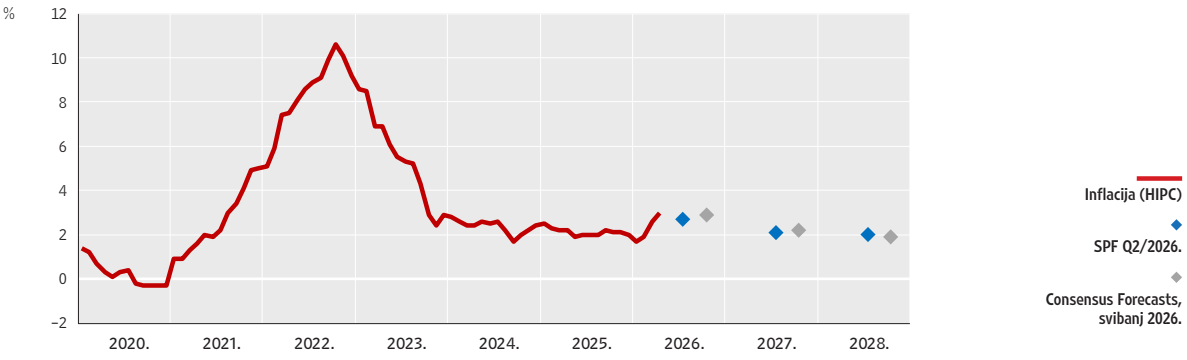
Slika 2.2.2. Pokazatelji inflacijskih pritisaka u cjenovnom lancu u europodručju



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

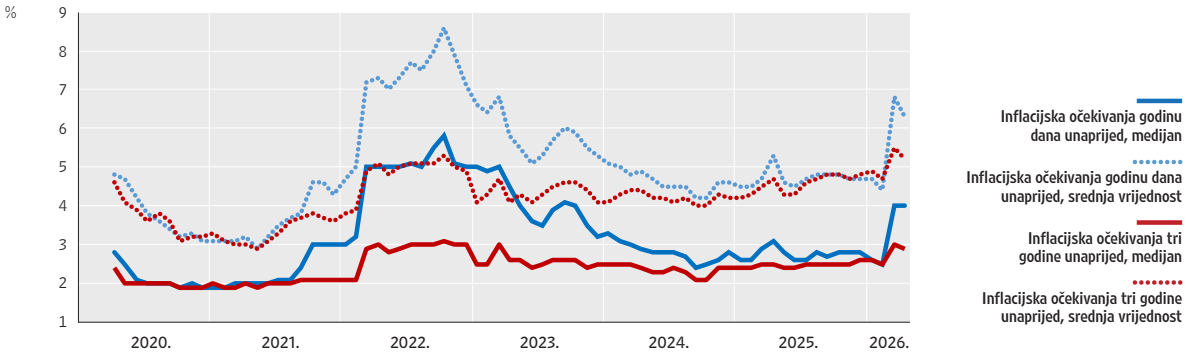
Pod utjecajem kretanja inflacije cijena usluga, temeljna inflacija (koja isključuje cijene energije i hrane) tijekom prva četiri mjeseca ove godine usporila se na 2,2%, no u svibnju se ubrzala na 2,5%. Usporavanje rasta plaća u europodručju pridonijelo je slabljenju inflacijskih pritisaka u uslužnom sektoru. Osim toga, u travnju je smanjenju inflacije cijena usluga pridonio povoljan bazni učinak, povezan s izraženijim mjesečnim rastom tih cijena u istom mjesecu prethodne godine, kada je Uskrs padao potkraj mjeseca, pa je rast cijena usluga povezan s putovanjima bio izraženiji. Nasuprot tome, jačanje tekućih pritisaka na cijene usluga u svibnju vjerojatno je bilo povezano s neizravnim učincima porasta cijena energije na kretanje cijena prijevoznih usluga i drugih usluga povezanih s putovanjima. Pritom se inflacija cijena usluga ubrzala na 3,5% s 3,0% u travnju. Nadalje, inflacija cijena industrijskih proizvoda, druge glavne komponente temeljne inflacije, ubrzala se tijekom prvih pet mjeseci na 0,9% s 0,3%, ali i nadalje je ostala niska u uvjetima prigušenih uvoznih pritisaka (Slika 2.2.2.), što odražava niže cijene dobara uvezenih iz Kine i odgođene učinke aprecijacije eura tijekom 2025. godine.

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



Napomena: SPF Q2/2026. (engl. *Survey of Professional Forecasters*) odnosi se na rezultate ESB-ove ankete stručnjaka za prognoziranje koja je provedena od 31. ožujka do 8. travnja 2026.
Izvori: Eurostat; *Survey of Professional Forecasters* (SPF), ESB; *Consensus Forecasts*

Slika 2.2.4. Kratkoročna i srednjoročna inflacijska očekivanja potrošača u europodručju



Izvor: *Consumer Expectations Survey* (CES) – travanj 2026., ESB, 1. lipnja 2026.

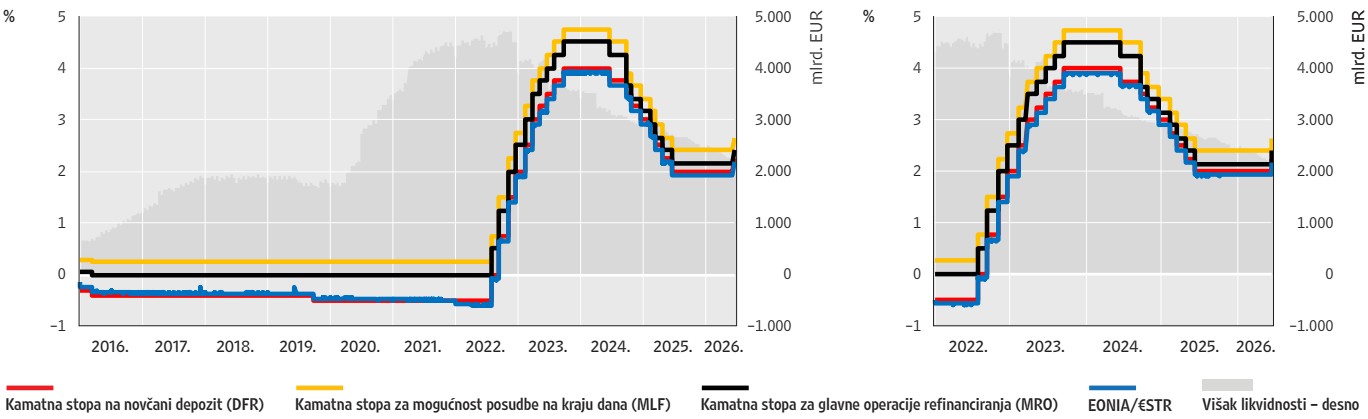
Profesionalni prognostičari očekuju privremeno znatno ubrzavanje inflacije u europodručju, dok potrošači očekuju povišenu inflaciju u kratkom i srednjem roku. Prema rezultatima ESB-ove Ankete o prognozama stručnjaka (SPF) za drugo tromjesečje 2026., provedene krajem ožujka i početkom travnja, profesionalni prognostičari očekuju da će se inflacija u europodručju znatno ubrzati u kratkom roku zbog izbijanja rata na Bliskom istoku i s njime povezanoga energetskog šoka, na 2,7% u 2026., s 2,1% u 2025. godini. Ispitanici pritom očekuju da će se inflacija već tijekom sljedeće godine vratiti blizu ciljane razine ESB-a te iznositi 2,1%, a u 2028. godini 2,0% (Slika 2.2.3.). Međutim, valja istaknuti da su cijene energenata, ponajprije nafte, tijekom travnja i svibnja bile više od prijašnjih očekivanja, a i tržišna su očekivanja njihova kretanja u projekcijskom razdoblju postala nepovoljnija. Nadalje, prema rezultatima ESB-ove ankete o inflacijskim očekivanjima potrošača iz travnja (Slika 2.2.4.) vidljivo je zadržavanje kratkoročnih očekivanja u europodručju (za godinu dana unaprijed, medijan) na povišenoj razini od 4,0%. Srednjoročna inflacijska očekivanja potrošača (za tri godine unaprijed, medijan) blago su se smanjila u travnju, na 2,9% nakon 3,0% zabilježenih u ožujku, te su i nadalje znatno iznad ciljane vrijednosti ESB-a od 2%.

2.3. Monetarna politika

U okružju povišene inflacije Upravno vijeće ESB-a u lipnju je povećalo ključne kamatne stope za 25 baznih bodova, što je prva promjena stopa od lipnja 2025. godine. Prije toga Upravno vijeće ESB-a u razdoblju od lipnja 2024. do lipnja 2025. u osam je navrata, ukupno za 200 baznih bodova, smanjilo kamatnu stopu na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke (engl. *deposit facility rate*, DFR), koja je u trenutačnim uvjetima visokih viškova likvidnosti relevantan pokazatelj monetarne politike ESB-a, nakon što je ključne kamatne stope držalo stabilnima od rujna 2023. godine. Od lipnja 2026. kamatna stopa na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke iznosi 2,25%, kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja (engl. *main refinancing operations*, MRO) 2,40% te kamatna stopa na mogućnost posudbe na kraju dana (engl. *marginal lending facility*, MLF) 2,65%. Upravno vijeće odlučno je u tome da postojano u srednjem roku stabilizira inflaciju na ciljanoj razini od 2%. Odluke o primjerenoj razini kamatnih stopa na svakom će se sastanku i nadalje zasnivati na pristiglim podacima (engl. *data-dependent and meeting-by-meeting approach*). Pritom se Upravno vijeće ne opredjeljuje unaprijed za određenu dinamiku promjene stopa.

U obrazloženju odluke u lipnju Upravno je vijeće istaknulo da inflatorni rizici uzrokovani ratom na Bliskom istoku daju osnovu odluci o povećanju kamatnih stopa u cijelom rasponu potencijalnih scenarija. Prema novim osnovnim projekcijama očekuje se da će prosječna stopa ukupne inflacije u europodručju iznositi 3,0% u 2026., 2,3% u 2027. i 2,0% u 2028. Za inflaciju bez energije i hrane osnovne projekcije upućuju na prosječnu stopu od 2,5% u 2026. i 2027. te 2,2% u 2028. U osnovnim projekcijama predviđa se prosječna stopa gospodarskog rasta od 0,8% u 2026., 1,2% u 2027. i 1,5% u 2028. Izgledi su i nadalje neizvjesni uz pozitivne rizike za inflaciju i negativne rizike za gospodarski rast, te će cjelokupne posljedice rata na srednjoročnu inflaciju ovisiti o snazi i trajanju šoka cijena energije te opsegu neizravnih i sekundarnih učinaka. O učincima rata na Bliskom istoku u različitim mogućim scenarijima detaljnije se raspravlja u Okviru 5. Učinci eskalacije sukoba na Bliskom istoku u alternativnim scenarijima i odstupanja od osnovne projekcije.

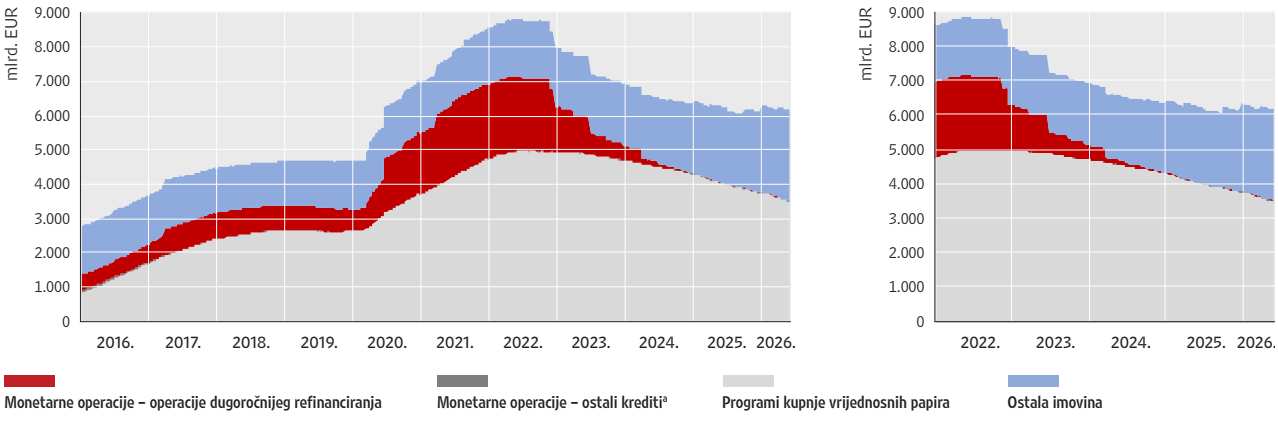
Slika 2.3.1. Ključne kamatne stope ESB-a



Izvor: ESB

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

Slika 2.3.2. Bilanca Eurosustava



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

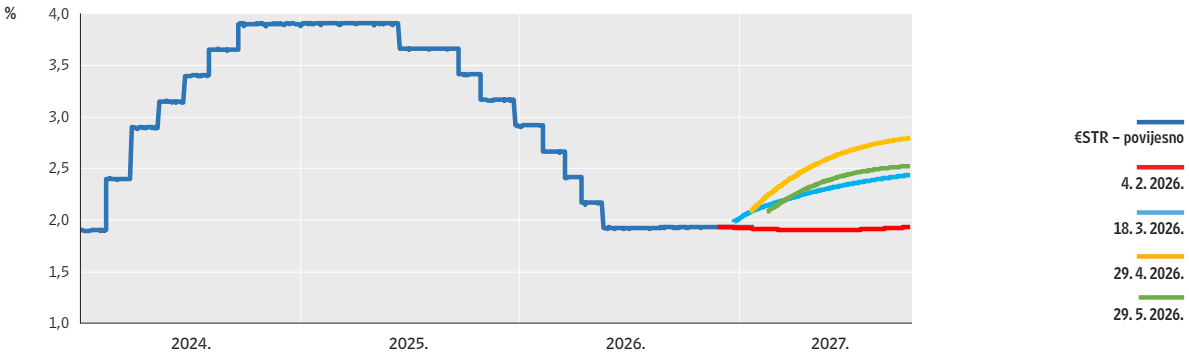
2.4. Financijska tržišta i bankovni sustav

Kamatne stope na novčanom tržištu u europodručju porasle su nakon izbijanja rata na Bliskom istoku, što odražava pomak u očekivanjima u vezi s restriktivnijom monetarnom politikom ESB-a. Stopa €STR, referentna kamatna stopa za novčano tržište, kretala se u vrlo uskom rasponu oko 1,9% od početka godine do kraja svibnja budući da Upravno vijeće ESB-a tijekom spomenutog razdoblja nije mijenjalo ključne kamatne stope. Međutim, izbijanje rata na Bliskom istoku i rast cijena energenata doveli su do rasta kratkoročnih inflacijskih očekivanja za europodručje te su potaknuli investitore da očekuju pooštravanje monetarne politike ESB-a. Dok su tijekom prva dva mjeseca u ovoj godini tržišni sudionici procjenjivali da je vjerojatnost promjene ključnih kamatnih stopa tijekom godine relativno niska, očekivanja su se nakon izbijanja rata vrlo brzo pomaknula u smjeru višestrukog podizanja kamatnih stopa, što je pomaknulo terminsku krivulju stope €STR naviše duž dospijeća (Slika 2.4.1., pomak na zelenu liniju). Kao odraz očekivanog pooštravanja monetarne politike, tromjesečna stopa EURIBOR porasla je s 2,0% na kraju prošle godine na 2,3% na kraju svibnja, najvišu razinu u posljednjih godinu dana.

Nakon što je izbijanje rata između SAD-a i Irana pokrenulo znatniji pad i povećanu kolebljivost cijena obveznica i dionica u europodručju, najava primirja u travnju potaknula je snažan oporavak cijena dionica. Inicijalna reakcija financijskih tržišta na izbijanje rata u Iranu bila je relativno umjerena, no cijene dionica i obveznica postupno su padale tijekom ožujka kako se počeo očekivati duži i intenzivniji sukob. Posebno se ističe nagli rast cijena energenata zbog povećanih rizika oko poremećaja opskrbe. Pritom je cijena nafte Brent u nekoliko navrata dosezala razine od 120 dolara za barel, što je posljednji put zabilježeno u lipnju 2022., kada su tržišta još uvijek snažno ugrađivala u cijenu nafte učinke početka rata u Ukrajini i s njim povezanih poremećaja na energetskim tržištima. U takvim uvjetima prosječan prinos na dugoročne državne obveznice članica europodručja ponderiran BDP-om u nekoliko je navrata premašivao prinos od 3,5%, razinu posljednji put zabilježenu u listopadu 2023., neposredno nakon završetka ciklusa povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a. Na kraju svibnja prosječan prinos na dugoročne državne obveznice članica europodručja ponderiran BDP-om pao je na oko 3,3% jer sudionici su počeli smatrati da je dogovor o kraju rata izvjesniji. Riječ je o oko 10 baznih bodova višoj razini nego na kraju godine (Slika 2.4.3.). U skladu s dominantnim globalnim događanjima prinos na dugoročne hrvatske obveznice porastao je za oko 30 baznih bodova, s 3,2% na kraju godine na 3,5% na kraju svibnja. Agencija Standard&Poor's u ožujku je inače podignula kreditni rejting Hrvatske na razinu A, odnosno najviši kreditni rejting u povijesti Hrvatske. Izrazitu otpornost u promatranom razdoblju pokazali su dionički indeksi, koji su se relativno brzo oporavili nakon snažnijeg pada u ožujku, podržani objavom dvotjednog primirja između SAD-a i Irana u travnju te pregovorima o okončanju rata. Pritom je američki indeks S&P 500 od početka godine porastao oko 11% i dosegnuo nove rekordno visoke razine, dodatno potaknut dobrim podacima o zaradama američkih kompanija u prvom tromjesečju ove godine, dok je europski dionički indeks Eurostoxx 50 u istom razdoblju porastao oko 5%.

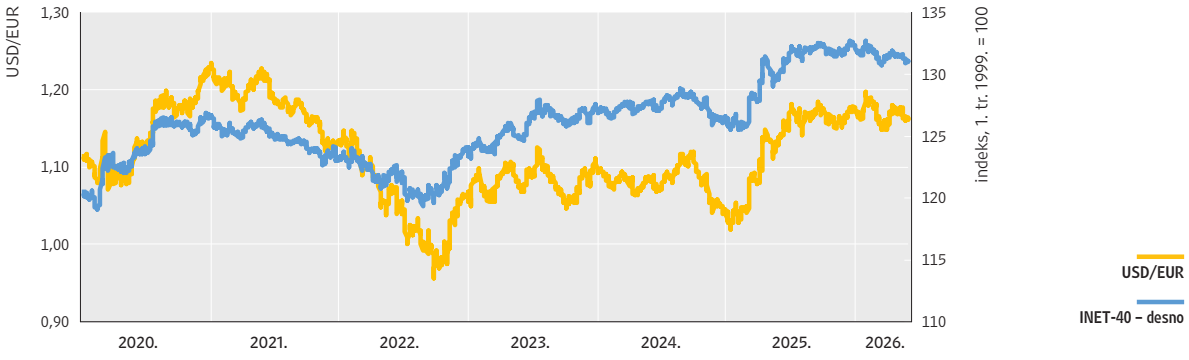
Nakon snažne aprecijacije tijekom 2025. godine tečaj eura prema američkom dolaru blago je deprecirao od početka 2026. do kraja svibnja, uz nešto izraženiju deprecijaciju nominalnoga efektivnog tečaja. U siječnju je zabilježena povećana kolebljivost tečaja eura prema američkom dolaru, pri čemu je euro u jednom trenutku ojačao iznad razine od 1,20, prvi put od sredine 2021. Euro je zatim blago slabio prema razini od oko 1,18. Izbijanje rata između SAD-a i Irana potaknulo je dodatan pad vrijednosti eura, na razine od oko 1,14 USD/EUR, što djelomično odražava relativno blaži učinak takvoga geopolitičkog i energetskog šoka na SAD u odnosu na europodručje. Tečaj eura prema američkom dolaru na kraju svibnja nalazio se na razini od oko 1,16 USD/EUR, što je deprecijacija eura nešto manja od 1% u odnosu na razinu s kraja prosinca. U istom razdoblju nominalni efektivni tečaj eura prema košarici valuta glavnih trgovinskih partnera europodručja nešto je jače deprecirao, za oko 1,3% (Slika 2.4.2.). Uz spomenuto slabljenje prema dolaru, euro je znatnije oslabio prema mađarskoj forinti i kineskom juanu, dok je istodobno ojačao prema turskoj liri i rumunjskom leju.

Slika 2.4.1. Terminska krivulja stope €STR



Napomena: Terminska krivulja procjenjuje se s pomoću stope iz promptnoga prekonoćnog indeksiranog ugovora o razmjeni (engl. *overnight indexed swap rate*, OIS). Terminske krivulje označuju odabrane terminske krivulje formirane na dan prije sastanka Upravnog vijeća ESB-a i na posljednji promatrani dan (29. svibnja 2026.)
Izvori: Bloomberg; izračun HNB-a

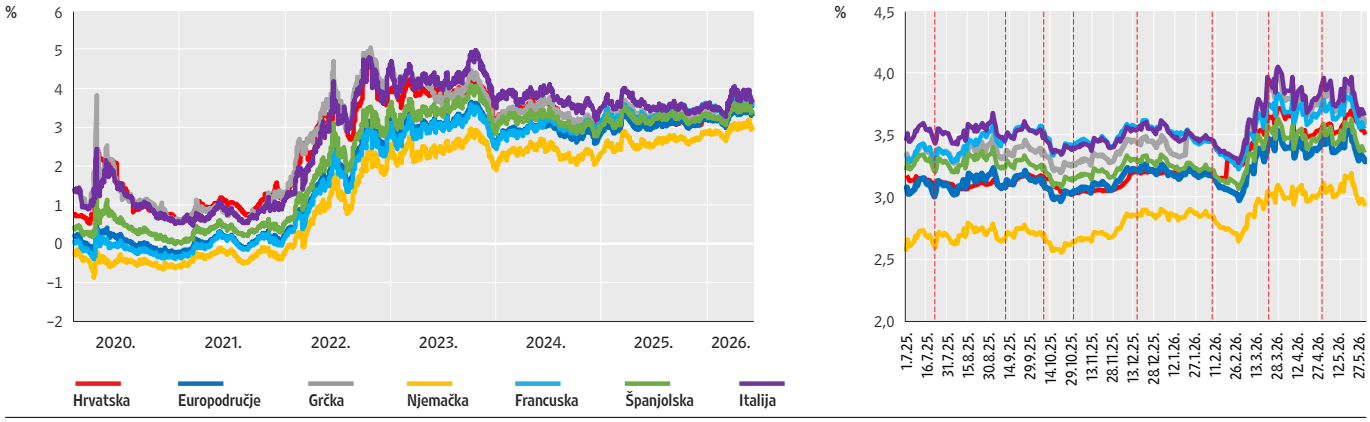
Slika 2.4.2. Tečajevi izabranih valuta prema euru i nominalni efektivni tečaj eura



Napomena: INET-40 je indeks nominalnoga efektivnog tečaja eura prema 40 najvažnijih trgovinskih partnera europodručja. Rast tečaja označuje aprecijaciju eura. Posljednji podatak odnosi se na 29. svibnja 2026.
Izvor: ESB

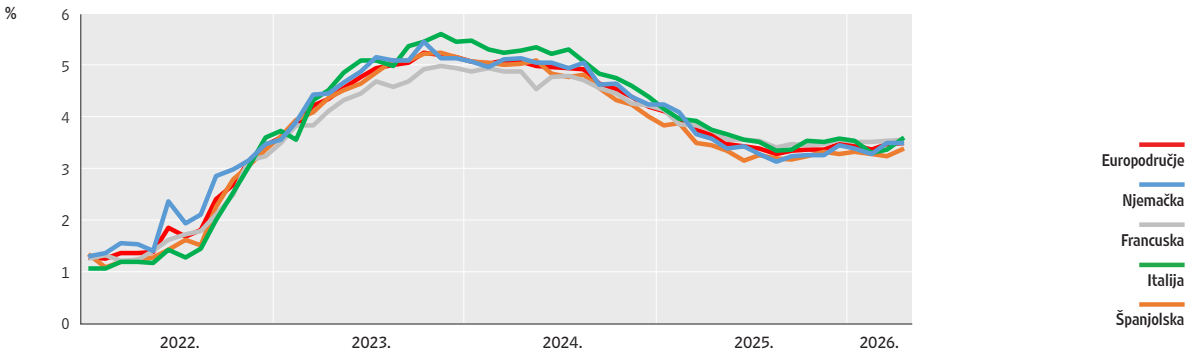
Kamatne stope banaka na kredite poduzećima i stanovništvu u europodručju blago su porasle, pri čemu je kreditiranje nastavilo postupno rasti. Na razini europodručja prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima iznosila je u travnju 3,5% (Slika 2.4.4.), što je za 3 bazna boda više nego na kraju 2025. godine. Prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene stambene kredite u travnju je iznosila 3,5% (Slika 2.4.6.), odnosno za 13 baznih bodova više nego na kraju prošle godine. Tromjesečna anualizirana stopa rasta kredita nefinancijskim poduzećima europodručja (Slika 2.4.5.) u travnju je zamjetno porasla zbog povećanih potreba poduzeća za financiranjem obrtnoga kapitala u okružju povišenih cijena energije. Istodobno se nastavio i postupni oporavak stambenoga kreditiranja (Slika 2.4.7.), iako malo manjim intenzitetom u odnosu na drugu polovinu 2025. godine.

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



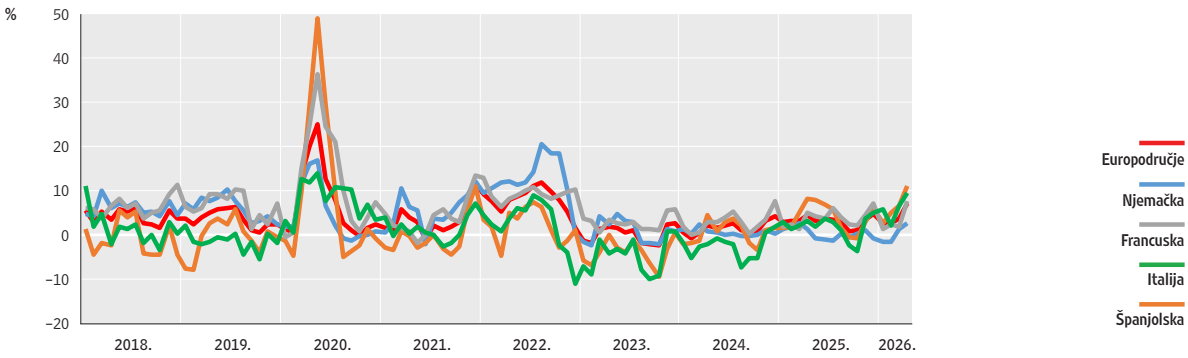
Napomena: Prinosi za europodručje ponderirani su udjelom u BDP-u uključenih zemalja. Europodručje ne uključuje podatke za Bugarsku, Litvu, Letoniju, Estoniju, Luksemburg i Maltu. Crvenim isprekidanim linijama označeni su sastanci Upravnog vijeća ESB-a u prikazanom razdoblju. Posljednji podatak odnosi se na 29. svibnja 2026.
Izvori: Bloomberg; Eurostat; izračun HNB-a

Slika 2.4.4. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima



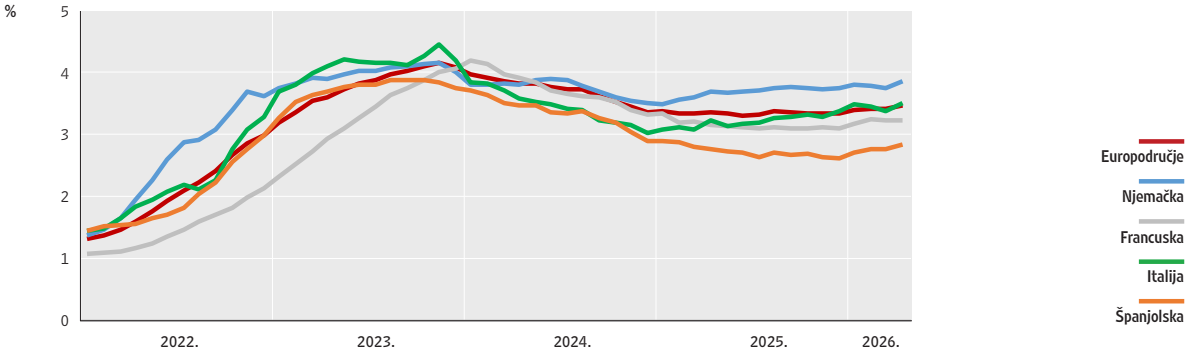
Izvor: ESB

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



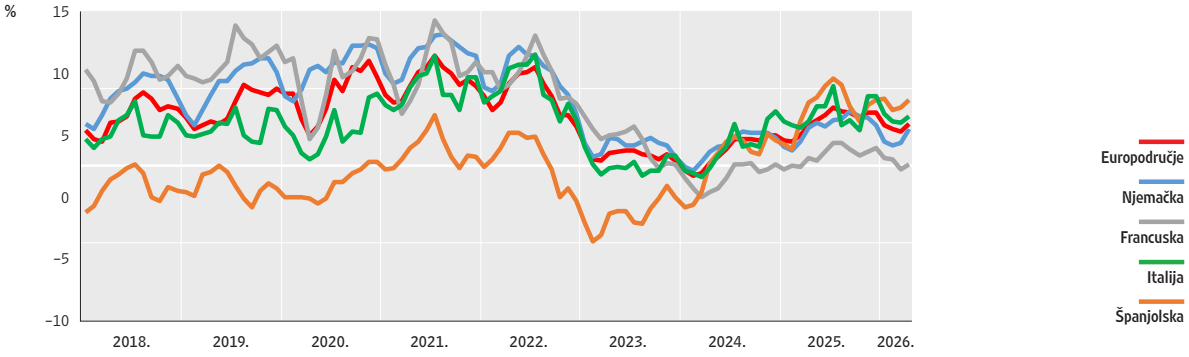
Izvori: ESB; izračun HNB-a

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



Izvor: ESB

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



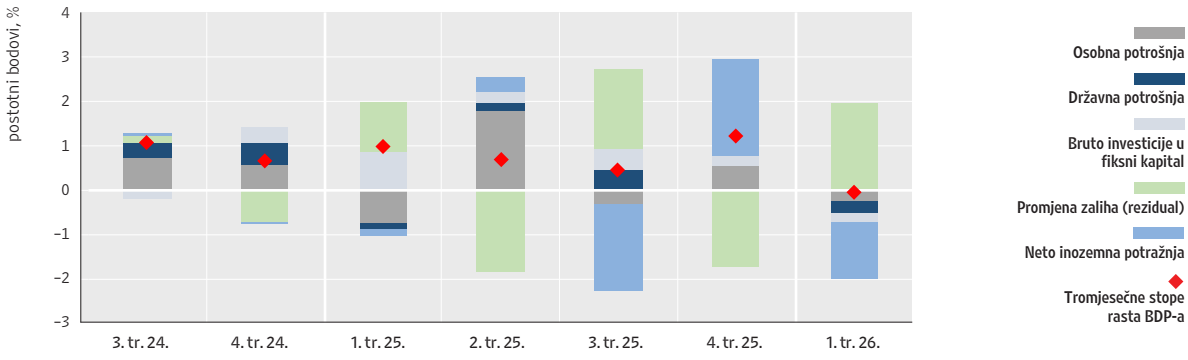
Izvori: ESB; izračun HNB-a

3. Hrvatsko gospodarstvo

3.1. Realna kretanja

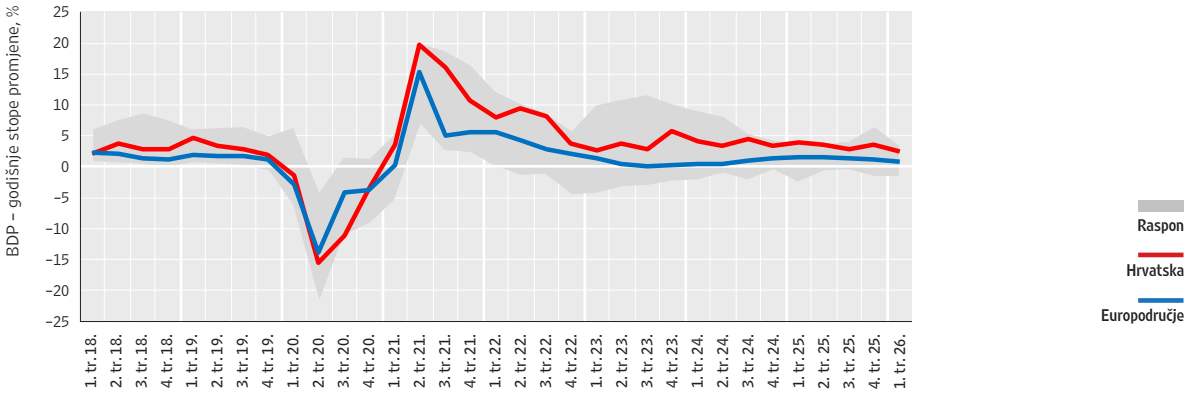
Nakon snažnog rasta krajem 2025., gospodarska je aktivnost u Hrvatskoj na početku 2026. godine stagnirala. Pritom su primjetljiva nepovoljna kretanja svih glavnih sastavnica agregatne potražnje, uz izražen pad investicija, državne potrošnje te izvoza robe i usluga u odnosu na prethodno tromjesečje. Istodobno se nastavio rast uvoza, iako sporijom dinamikom nego u prethodnom tromjesečju, pa je doprinos neto inozemne potražnje na početku 2026. bio negativan (Slika 3.1.1.). Na proizvodnoj strani takva kretanja zrcale snažan pad prerađivačke industrije i građevinarstva u odnosu na prethodno tromjesečje, dok su djelatnosti vezane uz trgovinu i turizam stagnirale, a u većini uslužnih djelatnosti aktivnost se povećala u odnosu na prethodno tromjesečje. U usporedbi s istim razdobljem prethodne godine rast se znatno usporio, na 2,2%, u odnosu na 3,9% krajem 2025. godine. Pritom su sve glavne sastavnice BDP-a i nadalje bile na višim razinama nego u prvom tromjesečju prethodne godine, osim izvoza robe i usluga, koji se smanjio na godišnjoj razini. Unatoč znatnom povećanju globalne neizvjesnosti nakon izbijanja rata u Iranu visokofrekventni pokazatelji upućuju na jačanje rasta u drugom tromjesečju, iako se te procjene zasad zasnivaju na vrlo ograničenom skupu podataka za početak drugog tromjesečja.

Slika 3.1.1. Doprinosi tromjesečnoj promjeni realne gospodarske aktivnosti



Izvor: Eurostat

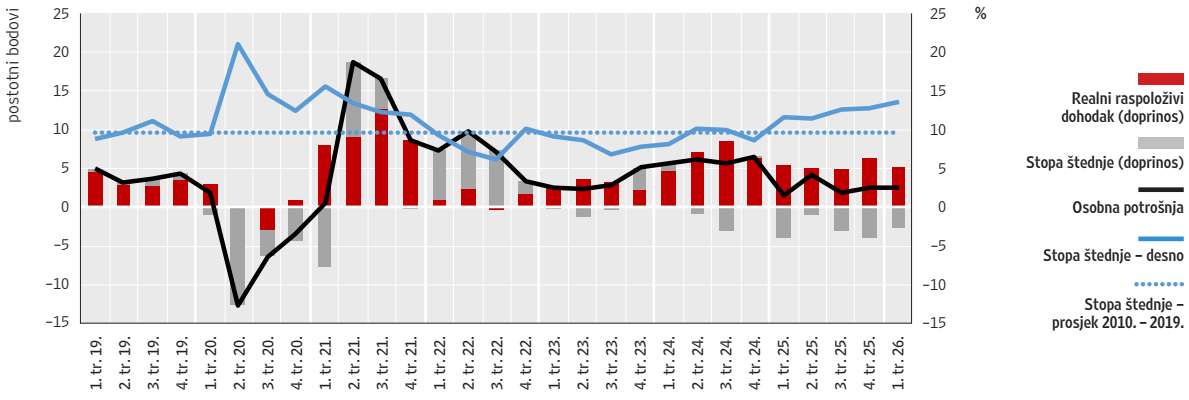
Slika 3.1.2. Kretanje gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj i europodručju



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

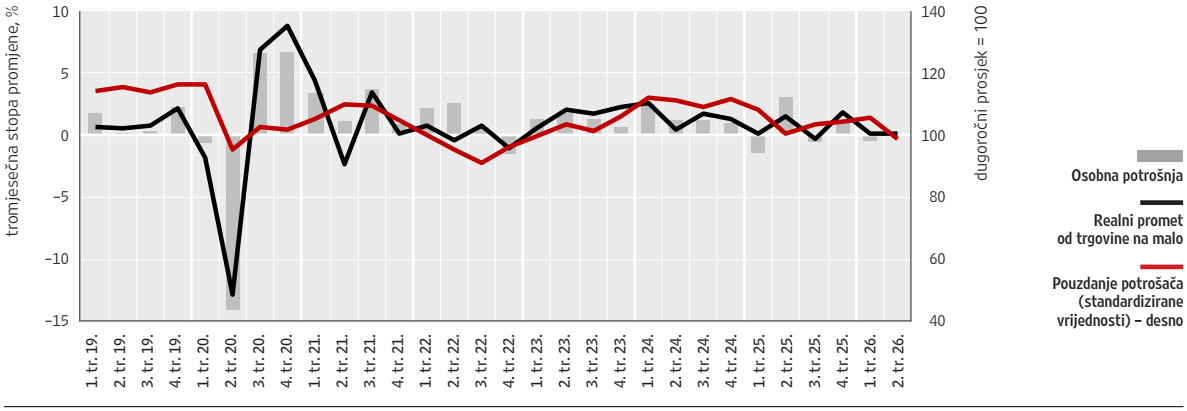
Osobna potrošnja u prvom se tromjesečju 2026. blago smanjila u odnosu na kraj prethodne godine, unatoč nastavku relativno snažnog rasta realnih dohodaka. Na tromjesečnoj je razini bila niža za 0,4%, dok je godišnja stopa rasta, zbog baznih učinaka povezanih s bojkotom maloprodajnih lanaca početkom prošle godine, ostala nepromijenjena i iznosila 2,6%. Detaljni podaci o prometu u trgovini na malo upućuju na pad osobne potrošnje u prva dva mjeseca ove godine, no u ožujku je realni promet od trgovine na malo vidljivo ojačao, premda se dio tog povećanja može povezati i s potrošnjom stranih turista, djelomično i zbog kalendarskog učinka, odnosno činjenice da su uskrsni školski praznici u Austriji i Njemačkoj ove godine započeli već krajem ožujka. Iz takvih kretanja ujedno proizlazi zaključak da inicijalni učinak rata na Bliskom istoku nije imao znatniji utjecaj na ponašanje potrošača, na što upućuje i relativno umjeren pad njihova pouzdanja u ožujku. Budući da se istodobno nastavio relativno snažan rast realnih dohodaka, iako sporijom dinamikom nego u prethodnom tromjesečju, stopa štednje nastavila je rasti te se i nadalje nalazi znatno iznad pretpandemijskog prosjeka.

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



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

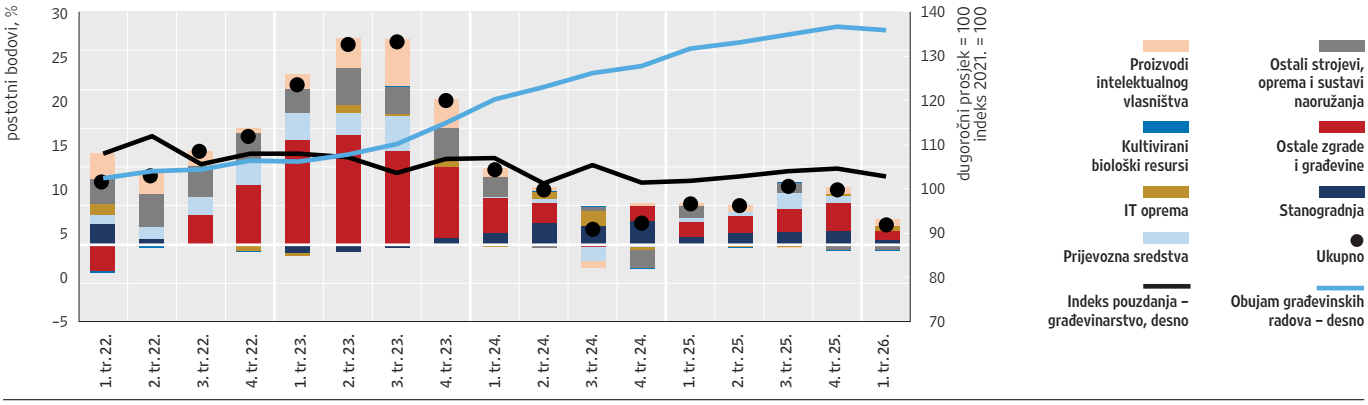
Slika 3.1.4. Osobna potrošnja, trgovina na malo i pouzdanje potrošača



Izvori: DZS; Ipsos

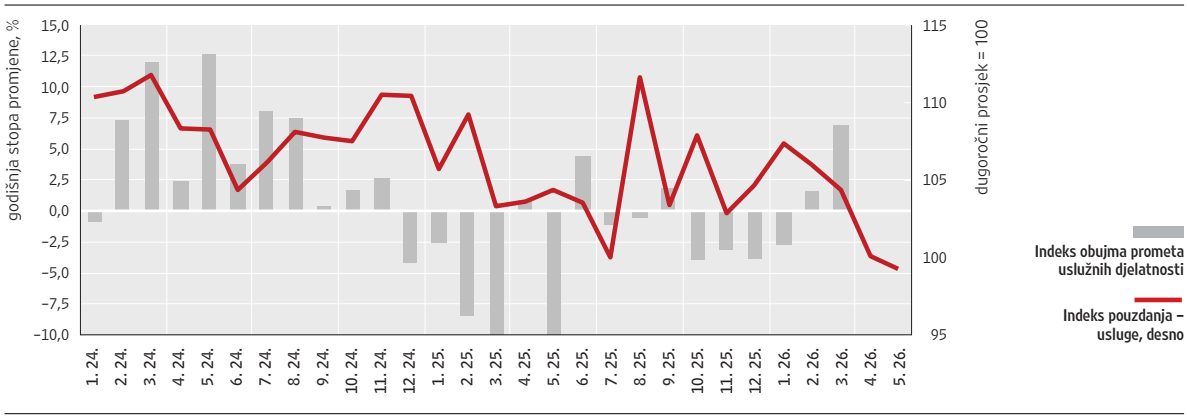
Investicijska aktivnost na početku 2026. također je pokazala pad, stoga je prekinut niz od pet uzastopnih tromjesečja snažnog rasta. Tako su bruto investicije u fiksni kapital na početku 2026. godine bile manje za 0,8% u odnosu na četvrto tromjesečje 2025. Promatrano prema vrsti imovine, na tromjesečnoj razini znatno se smanjila građevinska aktivnost i u stanogradnju i u infrastrukturu, što je tek djelomično ublaženo izraženijim rastom ulaganja u strojeve i opremu, pa se godišnja stopa rasta investicija snažno usporila, na 2,5% (Slika 3.1.5.). Ipak, slabija ostvarenja u građevinarstvu na početku godine mogla su biti uvjetovana i nepovoljnim vremenskim prilikama, na što upućuju rezultati ankete o pouzdanju poduzeća, prema kojoj je zamjetno porastao udio ispitanika koji vremenske uvjete navode kao ograničavajući čimbenik. Osim toga, pouzdanje u sektoru građevinarstva zadržalo se u travnju i svibnju na izrazito visokim razinama, odnosno znatno iznad dugoročnog prosjeka, što upućuje na to da bi povišena razina neizvjesnosti uvjetovana ratom u Iranu zasad mogla imati ograničene učinke na ovaj segment investicijske aktivnosti.

Slika 3.1.5. Pokazatelji investicijske aktivnosti i pouzdanje u sektoru građevinarstva



Izvori: DZS; Ipsos; HNB

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



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

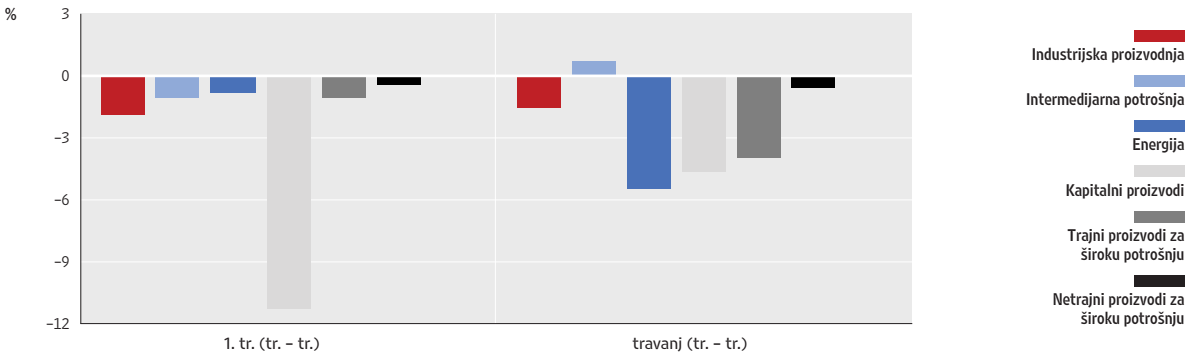
Ukupan se izvoz robe i usluga u prvom tromjesečju vidljivo smanjio, nakon što se u prethodnom tromjesečju snažno povećao. Pritom je u odnosu na prethodno tromjesečje smanjen i izvoz robe i izvoz usluga, i to podjednakom dinamikom. Slabija dinamika robnog izvoza početkom godine mogla bi djelomično odražavati spuštanje nakon neuobičajeno snažnog rasta zabilježenog krajem prethodne godine, no vjerojatno je povezana i s prigušenom potražnjom u glavnim vanjskotrgovinskim partnerima. Detaljni nominalni podaci robne razmjene za siječanj i veljaču pritom upućuju na to da je pad robnog izvoza bio široko rasprostranjen prema proizvodnim kategorijama, pri čemu se posebno snažno smanjio izvoz energenata u prva dva mjeseca. Nakon slabih ostvarenja izvoza usluga u protekle dvije godine, poglavito zbog smanjene cjenovne konkurentnosti u turizmu, realni se izvoz usluga smanjio i na početku 2026., iako su ostvarenja fizičkih pokazatelja u turizmu bila relativno povoljna. S druge strane, nastavio se rast realnog uvoza robe, iako sporije nego u prethodnom tromjesečju, te je neto inozemna potražnja dala negativan doprinos realnom rastu.

Promatrano prema glavnim djelatnostima, slabija kretanja gospodarske aktivnosti u prvom tromjesečju uvelike odražavaju pad dodane vrijednosti u prerađivačkoj industriji i građevinskom sektoru, dok je u većini uslužnih djelatnosti zabilježen rast. Ukupna je bruto dodana vrijednost na početku 2026. porasla za 0,3% na tromjesečnoj razini, odnosno za 2,1% u odnosu na isto tromjesečje prethodne godine. Dodana vrijednosti u industriji smanjila se za zamjetnih 2,6% na tromjesečnoj razini, te je prekinut niz povoljnih pokazatelja zabilježenih tijekom većeg dijela prošle godine. Detaljni podaci o industrijskoj proizvodnji upućuju na to da je pad bio široko rasprostranjen, pri čemu je najizraženije smanjena proizvodnja kapitalnih proizvoda. Daljnji pad industrijske proizvodnje u travnju na mjesečnoj razini, uz snažan pad pouzdanja u industriji u svibnju, upućuje na nastavak nepovoljnih kretanja i u drugom tromjesečju. Kretanja u djelatnosti građevinarstva, nakon duljeg razdoblja iznimno povoljnih ostvarenja, u prvom su se tromjesečju pogoršala te je dodana vrijednost smanjena za 1,6% na tromjesečnoj razini. Pritom se pouzdanje u građevinarstvu tijekom travnja i svibnja i nadalje kretalo na izrazito visokim razinama, iako je donekle smanjeno u odnosu na prosječnu razinu u prvom tromjesečju. Kada je riječ o uslugama, u većini su djelatnosti kretanja bila povoljna, pri čemu je najsnažniji rast zabilježen u djelatnostima poslovanja nekretninama te u ICT-u. S

druge strane, u trgovini, prijevozu i djelatnostima vezanima uz turizam dodana je vrijednost stagnirala u odnosu na prethodno tromjesečje.

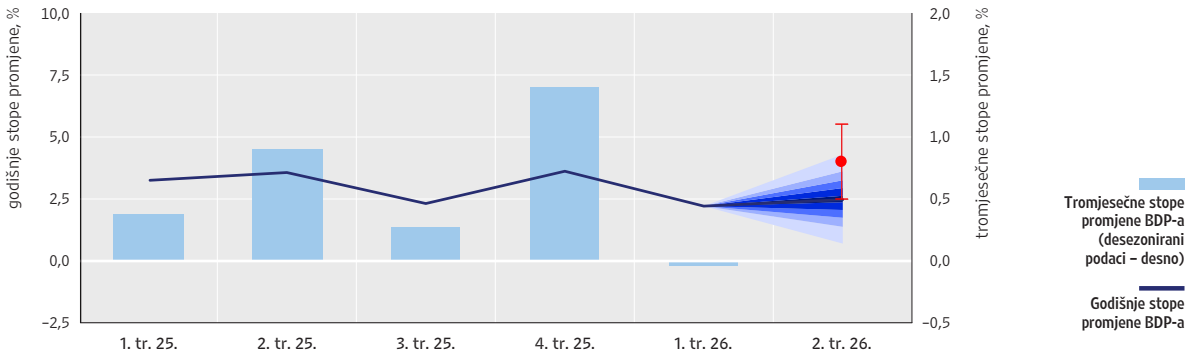
Brza procjena BDP-a za drugo tromjesečje 2026. primjenom standardnog modela zasnovanog na mjesečnim indikatorima (MRGA) upućuje na ubrzanje rasta gospodarske aktivnosti. Prema modelu brze procjene gospodarske aktivnosti HNB-a rast realnog BDP-a u drugom bi tromjesečju mogao iznositi oko 0,7% na tromjesečnoj razini, dok bi se na godišnjoj razini mogao kretati oko 2,4% (Slika 3.1.8.). Valja, međutim, istaknuti da su dostupni visokofrekventni podaci za drugo tromjesečje još uvijek vrlo oskudni. Na jačanje gospodarskog rasta upućuje blago jačanje rasta realnog prometa od trgovine na malo u odnosu na prosjek prethodnog tromjesečja te snažan rast građevinarstva u ožujku, što bi moglo rezultirati pozitivnim efektom prijenosa u drugom tromjesečju. S druge strane, industrijska je proizvodnja u travnju nastavila slabjeti, čime je ostvaren pad četvrti mjesec zaredom.

Slika 3.1.7. Industrijska proizvodnja



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

Slika 3.1.8. Tromjesečni BDP, sezonski prilagođene realne vrijednosti

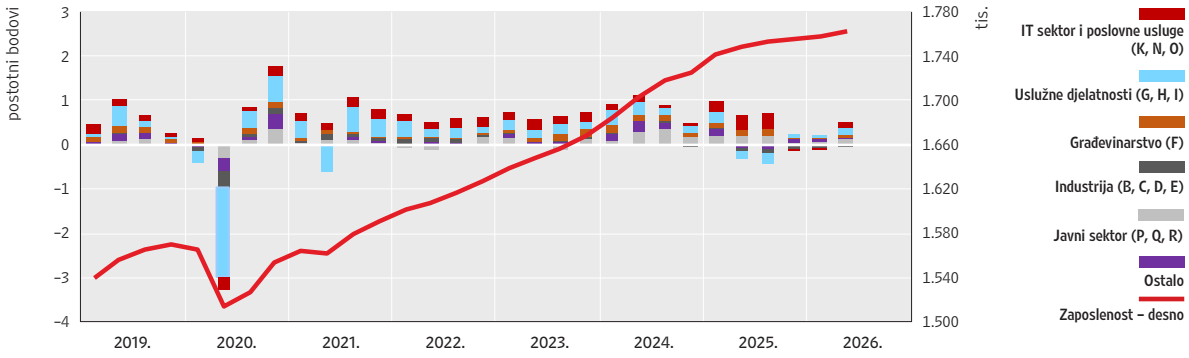


Napomene: Ocjena za drugo tromjesečje 2026. odnosi se na Mjesečni pokazatelj realne gospodarske aktivnosti HNB-a (opširnije o izračunu MRGA-e vidi u istraživanju HNB-a "Brza procjena BDP-a upotrebom dostupnih mjesečnih indikatora" autora D. Kunovca i B. Špalata). Modeli su procijenjeni na osnovi podataka objavljenih do 1. lipnja 2026. Crvenom je točkom označena ocjena tromjesečne promjene realnog BDP-a, uz povijesne pogreške procjene u rasponu od +/– jedne standardne devijacije.
Izvori: Eurostat; DZS; HNB

3.2. Tržište rada

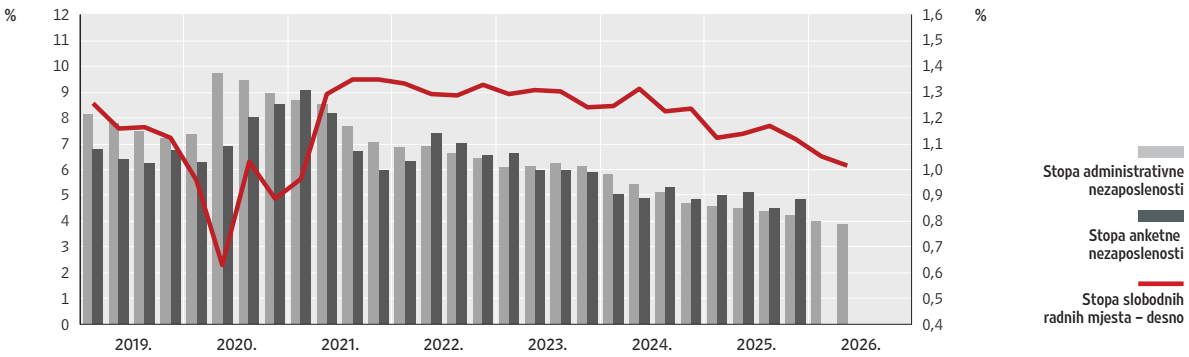
Početkom 2026. godine nastavila su se stagnantna kretanja zaposlenosti, uz blago jačanje rasta zaposlenosti tijekom ožujka i travnja. Prema administrativnim podacima, nakon stagnacije u siječnju i veljači, u ožujku i travnju zaposlenost je blago porasla te je tako broj zaposlenih u travnju bio za 0,4% veći u odnosu na kraj prošle godine, pri čemu se povećao broj zaposlenih i u javnom i u privatnom sektoru. U prva četiri mjeseca 2026. godine zaposlenost je najviše porasla u uslužnim djelatnostima, građevinarstvu te djelatnostima IT-a i poslovnih usluga, a nastavak rasta zaposlenosti zabilježen je također u obrazovanju, zdravstvu i socijalnoj skrbi (djelatnosti P, Q i R prema NKD-u 2025., Slika 3.2.1.). S druge strane, u uvjetima snažnog rasta troškova rada i njihova relativno visokog udjela u BDV-u, u prerađivačkoj se industriji nastavio pad broja zaposlenih koji traje još od početka 2025. godine, uz istodobno slabljenje inozemne potražnje. Godišnji rast zaposlenosti usporio se na 0,9% u prva četiri mjeseca ove godine, nakon 1,7% zabilježenih u četvrtom tromjesečju 2025.

Slika 3.2.1. Zaposlenost po djelatnostima NKD-a, sezonski prilagođeni podaci, doprinosi tromjesečnoj stopi promjene



Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2026. odnose se na travanj te su prikazani doprinosi stopi promjene u odnosu na siječanj iste godine (prvi mjesec prvog tromjesečja).
Izvor: HZMO (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.2.2. Stope nezaposlenosti i slobodnih radnih mjesta, sezonski prilagođeni podaci



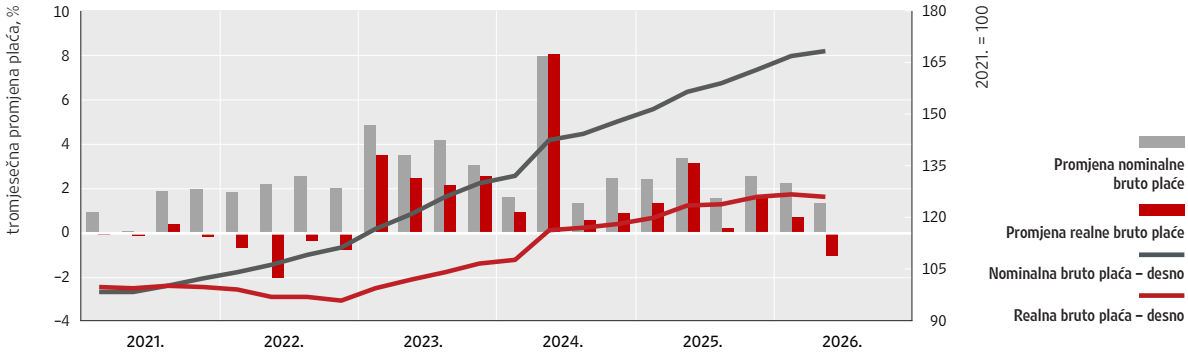
Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2026. odnose se na travanj. Stopa slobodnih radnih mjesta računa se kao udio slobodnih radnih mjesta u ukupnoj potražnji za radom (zbroj osiguranika HZMO-a i slobodnih radnih mjesta).
Izvori: DZS; HZZ; Eurostat; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

Početkom godine nastavio se pad broja nezaposlenih uz istodobno daljnje smanjenje broja novih slobodnih radnih mjesta. U prva se četiri mjeseca pad nezaposlenosti intenzivirao, što je rezultiralo smanjenjem stope registrirane nezaposlenosti u prvom tromjesečju 2026. na

4,0% nakon 4,2% u prethodnom tromjesečju te dodatno na 3,8% u travnju. Ipak, istodobno se nastavio i pad stope slobodnih radnih mjesta u prva četiri mjeseca 2026. (Slika 3.2.4.), što može upućivati na postupno ublažavanje domaće potražnje za radom, nakon snažnog rasta prethodnih godina. Posljednji anketni podaci dostupni su za četvrto tromjesečje i pokazuju povećanje stope nezaposlenosti na 4,8% nakon 4,5% u trećem tromjesečju.

Rast prosječne nominalne bruto plaće blago se usporio početkom godine, ali i nadalje je ostao relativno snažan. Prosječna nominalna bruto plaća početkom 2026. nastavila je rasti nešto sporijim intenzitetom nego krajem 2025. godine pa je tako u prvom tromjesečju 2026. bila viša za 2,2% u odnosu na prethodno tromjesečje (2,6% u četvrtom tromjesečju 2026., Slika 3.2.5.). Pritom su plaće u javnom sektoru tek blago porasle (0,8%), dok su u ostatku gospodarstva porasle za 2,5% (nakon 2,7% u prethodnom tromjesečju). Na mjesečnoj razini, nakon izraženijeg rasta u siječnju (1,0%), u veljači i ožujku došlo je do usporavanja (0,3%), a na početku drugog tromjesečja rast plaća ubrzao se na 0,7%. Na godišnjoj razini rast prosječne nominalne bruto plaća usporio se na 8,4% u travnju, nakon 10,0% u prvom tromjesečju 2026., no ponajprije zbog baznog učinka povezanog s lanjskim snažnim rastom plaća zbog jednokratnih isplata u djelatnosti emitiranja programa. Kada je riječ o realnoj plaći, zbog izraženijih inflatornih pritisaka rast se u prvom tromjesečju usporio na 0,7% u odnosu na prethodno tromjesečje (1,6% u četvrtom tromjesečju 2025. godine). Na godišnjoj razini rast realne plaće usporio se u prvom tromjesečju na 5,7% (6,6% u četvrtom tromjesečju 2025.) te dodatno na 2,4% u travnju.

Slika 3.2.3. Prosječna nominalna i realna plaća
sezonski prilagođeni podaci



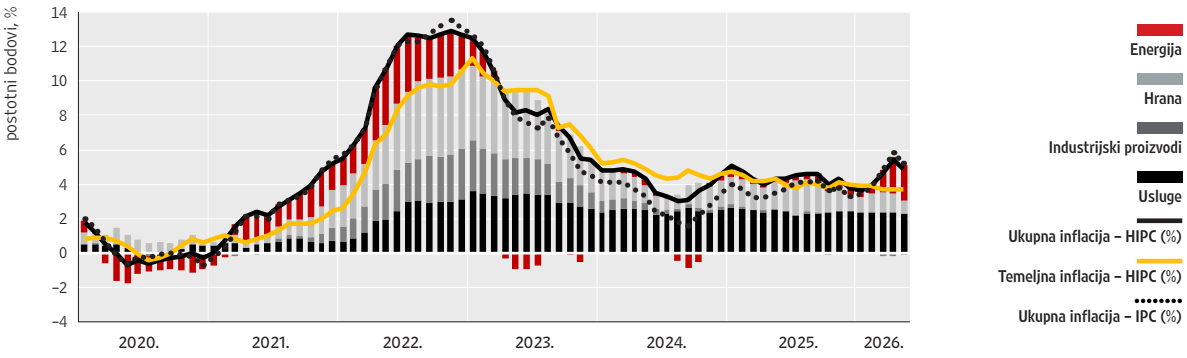
Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2026. odnose se na travanj te je stopa promjene izračunata u odnosu na siječanj (prvi mjesec prvog tromjesečja).
Izvori: DZS; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

3.3. Cjenovna kretanja

Cjenovna kretanja u Hrvatskoj u prvom je dijelu 2026. obilježilo izraženo ubrzavanje ukupne inflacije zbog izbijanja rata na Bliskom istoku i naglog porasta cijena energenata, dok se temeljna inflacija smanjila. Ukupna inflacija mjerena harmoniziranim indeksom

potrošačkih cijena (HIPC-om)[1, 2] kretala se u relativno uskom rasponu prije početka rata na Bliskom istoku uz određene oscilacije zbog kretanja cijena energije i hrane. Tako se u siječnju 2026., nakon prosječno 4,0% u prethodnom tromjesečju, ukupna inflacija usporila na 3,6%, što je bila najniža razina od listopada 2024. godine, no u veljači se blago ubrzala: na 3,9% zbog rasta cijena hrane i energije. Rast cijena energenata na svjetskim tržištima nakon izbijanja rata na Bliskom istoku ubrzao je inflaciju u sljedeća dva mjeseca te je ona u travnju dosegnula 5,4% (Slika 3.3.1.), nakon čega se, zbog usporavanja cijena hrane i blagog smanjenja cijena energije i usluga, u svibnju inflacija ponovno usporila na 4,9%. Više cijene energenata dosad nisu rezultirale znatnijim neizravnim učincima na inflaciju, te su inflacija hrane i temeljna inflacija (koja isključuje kolebljive cijene energije i hrane) u svibnju ove godine bile niže u odnosu na razdoblje prije izbijanja rata na Bliskom istoku. Usporavanje temeljne inflacije odražava godišnji pad cijena industrijskih proizvoda u uvjetima niskih uvoznih pritisaka te usporavanje rasta cijena tržišno određenih usluga, čemu pridonosi slabljenje domaće potražnje i usporavanje rasta troškova rada.

Slika 3.3.1. Pokazatelji inflacije u Hrvatskoj



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

1 Harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HIPC) izračunat je prema harmoniziranom pristupu koji omogućuje usporedivu mjeru inflacije za članice Europske unije, dok je indeks potrošačkih cijena (IPC) nacionalni indeks potrošačkih cijena. IPC i HIPC računaju se na temelju iste reprezentativne košarice dobara i usluga. Osnovna razlika jest u obuhvatu stanovništva (HIPC obuhvaća ukupnu potrošnju institucionalnih kućanstava i nerezidenata na teritoriju Hrvatske i ta potrošnja nije uključena u nacionalni indeks potrošačkih cijena).

2 Od siječnja 2026. godine uvedene su promjene u izračunu HIPC-a. Među najvažnijim promjenama ističe se primjena nove Europske klasifikacije osobne potrošnje prema namjeni, verzija 2. (ECOICOP, ver. 2.). Osim toga, u izračun HIPC-a uključena je nova kategorija, Igre na sreću. Uvođenje nove klasifikacije nije utjecalo na povijesnu vremensku seriju ukupnog HIPC-a (2015. = 100), koja je ostala nepromijenjena do druge decimale. Nadalje, bazna godina za harmonizirane indekse potrošačkih cijena promijenjena je s 2015. = 100 na 2025. = 100. Iako preračun na novo bazno razdoblje za indekse načelno nije utjecao na već objavljene stope promjene, u nekim slučajevima zbog zaokruživanja moglo je doći do vrlo male promjene. Budući da se nacionalni IPC izračunava prema metodologiji koja je u skladu s Eurostatovom metodologijom za harmonizirane indekse potrošačkih cijena, sve su se promjene istodobno primijenile i u nacionalnom IPC-u.

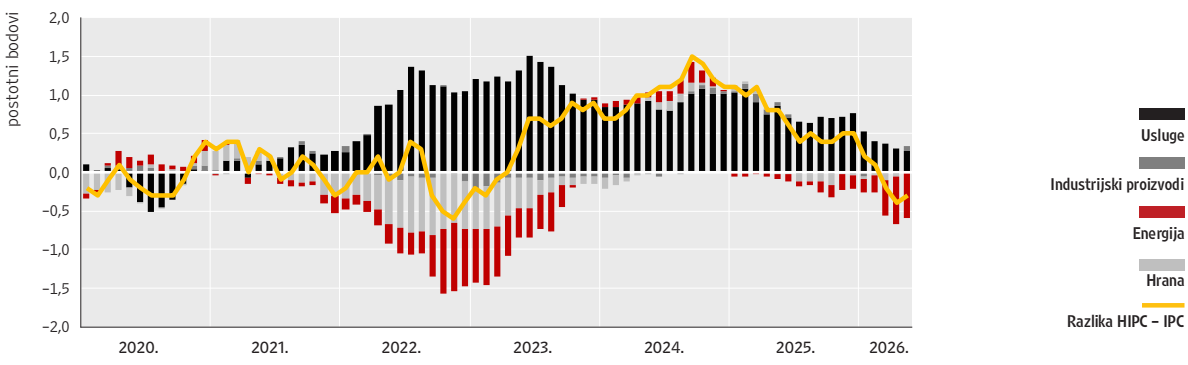
Tablica 3.3.1. Struktura harmoniziranog i nacionalnog indeksa potrošačkih cijena, 2026.

u %	HIPC	IPC
Energija	12,2	15,7
Hrana	29,0	31,9
Prerađeni prehrambeni proizvodi	21,4	22,7
Neprerađeni prehrambeni proizvodi	7,6	9,2
Temeljna inflacija	58,8	52,5
Industrijski proizvodi	26,0	26,9
Usluge	32,8	25,5
Ugostiteljske usluge	8,5	4,6
Usluge smještaja	4,1	0,9
Ostale usluge	20,2	20,0

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

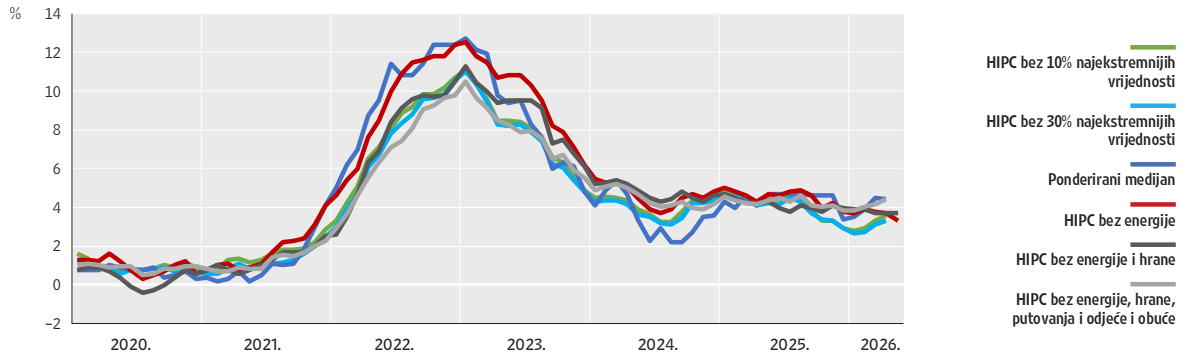
Intenzitet ubrzavanja inflacije bio je izraženiji promatra li se nacionalni pokazatelj (IPC), što uvelike odražava u strukturi potrošačke košarice rezidenata veći udio energenata i administrativno određenih cijena, čije su cijene snažno porasle, odnosno manji udio usluga povezanih s turizmom, čiji se rast cijena usporava. Inflacija mjerena IPC-om u prvih se pet mjeseci 2026. ubrzala više od inflacije mjerene HIPC-om, s 3,3% u prosincu 2025. na 5,2% u svibnju 2026. te je IPC premašio HIPC prvi put od početka 2023. godine (Slika 3.3.2.). Viša inflacija mjerena nacionalnim u odnosu na harmonizirani indeks odražava razlike u strukturi košarice dobara i usluga za njihove izračune (Tablica 3.3.1.). Pritom se recentno ubrzavanje rasta cijena energije snažnije odražava na IPC zbog većeg udjela energije u odnosu na HIPC. Zbog drugačije strukture potrošnje istodobno i rast pojedinih administrativno reguliranih cijena usluga ima snažniji učinak na IPC nego na HIPC, dok se postupno usporavanje rasta cijena usluga vezanih uz turizam više odražava na HIPC nego na IPC. U skladu s time inflacija cijena usluga, promatra li se IPC, primjetno se ubrzala, sa 6,3% u prosincu 2025. na 7,9% u svibnju 2026., s time da je doprinos cijena usluga ukupnoj inflaciji mjerenoj IPC-om u travnju i svibnju bio manji od doprinosa cijena energije.

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



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

Slika 3.3.3. Pokazatelji temeljne inflacije u Hrvatskoj



Napomena: Srednja vrijednost bez najekstremnijih vrijednosti (engl. *trimmed mean*) isključuje 5% (15%) komponenata (od ukupno 107 komponenata) s najvećim i najmanjim godišnjim stopama promjene. Ponderirani medijan isključuje sve osim ponderirane srednje točke distribucije promjena cijena.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

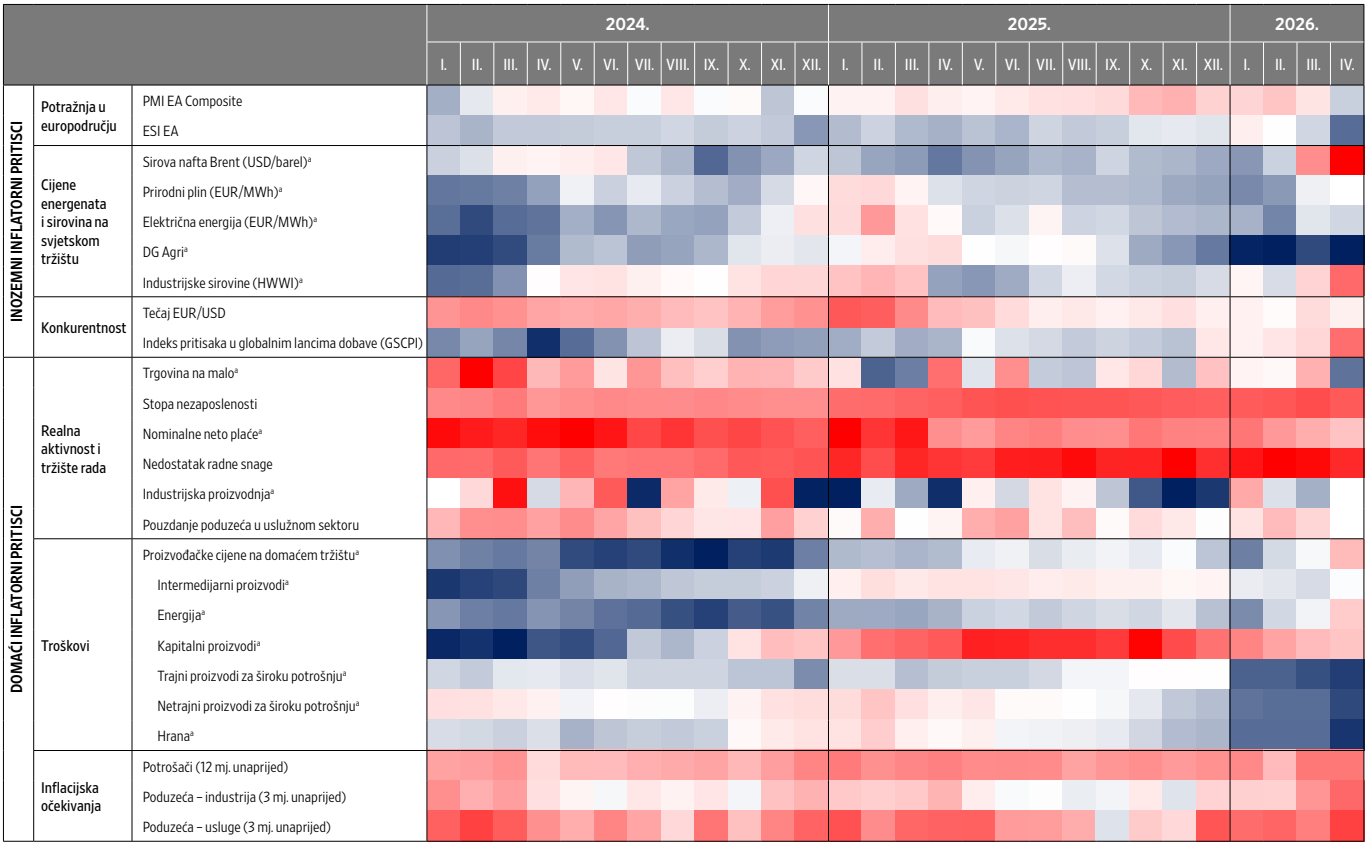
Ubrzavanje ukupne inflacije (HIPC) u prvom dijelu 2026. rezultat je primjetnog ubrzavanja inflacije cijena energije. Inflacija cijena energije u Hrvatskoj je i prije izbijanja rata na Bliskom istoku bila iznad prosjeka europodručja kao odraz rasta administrativno reguliranih cijena plina, električne i toplinske energije, odnosno kasnijeg povlačenja energetskih subvencija u odnosu na druge zemlje. Snažno ubrzavanje inflacije cijena energije s 3,9% u veljači 2026. na 17,5% u travnju bilo je rezultat izraženog poskupljenja maloprodajnih cijena naftnih derivata, pri čemu su rast tih cijena ublažile mjere Vlade. Premda se inflacija cijena energije usporila na 16,9% u svibnju, i nadalje snažno pridonosi rastu potrošačkih cijena, tj. njezin se doprinos ukupnoj inflaciji u travnju i svibnju povećao na 2,1 postotni bod, što je najveći doprinos od kraja 2022. godine i tek nešto manji od doprinosa cijena usluga.

Nakon što se ubrzala s 3,4% u prosincu 2025. na 4,0% u ožujku 2026. godine, inflacija cijena hrane do svibnja se primjetljivo usporila, na 2,5%, najnižu razinu od sredine 2024. godine. Usporavanju inflacije cijena hrane pridonijeli su i prerađeni i neprerađeni prehrambeni proizvodi. Popuštanje tekućih pritisaka na cijene hrane može se povezati s ranijim padom cijena određenih prehrambenih sirovina na svjetskom i europskom tržištu, godišnjim padom proizvođačkih cijena u prehrambenoj industriji te usporavanjem rasta plaća koje s jedne strane ublažava troškovne pritiske i ujedno s druge strane ublažava pritiske na potražnoj strani. Takva kretanja pokazuju da zasad nema naznaka znatnog prelijevanja viših cijena energije i ostalih ulaznih troškova u proizvodnji, poput umjetnih gnojiva, na cijene hrane.

Nakon što se u drugoj polovini 2025. kretala oko prosječno 4,0%, temeljna se inflacija u prvih pet mjeseci 2026. blago smanjila te od ožujka ove godine stagnira na 3,7%. Usporavanju temeljne inflacije pridonijele su obje njezine glavne komponente. Tako se u uvjetima niskih uvoznih pritisaka godišnja stopa promjene cijena industrijskih proizvoda usporila s 0,0% u prosincu 2025. na –0,7% u ožujku i travnju 2026. godine, uz blagi porast na –0,5% u svibnju. Detaljni podaci dostupni zaključno s travnjem pokazuju da su usporavanju inflacije cijena industrijskih proizvoda u dotadašnjem dijelu 2026. najviše pridonijeli odjeća, zatim lijekovi, a u manjoj mjeri i nova motorna vozila. Inflacija cijena usluga od kolovoza 2025. uz manje se oscilacije kretala oko prosječno 7,2%, a u svibnju 2026. usporila se na 7,0%, pri čemu su usluge nastavile biti komponenta s najvećim pojedinačnim doprinosom ukupnoj inflaciji.

Struktura inflacije cijena usluga, uz postupno usporavanje tržišno određenih cijena usluga i ubrzavanje inflacije cijena administrativno reguliranih cijena usluga, detaljnije se razmatra u Okviru 2. *Uloga tržišno određenih i administrativno reguliranih cijena u recentnom kretanju inflacije cijena usluga u Hrvatskoj*. Povišena inflacija cijena usluga odražava i nadalje solidnu domaću potražnju u uvjetima relativno snažnog rasta troškova rada, iako pritisci s tržišta rada postupno popuštaju (Slika 3.3.4.). Kretanje alternativnih pokazatelja temeljne inflacije, koji isključuju određene kolebljive komponente, nije bilo ujednačeno. Iako su se navedeni pokazatelji uglavnom povećali u odnosu na sam kraj 2025. godine, i nadalje su nešto niži od prosjeka druge polovine prošle godine (Slika 3.3.3.).

Slika 3.3.4. Pokazatelji inozemnih i domaćih pritisaka na cijene



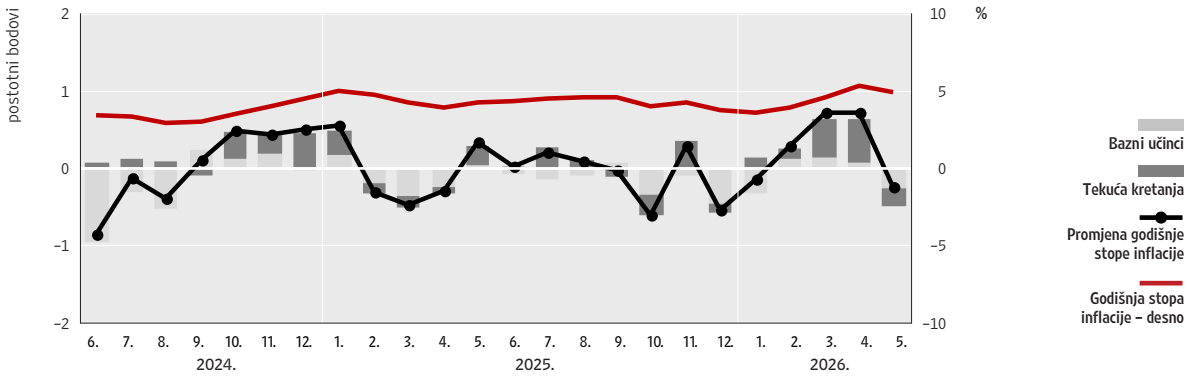
a Godišnja stopa promjene
Napomena: Nedostatak radne snage omjer je stope slobodnih radnih mjesta i stope registrirane nezaposlenosti. Serije PMI EA Composite i ESI EA nakon standardiziranja korigirane su kako bi neutralna vrijednost bila prikazana bijelom bojom. Crvena (plava) boja označuje pozitivno (negativno) odstupanje vrijednosti u pojedinom mjesecu u odnosu na prosjek 2010. — 2025. (izražen brojem standardnih devijacija), pri čemu intenzitet nijanse boje upućuje na veličinu odstupanja naviše (naniže) u odnosu na prosjek.
Izvori: ESB; Eurostat; Bloomberg; NY Fed; HWWI; DZS; Ipsos

Ubrzavanje ukupne inflacije u prvih pet mjeseci 2026. poglavito odražava izražene tekuće pritiske[3] koji su ograničeni u segmentu cijena energije nakon izbijanja rata na Bliskom istoku. Tekući pritisci na potrošačke cijene bili su tijekom 2025. manje izraženi nego prethodne godine, a zadržali su se na umjerenoj razini i početkom 2026. Vanjski šok cijena energije nakon izbijanja rata na Bliskom istoku stvorio je u ožujku i travnju snažne tekuće pritiske,

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

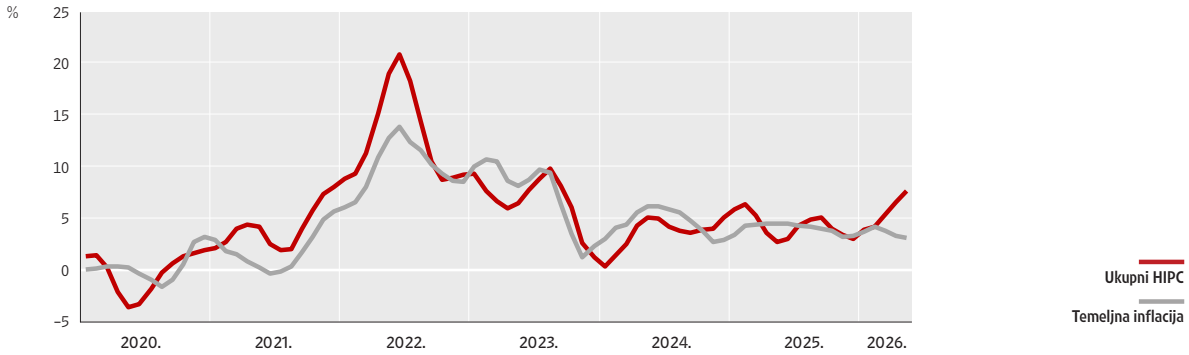
koji su u svibnju popustili (Slika 3.3.5.). Jačanje tekućih pritisaka primjetno je i u rastu kratkoročnog pokazatelja ukupne inflacije (Slika 3.3.6.), tzv. zamaha (odnosno tromjesečne stope promjene izračunate iz sezonski prilagođenih podataka i izražene na godišnjoj razini).

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



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

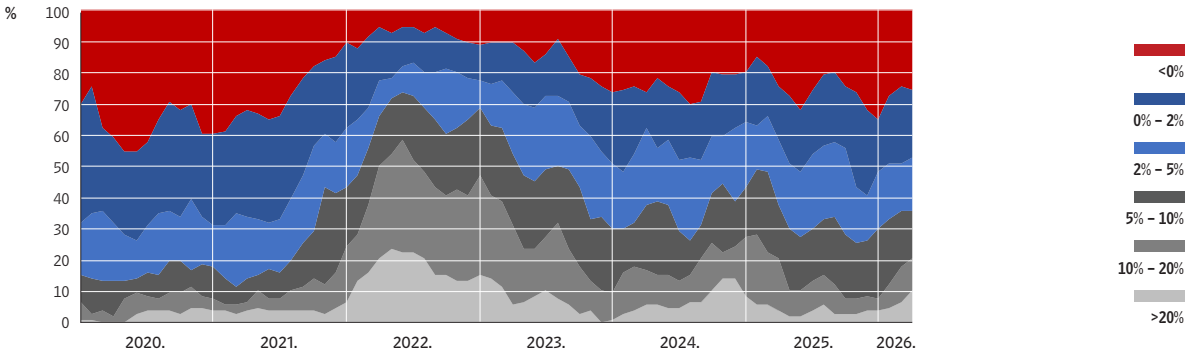
Slika 3.3.6. Zamasi (momenti) ukupne i temeljne inflacije



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

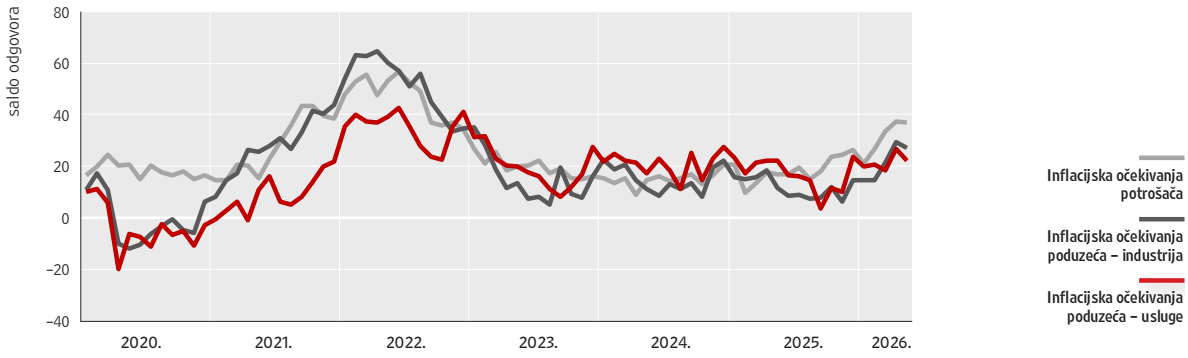
Rasprostranjenost inflacije i nadalje je manja nego prethodne godine, ali su se povećala kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća. Udio potkomponenata u indeksu potrošačkih cijena, čija je tromjesečna stopa promjene izražena na godišnjoj razini bila veća od 2%, u travnju 2026. iznosila je 52,3%, što je manje nego prošle godine (Slika 3.3.7.). Međutim, u prvih pet mjeseci 2026. povećala su se kratkoročna inflacijska očekivanja poduzeća i u uslužnom sektoru i u industriji, gdje je dosegnuta najviša razina od početka 2023. godine. Također je vidljiv rast kratkoročnih inflacijskih očekivanja potrošača (Slika 3.3.8.).

Slika 3.3.7. Rasprostranjenost inflacije potrošačkih cijena



Napomena: Slika prikazuje udio broja proizvoda čije su se cijene promijenile u određenom rasponu u ukupnom broju proizvoda, a prema anualiziranim tromjesečnim stopama promjene sezonski prilagođenih indeksa cijena 107 komponenata harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

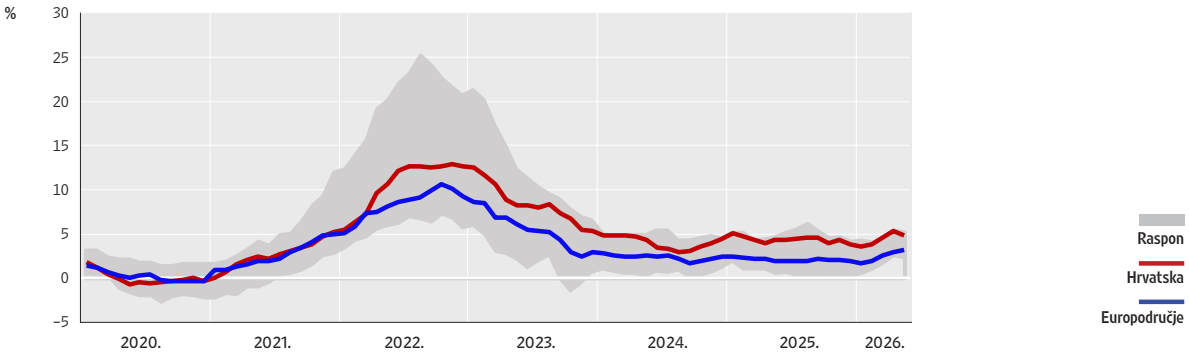
Slika 3.3.8. Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća



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

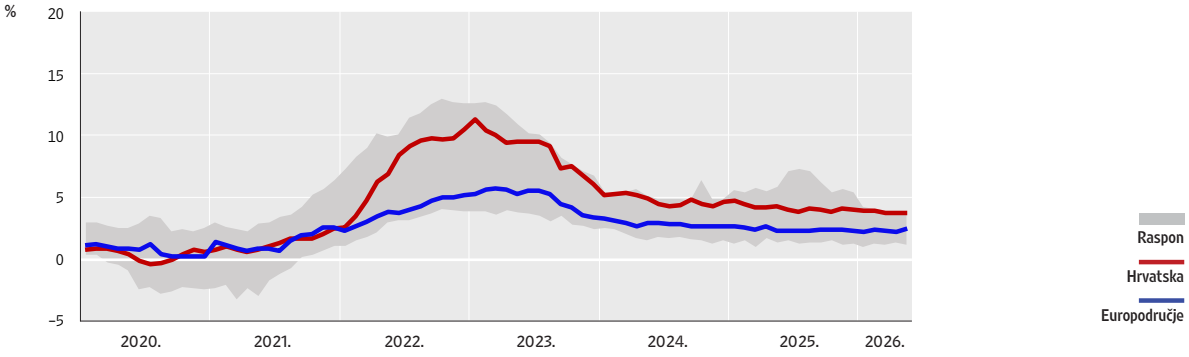
Inflacija u Hrvatskoj u prva se četiri mjeseca 2026. ubrzala više od inflacije na razini cijelog europodručja, no u svibnju se inflacijski diferencijal ponovno spustio na razine s kraja prošle godine. U travnju 2026. ukupna je inflacija u Hrvatskoj bila za 2,4 postotna boda viša od prosjeka europodručja (Slika 3.3.9.), u usporedbi s razlikom od 1,8 postotnih bodova u prosincu 2025. godine. Povećanje inflacijskog diferencijala u tom razdoblju poglavito je odražavalo snažnije ubrzavanje inflacije cijena energije kao i veći ponder energije u potrošačkoj košarici u Hrvatskoj u odnosu na prosjek europodručja. Međutim, u svibnju se inflacijski diferencijal znatno smanjio, na 1,7 postotnih bodova, jer se inflacija na razini cjelokupnog europodručja ubrzala, dok se u Hrvatskoj usporila. Na smanjivanje inflacijskog diferencijala u svibnju djelovalo je izraženije usporavanje inflacije cijena hrane u Hrvatskoj, praćeno usporavanjem inflacije cijena usluga u Hrvatskoj, a na razini cjelokupnog europodručja ona se ubrzala. Temeljna je inflacija u svibnju 2026. u Hrvatskoj premašivala onu na razini prosjeka europodručja za 1,2 postotna boda (Slika 3.3.10.), što je za 0,5 postotnih bodova manje od razlike iz prosinca prošle godine.

Slika 3.3.9. Usklađenost ukupne inflacije u Hrvatskoj i europodručju



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

Slika 3.3.10. Usklađenost temeljne inflacije u Hrvatskoj i europodručju



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

Okvir 1.

Što milijuni cijena govore o inflaciji

Razvijen je novi sustav za brzu procjenu (engl. *nowcast*) inflacije cijena hrane koji omogućuje znatno preciznije praćenje u stvarnom vremenu. Nakon odluke Vlade kojom se trgovci na malo obvezuju redovito objavljivati ažurirane cjenike ("Izraelski model transparentnosti cijena"), dostupna je postala velika količina podataka o maloprodajnim cijenama koji mogu biti korisni za praćenje inflacije. U HNB-u je tako konstruiran novi model temeljen na tom velikom skupu podataka. Brza procjena inflacije cijena hrane temeljena na novom modelu pokazala se u posljednjih godinu dana znatno preciznijom od postojećih modela: pogreška procjene smanjena je na ±0,5 p. b., dok je pogreška dosadašnjeg modela dosezala i do 1,3 p. b. Najveća su odstupanja zabilježena upravo u kategorijama poput kruha i vina, što može proizlaziti iz specifičnog utjecaja lokalnih prodajnih mjesta izvan velikih trgovačkih lanaca.

Ažurno praćenje cijena hrane važno je jer visoka kolebljivost tih cijena i znatan udio hrane u potrošnji izravno utječu na kupovnu moć i inflacijska očekivanja, što naposljetku određuje i preciznost projekcija inflacije. Naime, hrana i bezalkoholna pića čine oko četvrtine potrošačke košarice u Hrvatskoj, a kako se kupuju svakodnevno, potrošači upravo iz kretanja tih cijena formiraju svoju percepciju o ukupnoj inflaciji.[4] Uz to, podložne su brzim i nepredvidivim promjenama zbog globalnih poremećaja u lancima opskrbe, ali i sve izraženijih klimatskih promjena te ekstremnih meteoroloških prilika koje izravno utječu na poljoprivrednu proizvodnju.[5] Razvoj naprednih sustava za brzu procjenu (tzv. *nowcasting*), koji se oslanjaju na visokofrekventne mikropodatke u stvarnom vremenu, stoga postaje neophodan alat za preciznije praćenje inflacije. Takav analitički pristup ujedno omogućuje usporedbu kretanja cijena po mjestima u Republici Hrvatskoj koja imaju trgovačke lance obuhvaćene odlukom o transparentnosti maloprodajnih cjenika. Nadalje, nudi i mogućnost detaljnog praćenja politika formiranja cijena trgovačkih lanaca na vrlo visokoj vremenskoj frekvenciji, i to na razini pojedinačnih proizvoda u svakom pojedinom dućanu.

Raspoloživost dnevnih podataka o maloprodajnim cijenama u trgovačkim lancima ublažava probleme kašnjenja i malog uzorka s kojima su se suočavali dosadašnji modeli za brzu procjenu inflacije cijena hrane. Dosadašnji modeli oslanjali su se na komercijalne baze podataka o cijenama proizvoda u trgovačkim lancima, koje su obično bile raspoložive uz znatno vremensko kašnjenje, ili na podatke prikupljene s internetskih stranica nekoliko trgovaca, što pruža tek djelomičan uvid u cjenovna kretanja. Slijedom Vladine odluke[6] o transparentnosti cijena najveći trgovci na malo dužni su javno objavljivati svoje cjenike. Iz tih se javno dostupnih izvora svakog jutra automatizirano prikupljaju podaci iz oko 950 poslovnica

4 https://www.hnb.hr/-/inflacija-i-percepcija-inflacije-u-hrvatskoj

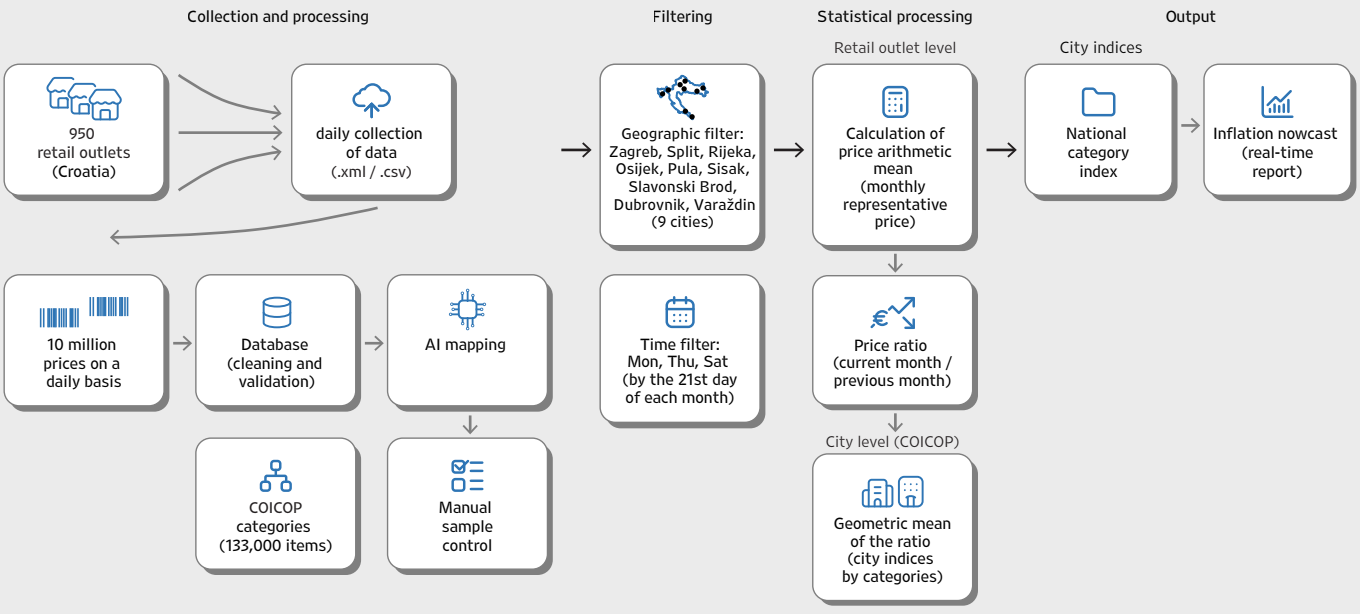
5 https://www.hnb.hr/-/vino-i-cokolada-kakva-je-veza-globalnih-poremecaja-s-domacim-cijenama-hrane

6 NN, br. 75/2025. (2. 5. 2025.)

diljem Hrvatske. Od sredine svibnja 2025. svakodnevno je dostupna velika količina podataka o maloprodajnim cijenama u strojno čitljivom formatu. Tako su svakodnevno raspoloživi podaci o cijenama oko 10 milijuna proizvoda, što omogućuje pravodoban i opsežan uvid u stanje na tržištu.

Repliciranje pokazatelja inflacije cijena hrane koji kompilira DZS na temelju dnevnih podataka o pojedinačnim cijenama zahtijeva usklađivanje vremenskog i geografskog obuhvata kao i agregiranje tih cijena u skladu s metodologijom DZS-a. Replikacija pokazatelja inflacije slijedi četiri koraka (Slika 1.). Kako bi se uskladio geografski i vremenski obuhvat, u izračun ulaze isključivo podaci iz devet gradova (Zagreb, Split, Rijeka, Osijek, Slavonski Brod, Pula, Sisak, Dubrovnik i Varaždin) prikupljeni zaključno s 21. danom u mjesecu. Budući da statistički ponderi ne postoje na razini pojedinačnih elementarnih agregata, već isključivo na razini širih ECOICOP skupina proizvoda, potrebno je grupirati artikle prema pripadajućim ECOICOP skupinama. Otprilike 133 tisuće jedinstvenih proizvoda grupirano je u 84 ECOICOP kategorije prehrambenih proizvoda korištenjem velikoga jezičnog modela (engl. LLM), koji je na temelju naziva proizvoda automatski odredio pripadajuću skupinu. Provjere na manjem uzorku pokazale su da je model ispravno mapirao pojedine artikle u skupine u više od 90% slučajeva. Budući da nije poznato koje konkretne proizvode DZS snima na terenu unutar određene ECOICOP skupine, izračunata je geometrijska sredina mjesečne promjene prosječne cijene svakog pojedinog artikla u određenom dućanu.

Slika 1. Proces obrade podataka

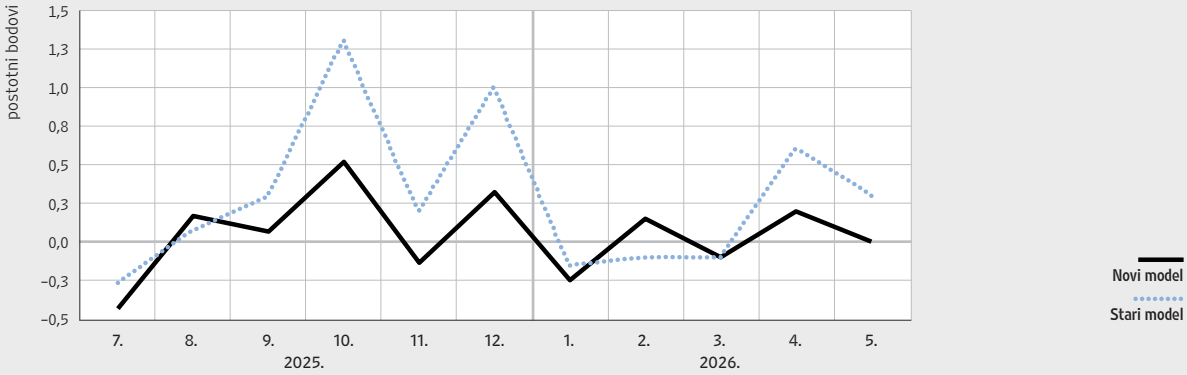


Izvor: HNB

Usporedba uspješnosti procjena novog sustava u odnosu na dosadašnje modele (Slika 2.) **pokazuje znatan napredak u preciznosti.** Veća preciznost modela posljedica je znatno većeg opsega prikupljenih podataka, što uključuje širu geografsku pokrivenost te veći broj praćenih trgovačkih lanaca i njihovih poslovnica. Napretku je pridonijela i primjena LLM-a za klasifikaciju proizvoda, čime je zamijenjen dosadašnji, manje precizan pristup u kojemu

se koristila rudimentarnija metoda razvrstavanja proizvoda. Preciznost procjena testirana je simulacijama izvan uzorka (engl. *out-of-sample*), pri čemu su u izračun za svaki mjesec ulazili isključivo podaci raspoloživi zaključno s 21. danom. Novi sustav smanjuje raspon pogrešaka procjene u odnosu na model koji se otprije koristi na ±0,5 p. b., dok je pogreška dosadašnjeg modela dosezala i do 1,3 p. b.

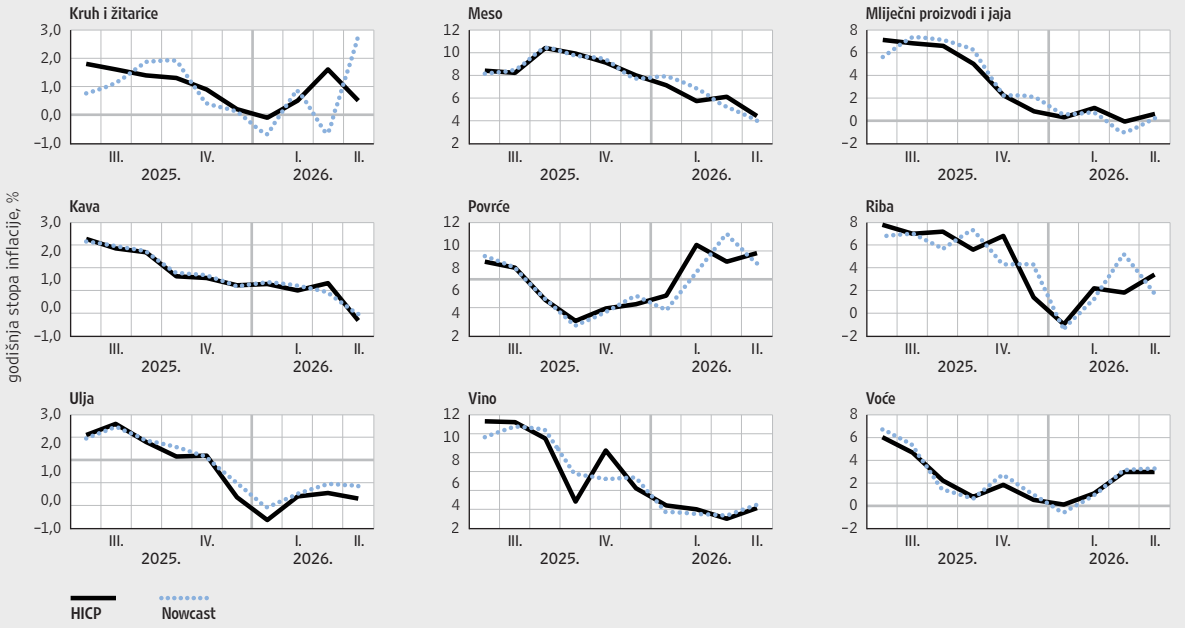
Slika 2. Usporedba uspješnosti modela



Napomena: Prikazana su odstupanja procijenjene godišnje stope inflacije od realizirane u postotnim bodovima. Od siječnja 2026. prikazani su rezultati modela po novoj ECOICOP 2 klasifikaciji.
Izvor: maloprodajni cjenici, Eurostat

Preciznost procjene varira među različitim skupinama proizvoda, a ponajviše ovisi o homogenosti kategorije i udjelu prodaje izvan velikih trgovačkih lanaca (Slika 3.)**.** Model postiže bolje rezultate u relativno homogenim kategorijama poput mesa, mliječnih proizvoda i jaja, kave te ulja i masti. Relativno visoka preciznost procjene inflacije u ovim skupinama proizlazi iz činjenice da je riječ o standardiziranim proizvodima koji se uglavnom prodaju u trgovačkim lancima. Povremena veća odstupanja primarno su uzrokovana naglim promjenama sezonskog asortimana u kategorijama voća i povrća te slabijom prognostičkom preciznošću u kategorijama kruha, vina i ribe. Takvi rezultati mogu odražavati i snimanje cijena izvan velikih trgovačkih lanaca. Na primjer, na kretanje cijena kruha mogu znatno utjecati lokalne pekarnice koje nemaju obvezu svakodnevne objave cijena na internetu, a kod vina dodatni problem u repliciranju indeksa stvara velik broj proizvoda na tržištu i njihova heterogenost. Uz to, cijene svježe ribe te voća i povrća snažno ovise o sezonskim promjenama i dnevnoj ponudi na lokalnim tržnicama i ribarnicama. Upravo ta raznolikost prodajnih mjesta i samih proizvoda otežava brzu procjenu inflacije isključivo na temelju podataka o cijenama iz velikih trgovačkih lanaca.

Slika 3. Usporedba procijenjene i ostvarene inflacije po sastavnicama



Napomena: Od siječnja 2026. prikazani su rezultati modela po novoj ECOICOP 2 klasifikaciji.
Izvor: maloprodajni cjenici, Eurostat

Novi sustav brze procjene analitički je iskorak za praćenje inflacije u stvarnom vremenu. Iako izračun zasnovan isključivo na cijenama iz velikih trgovačkih lanaca nosi određena metodološka ograničenja, ponajprije kod artikala koji se često kupuju na lokalnim tržnicama i u specijaliziranim trgovinama, pouzdanost modela iznimno je visoka. Kombinacijom velikih skupova ažurnih podataka i umjetne inteligencije uspješno su prevladani dosadašnji problemi kašnjenja i malog uzorka s kojima su se suočavali dosadašnji modeli. Naposljetku, ovaj napredni pristup ne samo da omogućuje brže prepoznavanje inflacijskih trendova nego osigurava i kvalitetnu informacijsku osnovu za dodatne ekonomske analize.

Okvir 2.

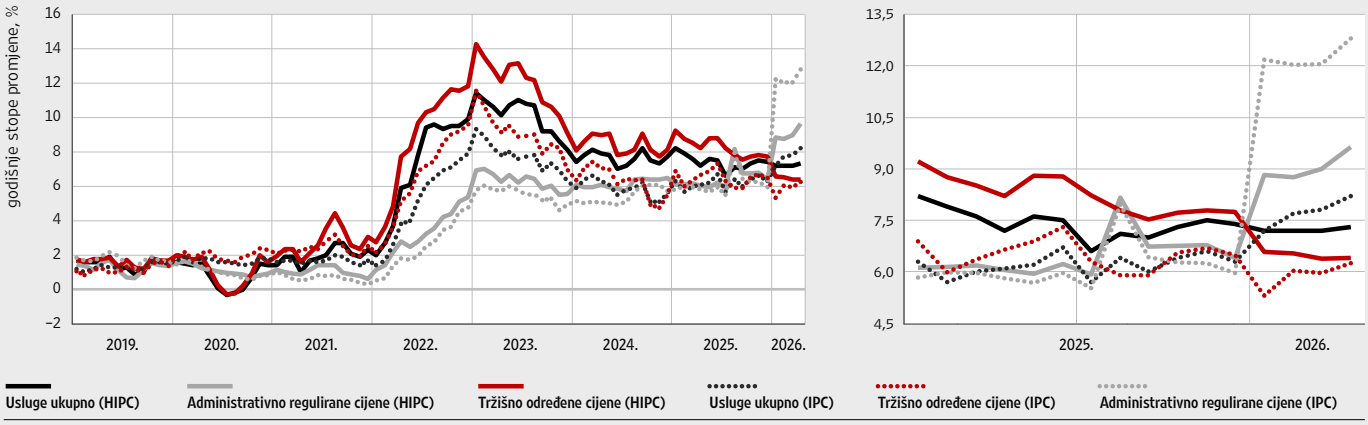
Uloga tržišno određenih i administrativno reguliranih cijena u recentnom kretanju inflacije cijena usluga u Hrvatskoj

Inflacija cijena usluga u Hrvatskoj znatno se usporila u odnosu na vrhunac od 11,4% (HIPC) u siječnju 2023., ali se zadržava na relativno povišenoj razini. Nakon što se u srpnju 2025. spustila na 6,6%, ponajprije zahvaljujući smanjenju doprinosa tržišno određenih cijena usluga, inflacija cijena usluga ponovno se ubrzala na razine iznad 7%. Takva kretanja pritom su rezultat ubrzavanja inflacije administrativno reguliranih cijena usluga, dok se inflacija tržišno određenih cijena nastavila usporavati. Premda se inflacija cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja znatno smanjila, te pritom dala najveći doprinos usporavanju inflacije tržišno određenih cijena usluga, i nadalje je među najvišima u europodručju.

Od početka 2026. inflacija cijena usluga u Hrvatskoj stagnira na povišenoj razini, pri čemu se znatno mijenja njezina struktura pa inflaciji sve manje doprinose cijene usluga koje se određuju na tržištu, dok se povećalo značenje inflacije administrativno reguliranih cijena. Inflacija cijena usluga znatno se usporila nakon vrhunca dosegnutog početkom 2023.[7] Nakon što je u siječnju 2023. iznosila 11,4%, inflacija cijena usluga, mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC), postupno se smanjivala te je u srpnju 2025. dosegnula 6,6% (Slika 1.). Nakon toga inflacija cijena usluga ubrzala se, a u prva četiri mjeseca 2026. stagnirala na razini od 7,2% do 7,3%. Takva recentna kretanja odražavaju različitu dinamiku inflacije tržišno određenih i administrativno reguliranih cijena usluga, pri čemu inflacija cijena tržišnih usluga postupno opada, a inflacija administrativno reguliranih cijena usluga raste.

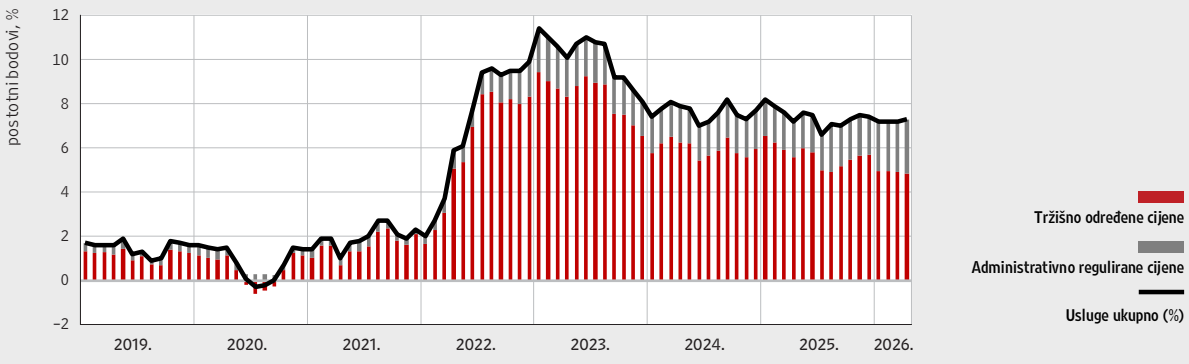
7 Više o kretanju inflacije cijena usluga u prva četiri mjeseca 2023. vidi u Okviru 1. Recentno kretanje inflacije cijena usluga, Makroekonomska kretanja i prognoze, br. 14, lipanj 2023.

Slika 1. Inflacija tržišno i administrativno određenih cijena usluga (HIPC i IPC)



Napomena: HIPC, za razliku od IPC-a, obuhvaća potrošnju stranih gostiju i institucionalnih kućanstava (poput obrazovnih, zdravstvenih, vjerskih institucija i sl.).
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 2. Doprinosi tržišno i administrativno određenih cijena inflaciji cijena usluga (HIPC)



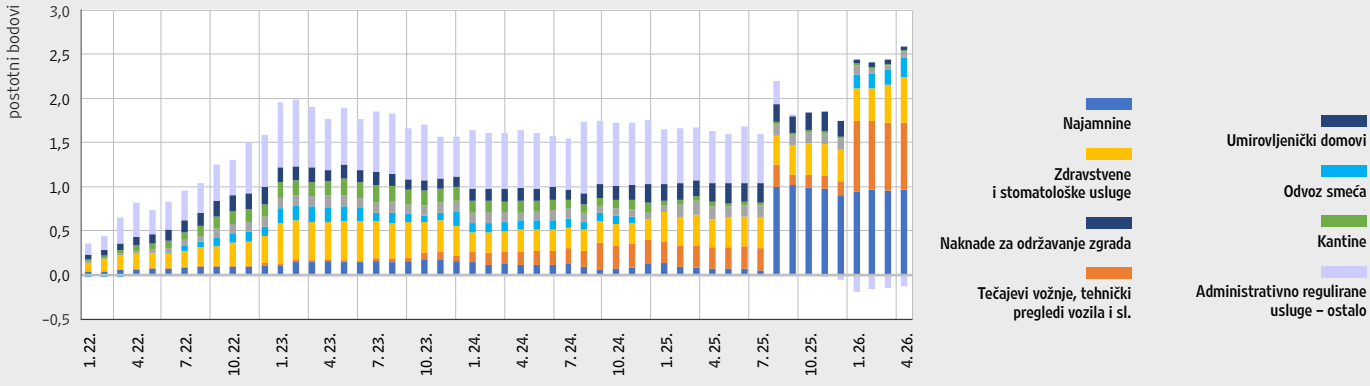
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Inflacija administrativno reguliranih cijena usluga[8] znatno se ubrzala od sredine prošle godine te se njezin doprinos ukupnoj inflaciji cijena usluga povećao gotovo za jedan postotni bod u odnosu na srpanj 2025. Inflacija administrativno reguliranih cijena nakon povećanja tijekom 2022. bila je relativno stabilna na povišenim razinama, što se, između ostalog, može povezati s prelijevanjem viših troškova energije i hrane, koje se, primjerice, odrazilo na rast cijena usluga umirovljeničkih domova te kantina na sveučilištima i u školama. Inflacija administrativno reguliranih cijena usluga u okviru HIPC-a tako je u srpnju 2025. iznosila 5,9%. No, od sredine prošle godine vidljivo se ubrzava pa se u kolovozu 2025. godine povećala na 8,1%, a u travnju 2026. dosegnula 9,6%. Time je premašila inflaciju tržišno određenih cijena usluga, od koje je kontinuirano bila niža do početka ove godine, za 3,2 postotna boda. Recentno ubrzavanje inflacije administrativno reguliranih usluga ponajprije je povezano s rastom

8 Administrativno regulirane cijene usluga čine oko četvrtine košarice za izračun indeksa cijena usluga u Hrvatskoj te se dijele na potpuno administrativno regulirane i pretežno administrativno regulirane cijene. Potpuno administrativno regulirane cijene odnose se na usluge čije cijene izravno određuju državna uprava na nacionalnoj, regionalnoj ili lokalnoj razini te regulatorne agencije. U Hrvatskoj su u ovu potkomponentu u 2026. bili uključeni, primjerice, najamnine za stalno boravište, usluge domova za starije osobe, tečajevi vožnje, vozački ispiti, dozvole i tehnički pregledi vozila. U pretežno administrativno regulirane cijene ubrajaju se usluge na čije određivanje cijena državna uprava ili regulatori imaju značajan utjecaj, primjerice na osnovi obveze prethodnog odobrenja promjene cijena ili određivanja donje odnosno gornje granice cijena. U tu skupinu ubrajaju se, među ostalim, cijene odvoza otpada, vrtića te hrane u kantinama na sveučilištima i u školama.

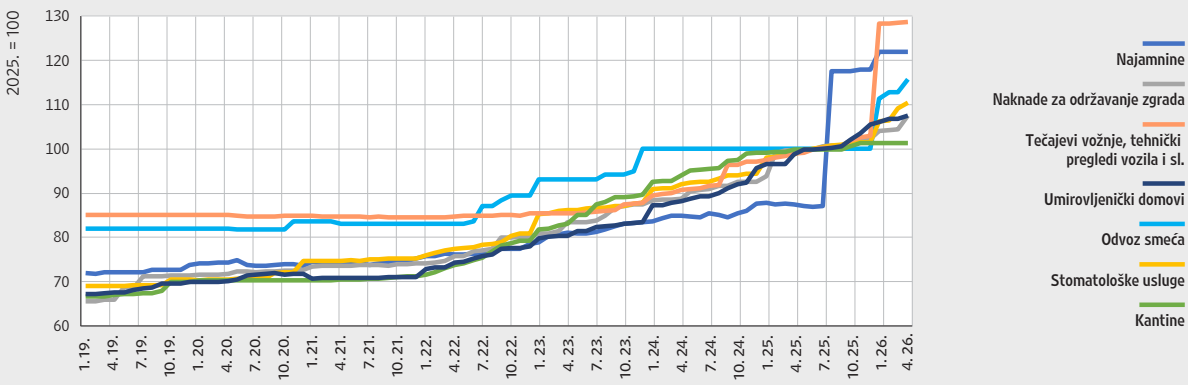
cijena najamnina[9] u kolovozu 2025. te tehničkog pregleda vozila početkom 2026. (Slika 4.). Tako se doprinos najamnina inflaciji cijena usluga povećao s 0,1 postotnog boda u srpnju na 1,0 postotni bod u kolovozu 2025. Nadalje, doprinos komponente tečajevi vožnje, tehnički pregled vozila i slične usluge povećao se s 0,2 postotna boda u prosincu 2025. na 0,8 postotnih bodova u siječnju 2026. (Slika 3.). Učinak na usluge u sklopu IPC-a još je izraženiji s obzirom na veće značenje usluga čije se cijene administrativno reguliraju u potrošnji rezidenata.[10]

Slika 3. Doprinosi potkomponenata administrativno reguliranih cijena inflaciji cijena usluga (HIPC)



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 4. Kretanje izabranih administrativno reguliranih cijena usluga (HIPC)



Izvor: Eurostat

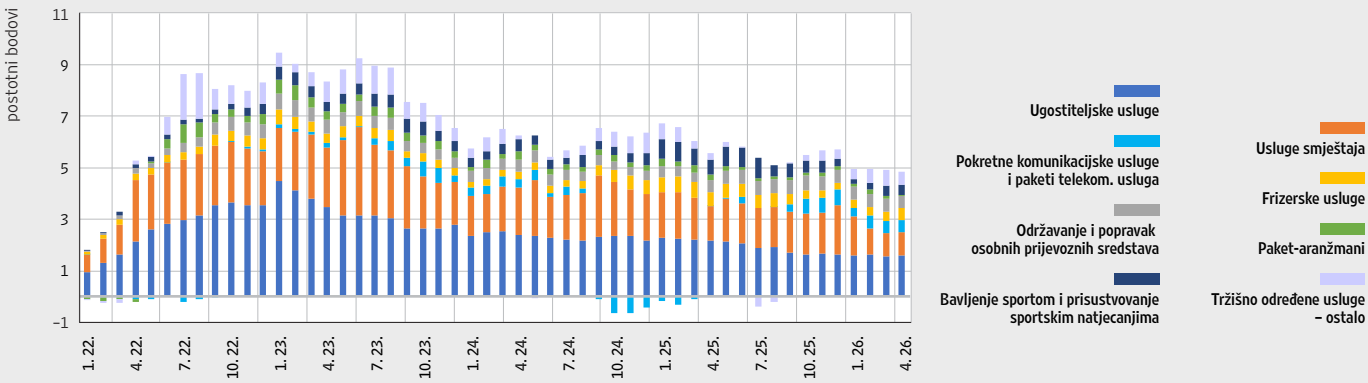
Nasuprot inflaciji administrativno reguliranih cijena, inflacija tržišno određenih cijena usluga slabi od početka godine. Inflacija tržišno određenih cijena usluga tako se smanjila s 14,3% u siječnju 2023. na 7,7% u prosincu 2025., odnosno na 6,4% u travnju 2026., pri čemu

9 U Zagrebu se od 1. srpnja 2025. na najmoprimce koji zadovoljavaju kriterije za priuštivo stanovanje počeo primjenjivati model u kojem se najamnina određuje na temelju prihoda kućanstva, a ne kao dotad na temelju kvadrature stana, što je dovelo do porasta najamnina. Istodobno, najamnina za socijalno ugrožene najmoprimce ostala je nepromijenjena.

10 Promatra li se nacionalni indeks potrošačkih cijena (IPC), vidljivo je da je ubrzanje godišnjeg rasta administrativno reguliranih cijena usluga tijekom prva četiri mjeseca 2026. bilo izraženije nego u HIPC-u, ponajprije zbog većeg udjela određenih komponenata čije su cijene snažno porasle (primjerice tečajeva vožnje i tehničkog pregleda vozila u siječnju). Istodobno je usporavanje godišnjeg rasta tržišno određenih cijena bilo manje izraženo zbog manjeg udjela usluga smještaja, koje su najviše pridonijele usporavanju rasta tih cijena u HIPC-u. Stoga se, promatra li se IPC, tijekom prva četiri mjeseca 2026. ukupna inflacija cijena usluga ubrzala.

se njihov doprinos ukupnoj inflaciji cijena usluga smanjio s 9,4 na 4,8 postotnih bodova (Slika 5.). Promatra li se po komponentama, najveći doprinos usporavanju inflacije tržišnih cijena usluga s vrhunca zabilježenog u siječnju 2023. dale su ugostiteljske usluge i usluge smještaja. Unatoč tome, inflacija tržišno određenih cijena usluga ostala je nešto povišena, što pokazuje i nadalje prisutne inflacijske pritiske, osobito one povezane s rastom plaća i domaće potražnje za uslugama. Troškovi rada nastavljaju razmjerno snažno rasti, premda nešto sporijim intenzitetom nego u prethodne dvije godine, što se, zbog veće osjetljivosti cijena usluga na rast plaća u odnosu na ostale komponente te u uvjetima solidne domaće potražnje, odražava na povišenu inflaciju cijena usluga.

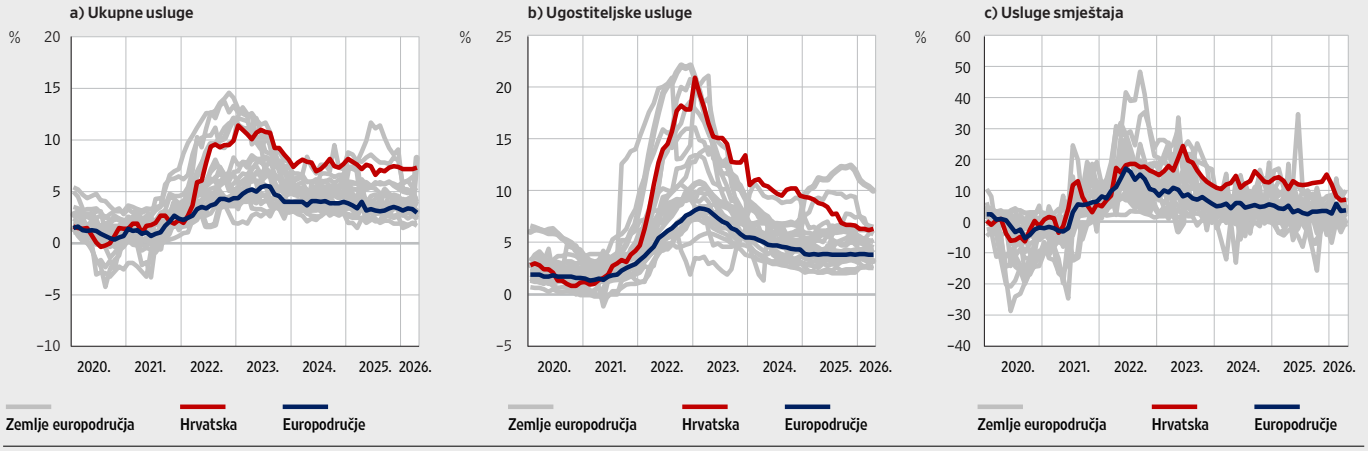
Slika 5. Doprinosi potkomponenata tržišno određenih cijena inflaciji cijena usluga (HIPC)



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

U drugim zemljama europodručja inflacija cijena usluga također se usporavala do travnja 2026., nakon vrhunca ostvarenog krajem 2022. ili početkom 2023., pri čemu je intenzitet tog usporavanja u Hrvatskoj bio među najizraženijima, ali je unatoč tome inflacija cijena usluga i nadalje među najvišima u europodručju (Slika 6.a). Premda su najveći doprinos usporavanju inflacije tržišno određenih cijena usluga dale ugostiteljske usluge i usluge smještaja, njihov je godišnji rast cijena još uvijek povišen. U travnju 2026. višu godišnju stopu rasta cijena ugostiteljskih usluga među zemljama europodručja imale su samo Bugarska i Grčka, dok je podjednak i/ili tek nešto niži godišnji rast cijena tih usluga zabilježen u Portugalu i Litvi (Slika 6.b). Nadalje, u istom razdoblju višu godišnju stopa rasta cijena usluga smještaja imale su Belgija i Latvija, a u svim je mediteranskim zemljama zabilježena podjednaka i/ili niža godišnja stopa promjene cijena usluga smještaja (Slika 6.c). Snažniji rast cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja u usporedbi s većinom drugih zemalja europodručja u velikoj mjeri odražava brži rast troškova rada u djelatnosti smještaja i ugostiteljstva u Hrvatskoj nego u europodručju (Slika 7.). U manjoj mjeri na izraženiji godišnji rast cijena tih usluga u Hrvatskoj u odnosu na europodručje mogao je utjecati i nešto viši rast cijena hrane u Hrvatskoj tijekom prethodne godine.

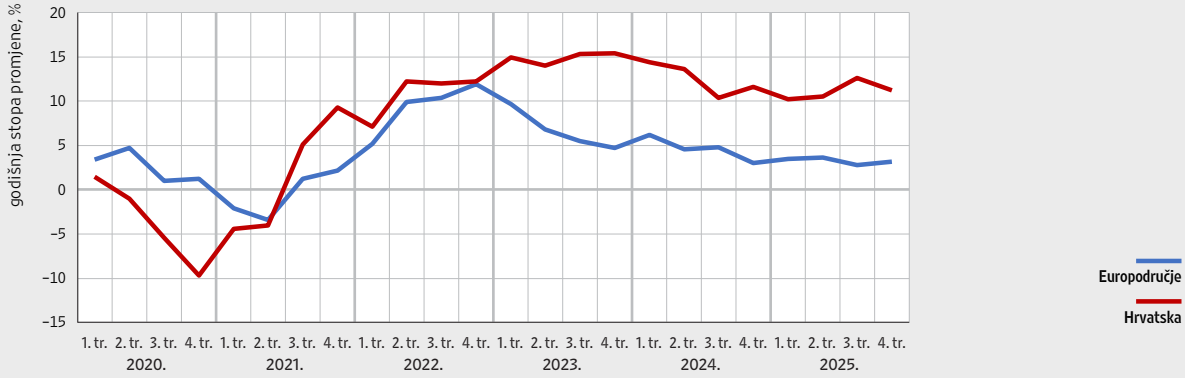
Slika 6. Godišnje stope promjene cijena usluga u Hrvatskoj i zemljama europodručja (HIPC)



Izvor: Eurostat

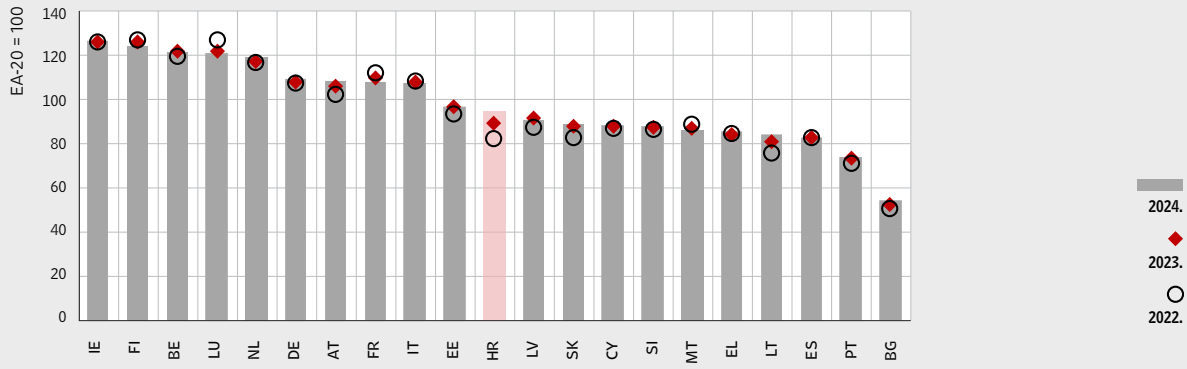
Očekuje se da će se inflacija cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja nastaviti postupno usporavati, pod pretpostavkom da se energetski šok pokaže prolaznim, dok bi se inflacija administrativno reguliranih cijena trebala smanjiti nakon zamrzavanja tih cijena u sklopu Vladinih mjera iz svibnja 2026. Na slabljenje inflacijskih pritisaka u uslužnom sektoru trebali bi ponajprije djelovati usporavanje rasta troškova rada, recentno usporavanje rasta cijena hrane i prigušeni rast inozemne potražnje za turističkim uslugama. Osim toga, učinak procesa konvergencije cijena trebao bi postupno slabjeti jer se razina cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja u Hrvatskoj znatno približila prosjeku europodručja. Prema posljednjim dostupnim podacima za 2024. razina tih cijena bila je viša nego u većini ostalih mediteranskih zemalja (Slika 8.).

Slika 7. Troškovi rada u djelatnosti smještaja i ugostiteljstva



Izvor: Eurostat

Slika 8. Razina cijena restorana i hotela u zemljama europodručja

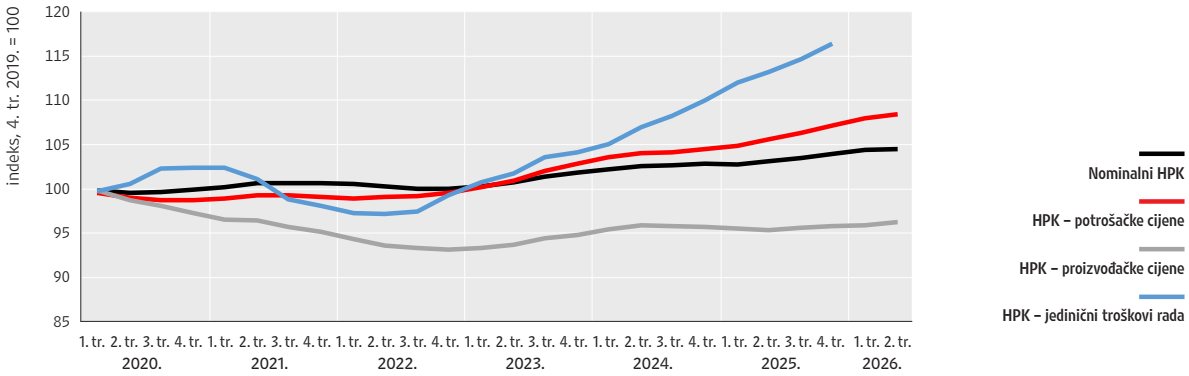


Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

3.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom

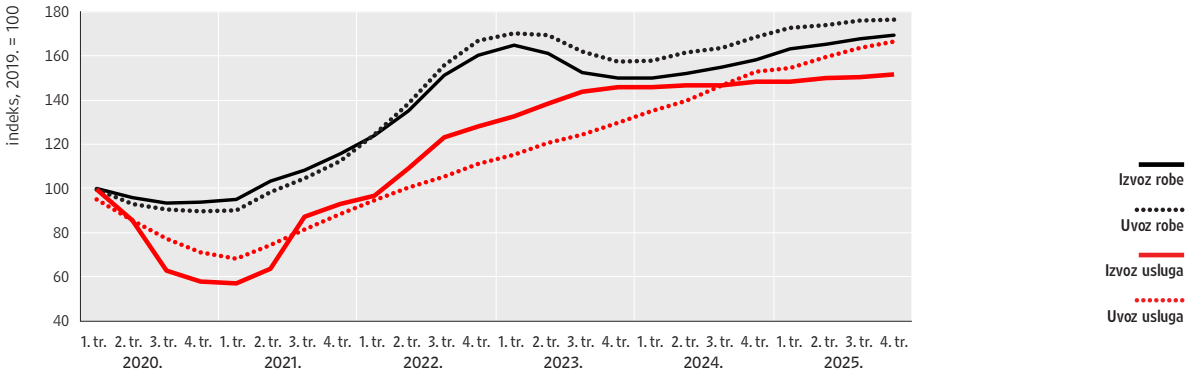
Harmonizirani pokazatelji konkurentnosti upućuju na nastavak pogoršavanja konkurentnosti hrvatskoga gospodarstva u odnosu na glavne trgovinske partnere u drugoj polovini 2025. i na početku 2026. godine. Pokazatelj troškovne konkurentnosti koji uzima u obzir relativne promjene jediničnih troškova rada u Hrvatskoj u odnosu na trgovinske partnere (HPK-ULC) nastavlja tendenciju snažnog pogoršanja započetu još sredinom 2022. godine (Slika 3.4.1.). Daljnje pogoršanje konkurentnosti u 2025. odražava nastavak snažnog rasta plaća, što je djelomice ublaženo jačanjem rasta produktivnosti. Nakon što je navedeni pokazatelj konkurentnosti tijekom prošle godine premašio svoj dugoročni prosjek, daljnjim je slabljenjem dosegnuo relativno povišenu razinu na kojoj se nalazio u drugom tromjesečju 2012. godine. Uz pogoršanje troškovne konkurentnosti hrvatskoga gospodarstva, nastavilo se, iako u promatranom razdoblju znatno manje izraženo, i nepovoljno kretanje pokazatelja cjenovne konkurentnosti deflacioniranog relativnim potrošačkim cijenama (HPK-CPI). Pritom je isti pokazatelj premašio svoj dugoročni prosjek još u 2023. godini, dok se intenzitet njegova pogoršavanja, prema podacima za prvo i (prema nepotpunim podacima) za drugo tromjesečje 2026., donekle usporio u odnosu na prethodnu godinu. Istodobno, harmonizirani pokazatelj deflacioniran proizvođačkim cijenama (HPK-PPI), koje su uvelike podložne cjenovnim utjecajima s vanjskih tržišta, u dosadašnjem dijelu 2026. godine i nadalje stagnira, i to ispod razina dosegnutih prije izbijanja pandemije bolesti COVID-19.

Slika 3.4.1. Harmonizirani pokazatelji konkurentnosti



Napomena: Porast pokazatelja označuje aprecijaciju. Serije su prikazane kao pomični prosjek četiriju tromjesečja. Podatak za drugo tromjesečje 2026. odnosi se na travanj.

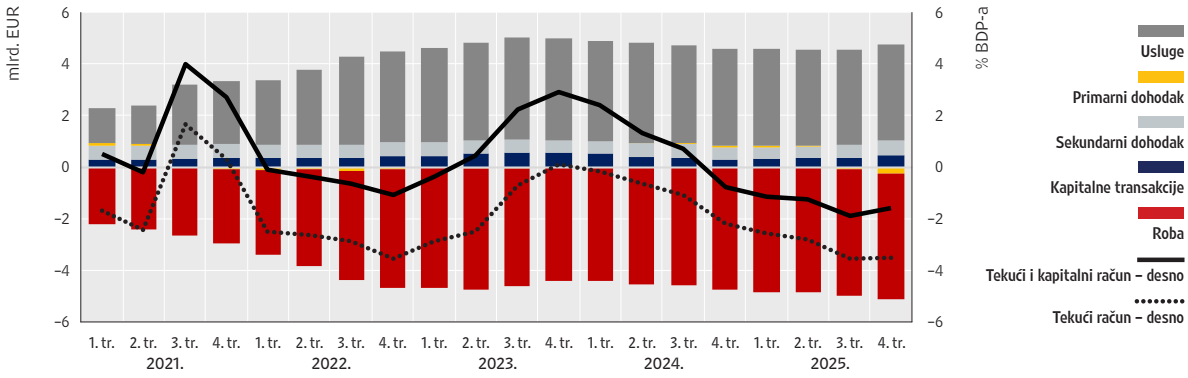
Slika 3.4.2. Izvoz i uvoz robe i usluga



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

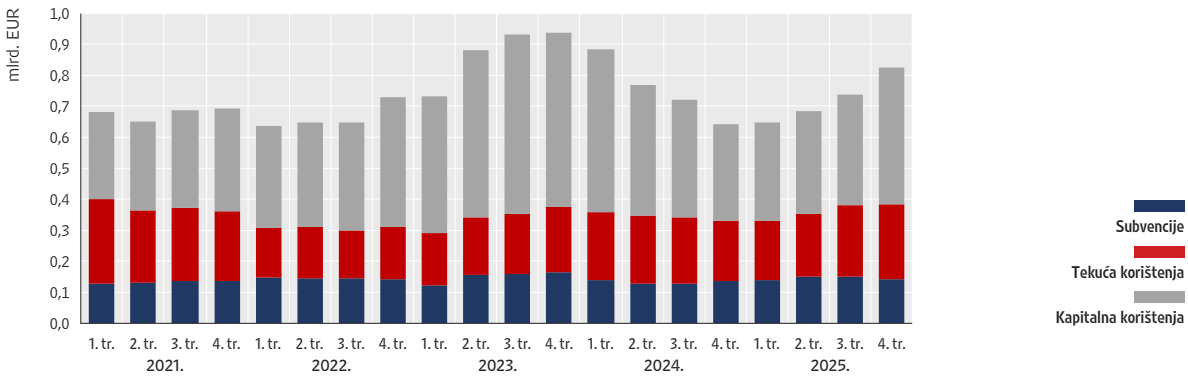
Spomenuti trendovi pogoršanja cjenovne i troškovne konkurentnosti domaćega gospodarstva odražavaju se i na razmjenu s inozemstvom, poglavito u segmentu usluga (Slika 3.4.2.). Realni izvoz usluga prošle se godine ponovno smanjio, a nominalni izvoz prema podacima iz platne bilance tek se blago povećao. Ostvareni blagi nominalni godišnji rast izvoza usluga ponajviše je rezultat skromnog rasta izvoza turističkih usluga (1,8%), što je rezultat nastavka slabljenja cjenovne konkurentnosti zabilježene u tom sektoru nakon pandemije. Prihodi od izvoza ostalih usluga također su nešto porasli, prihodi od prijevoznih usluga stagnirali su, a prihodi od usluga oplemenjivanja robe u vlasništvu drugih smanjili su se. S druge strane, nastavljen je snažan rast uvoza usluga, što je odraz izraženog povećanja turističke potrošnje rezidenata u inozemstvu (17,3%) i, u manjoj mjeri, rashoda za ostale usluge. Navedeno je dovelo do smanjenja udjela salda usluga u BDP-u na 15,9%, sa 17,5% BDP-a u 2024. godini. S druge strane, rast robnog izvoza ostao je relativno snažan, unatoč i dalje slaboj vanjskoj potražnji i pogoršanoj cjenovnoj konkurentnosti, pa se negativan saldo robne razmjene na razini 2025. smanjio za oko dva postotna boda BDP-a, na 20,9% BDP-a. Tržišni udio hrvatskoga robnog izvoza u EU pritom kontinuirano raste posljednjih desetak godina, pri čemu podaci upućuju na to da je glavni pokretač tog rasta bilo jačanje necjenovne konkurentnosti, a povećanju su djelomično pridonijele i sektorska struktura hrvatskoga robnog izvoza i struktura europske potražnje, osobito nakon pandemije (za više detalja vidi Okvir 3. Analiza konkurentnosti hrvatskoga robnog izvoza na tržištu Europske unije primjenom metode konstantnih tržišnih udjela). Promatra li se kretanje robne razmjene na početku 2026., može se vidjeti da je u prva dva mjeseca bio zabilježen i pad robnog izvoza te, nešto izraženiji, pad robnog uvoza, što je ponajprije odraz slabijeg ostvarenja u siječnju. Agregatni podaci za ožujak upućuju na oporavak nominalnoga robnog izvoza i uvoza, koji bi, međutim, poglavito mogao odražavati vrijednosne učinke povezane sa skokom cijena energenata nakon izbijanja rata na Bliskom istoku.

Slika 3.4.3. Platna bilanca



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

Slika 3.4.4. Korištenje fondova EU-a



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

Negativan saldo tekućeg i kapitalnog računa produbio se s –0,8% BDP-a u 2024. na –1,6% BDP-a u 2025. (Slika 3.4.3.)**.** Osim opisanih kretanja u razmjeni robe i usluga, na navedeno je utjecalo i osjetno pogoršanje salda primarnog dohotka, uglavnom kao odraz rasta dobiti poduzeća u stranom vlasništvu, ali i znatnog porasta rashoda na osnovi naknada za zaposlene strane radnike u Hrvatskoj. S druge strane, saldo se sekundarnog dohotka u 2025. poboljšao u odnosu na prethodnu godinu, uglavnom zbog rasta tekućih priljeva iz fondova EU-a te, manje izraženo, povećanja radničkih i osobnih doznaka iz inozemstva. Kada je riječ o korištenju fondova EU-a, nakon smanjenja isplata krajnjim korisnicima u prethodnoj godini, u 2025. došlo je do oporavka budući da se počeo približavati istek razdoblja predviđenog za korištenje sredstava iz Mehanizma za oporavak i otpornost (kraj 2026. godine), pa su se neto priljevi sredstava iz fondova EU-a povećali s 2,2% BDP-a u 2024. godini na 2,7% BDP-a, što se, osim pozitivnog utjecaja na saldo sekundarnog dohotka, odrazilo i na poboljšanje salda kapitalnog računa (Slika 3.4.4.).

U skladu s rastom ukupnog manjka na tekućem i kapitalnom računu platne bilance na financijskom je računu u 2025. zabilježen znatno veći priljev kapitala u odnosu na prethodnu godinu, i to u iznosu od 2,6 mlrd. EUR ili 2,8% BDP-a. Pritom, nakon

višegodišnjeg trenda poboljšanja, ukupna se neto dužnička pozicija domaćih sektora pogoršala za 1,1 mlrd. EUR. Promatrano po sektorima, neto pozicija središnje banke pogoršala se za 2,4 mlrd. EUR, ponajprije zbog smanjenja prethodno akumuliranih potraživanja prema Eurosustavu (saldo u sustavu TARGET, koji se knjiži u bilanci središnje banke, ali odražava prekogranične financijske tokove svih domaćih sektora realizirane putem bankovnog sustava). Pogoršanje salda u sustavu TARGET ublaženo je istodobnim rastom potraživanja HNB-a na osnovi gotovine, koja odražavaju visok neto priljev novčanica eura povezan s turističkom potrošnjom nerezidenata u Hrvatskoj. Središnja država povećala je svoj neto dug prema inozemstvu za 0,2 mlrd. EUR, dok su se ostali domaći sektori nastavili razduživati, iako sporije nego prethodne godine. Na osnovi vlasničkih ulaganja u 2025. ostvaren je neto priljev kapitala u iznosu od 0,9 mlrd. EUR (oko 1% BDP-a), što je dvostruko manje nego prethodne godine. Pritom su većinu ukupnih vlasničkih ulaganja činile zadržane zarade, a izravna vlasnička ulaganja ostala su vrlo skromna. Nešto izraženiji iznosi ostvareni su kod ulaganja u nekretnine, uz primjetljiv nastavak višegodišnjeg trenda pada, zatim u djelatnosti poslovnog savjetovanja i osiguranja te u metalskoj industriji.

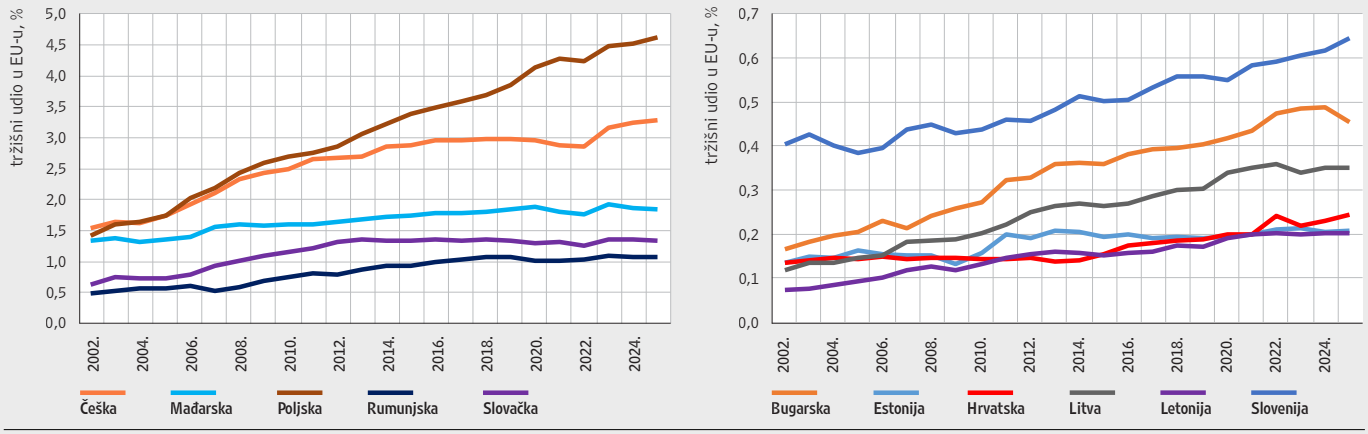
Okvir 3.

Analiza konkurentnosti hrvatskoga robnog izvoza na tržištu Europske unije primjenom metode konstantnih tržišnih udjela

Tržišni udio hrvatskoga robnog izvoza na tržištu Europske unije kontinuirano raste od pristupanja Hrvatske jedinstvenom tržištu, a dinamika rasta dodatno se intenzivirala nakon pandemije bolesti COVID-19. Analiza metodom konstantnih tržišnih udjela pokazuje da je glavni pokretač tog rasta bilo jačanje konkurentnosti, a njemu su, osobito nakon pandemije, pridonijele i struktura hrvatskoga robnog izvoza i struktura europske potražnje. Usporedba s ostalim novim državama članicama EU-a pokazuje da je Hrvatska nakon ulaska u EU postupno nadoknadila zaostatak u tržišnom udjelu zahvaljujući jačanju konkurentnosti izvoza. Nakon pandemije rast tržišnog udjela postao je geografski uravnoteženiji i sve više poduprt promjenama u strukturi europske potražnje, regionalizacijom proizvodnje i jačanjem integracije Hrvatske u europske lance vrijednosti. Istodobno, analiza prema tehnološkoj složenosti proizvoda upućuje na to da se hrvatski izvoz i dalje pretežno oslanja na djelatnosti niže i srednje tehnološke složenosti, iako su vidljivi i znakovi jačanja konkurentnosti u pojedinim industrijama više dodane vrijednosti.

Unatoč snažnom rastu posljednjih godina, udio hrvatskog izvoza na tržištu EU-a i dalje je vrlo skroman ako se u obzir uzme relativna veličina domaćega gospodarstva. U posljednja dva desetljeća udio hrvatskoga robnog izvoza u ukupnom uvozu EU-a povećao se za 74%, no unatoč tom rastu u 2025. iznosio je samo 0,24%, što je približno upola manje od udjela hrvatskog BDP-a u ukupnom BDP-u Europske unije. Istodobno su se tržišni udjeli drugih novih država članica EU-a povećavali brže, pa su se u promatranom razdoblju u prosjeku više nego udvostručili (Slika 1.). Kao posljedica toga, razlika između Hrvatske i većine usporedivih zemalja ostala je znatna. Najveće divergencije zabilježene su u razdoblju 2002. – 2012., kada je Hrvatska ostvarivala osjetno sporiji rast tržišnog udjela od novih država članica EU-a koje su već bile integrirane u jedinstveno europsko tržište. Ranije pristupanje i duže ukupno razdoblje članstva u Europskoj uniji omogućilo je tim zemljama bržu integraciju u europske lance vrijednosti, snažniji priljev stranih ulaganja te razvoj konkurentnije i izvozno orijentirane industrijske baze.

Slika 1. Udjeli izvoznika iz pojedinih zemalja članica na tržištu EU-a



Izvor: Eurostat, izračun HNB-a

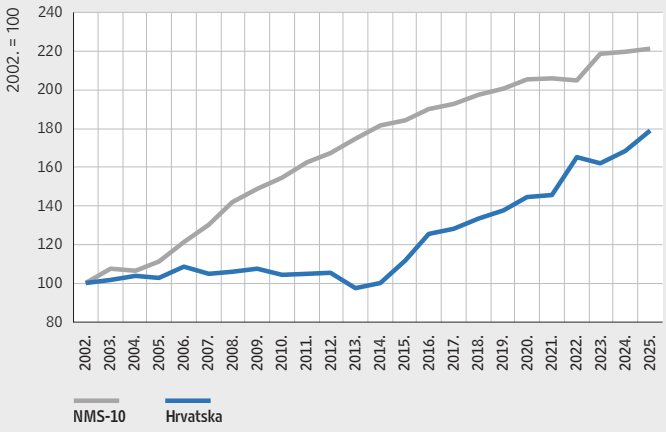
Ulazak u Europsku uniju i povoljne strukturne promjene znatno su ubrzali rast hrvatskog izvoza na tržištu EU-a. Nakon pristupanja EU-u 2013. godine tržišni udio hrvatskoga robnog izvoza počeo je rasti znatno brže nego u prethodnom desetljeću, pod utjecajem uklanjanja trgovinskih prepreka, preusmjeravanja izvoza s tržišta Cefte prema EU-u te jačanja institucionalne i tržišne integracije (Slika 2.). Tijekom proteklih dvanaest godina članstva u EU-u Hrvatska je ostvarila podjednako snažan rast tržišnog udjela robnog izvoza kao većina drugih novih članica u usporedivom razdoblju.[11] Iako su makroekonomske okolnosti u vrijeme njihova pristupanja bile različite, ovakva usporedba ipak omogućuje procjenu učinaka pristupanja EU-u jer se odnosi na istu fazu integracije u jedinstveno tržište. Kao što pokazuje Slika 3., prosječni godišnji porast hrvatskoga tržišnog udjela iznosio je oko 6 postotnih bodova, manje nego u baltičkim državama, Poljskoj i Rumunjskoj, ali više nego u Češkoj, Estoniji, Sloveniji, Slovačkoj i osobito Mađarskoj. To upućuje na zaključak da je Hrvatska uspješno iskoristila prednosti pristupanja jedinstvenom europskom tržištu i nadoknadila dio zaostatka iz pretpristupnog razdoblja.

Iskustva prijašnjih novih članica EU-a pokazuju da se rast tržišnih udjela s vremenom postupno usporava. Posebno je to došlo do izražaja nakon pandemije, kada je većina novih država članica bilježila osjetno slabiji rast tržišnog udjela nego tijekom prvih godina članstva (Slika 3.). Hrvatska je, međutim, i dalje ostvarivala jedan od najvećih porasta tržišnog udjela, što je djelomično povezano s kraćim razdobljem članstva u EU-u u odnosu na većinu drugih novih država članica, uz prosječni godišnji rast od oko 5%, dok je kod većine ostalih zemalja rast bio manji od 3%, a u Mađarskoj, Rumunjskoj i Slovačkoj gotovo je stagnirao. To upućuje na to da je rast hrvatskoga tržišnog udjela moguće objasniti kontinuiranim učincima

11 Razmjerno snažan rast hrvatskog izvoza nakon ulaska u EU djelomično odražava i metodologiju evidentiranja robne razmjene koju primjenjuje Državni zavod za statistiku. Naime, za razliku od platnobilančnih podataka, statistika DZS-a uključuje i transakcije povezane s oplemenjivanjem robe, kvazitranzitom i reizvozom, što može dovesti do određenog precjenjivanja rasta robnog izvoza i pozitivnih učinaka procijenjenih CMS analizom. Vrijednost robnog izvoza prema statistici robne razmjene veća je za oko 15% od platnobilančne, a ta se razlika udvostručila od ulaska Hrvatske u EU, ponajprije zbog rasta kvazitranzita i reizvoza, dok je udio oplemenjivanja ostao razmjerno stabilan. Budući da nisu dostupni usporedivi i dovoljno dezagregirani podaci koji bi omogućili identifikaciju tih transakcija po proizvodima za Hrvatsku i druge zemlje, njihov utjecaj nije moguće zasebno procijeniti ni isključiti iz analize.

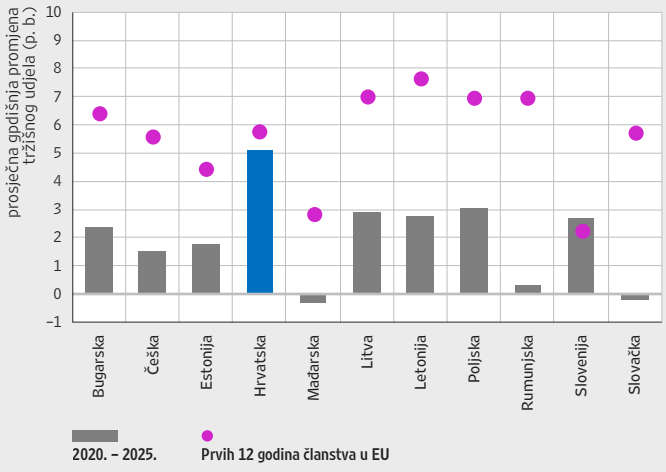
pristupanja EU-u, odnosno sve dubljom integracijom u europske lance vrijednosti koje je dodatno poduprlo uvođenje eura i ulazak u Schengen. Dio rasta izvoza u tom razdoblju može se povezati i s jačanjem uloge Hrvatske kao tranzitnog i distributivnog čvorišta za robu namijenjenu drugim tržištima EU-a, odnosno s rastom reizvoza, koji je dodatno pojačan tijekom pandemije, ali i s rastućim obujmom poslova oplemenjivanja i dorade robe u pojedinim radno intenzivnim industrijama. Ipak, prema iskustvima ostalih novih država članica može se očekivati da će se učinak same integracije u jedinstveno tržište početi smanjivati u nadolazećim godinama. Stoga će održavanje iznadprosječnog rasta izvoza sve više ovisiti o povećanju produktivnosti, tehnološkom napretku i daljnjem jačanju uključenosti hrvatskih poduzeća u europske lance vrijednosti.

Slika 2. Kretanje udjela izvoznika na tržištu EU-a



Napomena: Nove države članice EU-a (NMS-10) uključuju Bugarsku, Češku, Estoniju, Mađarsku, Litvu, Letoniju, Poljsku, Rumunjsku, Sloveniju i Slovačku. Isključene su sastavnice SMTK-a 3, 9 i 793.
Izvor: Eurostat, izračun HNB-a

Slika 3. Promjena tržišnog udjela novih članica EU-a

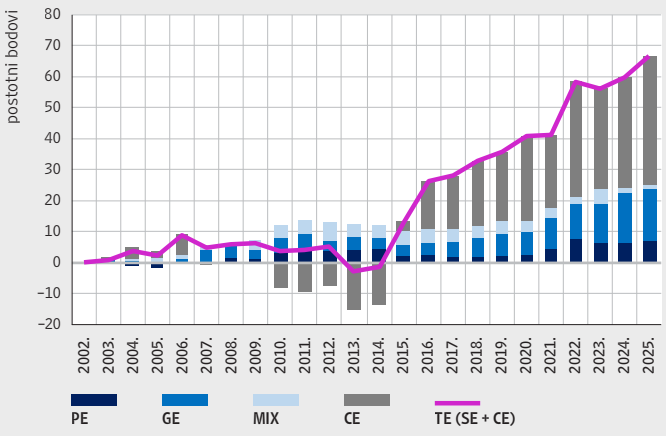


Izvor: izračun HNB-a

Metoda konstantnih tržišnih udjela omogućuje razdvajanje utjecaja strukture izvoza i konkurentnosti na promjene tržišnog udjela. Metodom konstantnih tržišnih udjela (engl. *Constant Market Shares Analysis*, CMS) moguće je procijeniti doprinos pojedinih činitelja promjeni tržišnog udjela, pri čemu metoda pokazuje u kojoj mjeri geografska usmjerenost i proizvodna struktura izvoza, ali i ostali činitelji, poput konkurentnosti, pridonose kretanju tržišnog udjela hrvatskih izvoznika na određenom tržištu. Metodologija identificira dva ključna učinka koja određuju promjenu ukupnoga tržišnog udjela (TE), a to su strukturni učinak (SE) i učinak konkurentnosti (CE). Strukturni učinak ("pull" učinak) mjeri je li relativna specijalizacija izvoza pojedine zemlje usmjerena prema proizvodima/tržištima s rastućom potražnjom i dijeli se na proizvodni (PE), geografski (GE) i miješani strukturni (MIX) učinak. Sve ostale promjene udjela na izvoznom tržištu koje nisu povezane sa strukturnim obilježjima izvoza sadržane su u učinku konkurentnosti ("push" učinak). Takve promjene tržišnog udjela obuhvaćaju cjenovnu i necjenovnu konkurentnost izvoza, uključujući, primjerice, kvalitetu izvoznih proizvoda, inovacije u proizvodnji ili utjecaj tečaja.

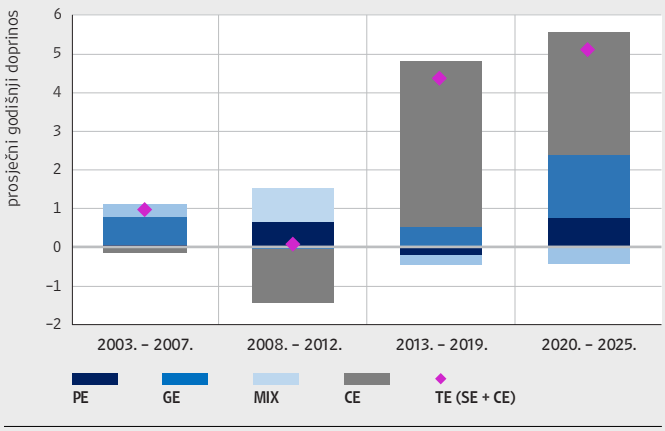
Rast tržišnog udjela hrvatskog izvoza nakon ulaska u EU ponajprije je bio rezultat jačanja konkurentnosti izvoznika. Rezultati CMS analize[12] pokazuju da je rast tržišnog udjela hrvatskoga robnog izvoza nakon pristupanja Europskoj uniji uglavnom bio potaknut "push" učinkom konkurentnosti (Slika 4.). U razdoblju od ulaska Hrvatske u EU do izbijanja pandemije upravo je konkurentski učinak bio glavni pokretač rasta tržišnog udjela, dok je doprinos strukturnih činitelja ostao pozitivan, ali relativno skroman. Takvi rezultati upućuju na zaključak da hrvatski izvoznici nisu povećavali tržišni udio ponajprije zahvaljujući povoljnoj sektorskoj strukturi izvoza ili usmjerenosti prema najbrže rastućim tržištima, nego ponajviše zahvaljujući jačanju konkurentnosti i boljoj integraciji u jedinstveno europsko tržište. Naime, proizvodni učinak (PE), koji odražava sektorsku strukturu izvoza, bio je blago negativan jer hrvatski izvoz na početku promatranog razdoblja nije bio snažnije zastupljen u tehnološki intenzivnijim industrijama koje su bile među glavnim nositeljima rasta uvozne potražnje u EU-u. To djelomice odražava nižu uključenost Hrvatske u europske lance vrijednosti prije pristupanja EU-u, ali i sporiji razvoj visokotehnoloških izvoznih sektora u odnosu na neke druge tranzicijske zemlje. S druge strane, geografski učinak (GE) bio je blago pozitivan zahvaljujući relativno snažnoj usmjerenosti hrvatskog izvoza prema susjednim tržištima novih država članica EU-a, osobito Sloveniji, koja su u promatranom razdoblju ostvarivala relativno dinamičan rast uvozne potražnje (Slika 5.).

Slika 4. Dekompozicija kumulativne promjene tržišnog udjela hrvatskoga robnog izvoza u EU



Izvor: Eurostat, izračun HNB-a

Slika 5. Dekompozicija godišnje promjene tržišnog udjela hrvatskoga robnog izvoza u EU



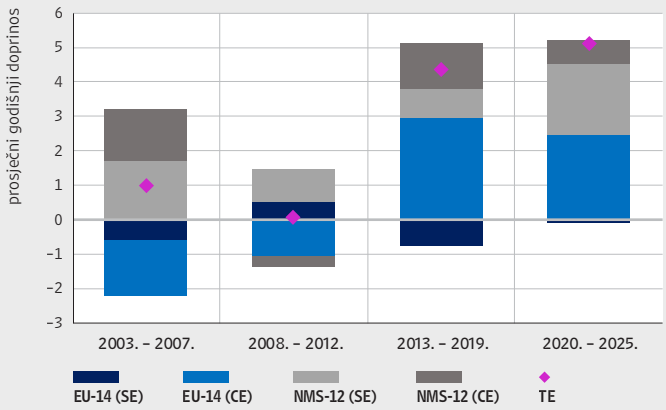
Izvor: Eurostat, izračun HNB-a

Nakon pandemije hrvatski izvoznici uspješno su kombinirali rast konkurentnosti s boljom prilagodbom promjenama u europskoj potražnji. U razdoblju nakon pandemije učinak konkurentnosti hrvatskog izvoza ostao je izrazito snažan, ali istodobno je porastao i doprinos strukturnih činitelja. To upućuje na zaključak da je Hrvatska istodobno jačala konkurentnost svojih izvoznika, pri čemu su rastu tržišnog udjela sve više pogodovale i promjene u strukturi europske potražnje te međunarodne trgovine. Promatra li se prema zemljama odredišta, rast tržišnog udjela hrvatskog izvoza nakon pandemije bio je široko rasprostranjen između

12 Iz obuhvata podataka, zbog izražene kolebljivosti, isključene su sljedeće sastavnice: SMTK 3 (Energija), SMTK 9 (Proizvodi i transakcije, d. n.) i SMTK 793 (Brodovi).

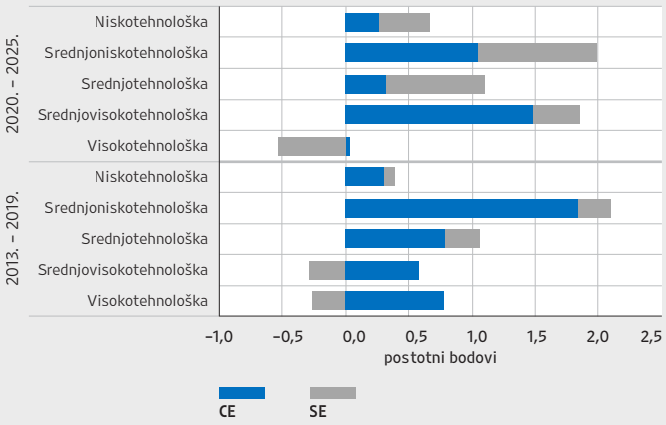
tržišta novih i starih država članica EU-a (Slika 6.). Dekompozicija pokazuje da su u razdoblju 2020. – 2025. i tržišta novih država članica (NMS-10) i tržišta starih država članica EU-a (EU-14) pozitivno pridonijela rastu tržišnog udjela. Pritom je doprinos tržišta novih država članica bio nešto veći nego u pretpandemijskom razdoblju. To je ponajprije odraz jačanja izvozne prisutnosti Hrvatske na susjednim tržištima, osobito u Sloveniji. Istodobno, rast tržišnog udjela sve se više ostvarivao i na razvijenijim tržištima EU-a, uključujući Njemačku, Austriju i Italiju, što upućuje na dublju integraciju Hrvatske u europske lance vrijednosti.

Slika 6. Dekompozicija ukupnih učinaka prema zemljama odredišta izvoza



Napomena: Stare države članica EU-a (EU-14) su Austrija, Belgija, Danska, Finska, Francuska, Grčka, Irska, Italija, ,Luksemburg, Nizozemska, Njemačka, Portugal , Španjolska i Švedska.
Izvor: Eurostat Comext, izračun HNB-a

Slika 7. Dekompozicija ukupnih učinaka prema tehnološkoj složenosti proizvodnje



Izvor: Eurostat Comext, izračun HNB-a

Tehnološka struktura izvoza nakon pandemije postala je uravnoteženija i raznovrsnija. Kada je riječ o tehnološkoj složenosti[13] izvoznih proizvoda, analiza pokazuje da se struktura rasta tržišnog udjela hrvatskog izvoza u EU-u razlikovala između pretpandemijskog i postpandemijskog razdoblja (Slika 7.). U razdoblju 2013. – 2019. rast tržišnog udjela ostvaren je ponajprije u srednjoniskotehnološkim djelatnostima, ponajviše u drvnoj i metaloprerađivačkoj industriji te pojedinim segmentima prehrambene i tekstilne proizvodnje. Doprinosi ostalih tehnoloških skupina rastu tržišnog udjela bili su osjetno manji, pri čemu su srednjovisokotehnološke i visokotehnološke djelatnosti ostvarivale pozitivne konkurentske učinke, ali su ih većim dijelom neutralizirali nepovoljni strukturni činitelji.

Nakon pandemije rast tržišnog udjela postaje rasprostranjeniji po tehnološkim skupinama. Niskotehnološke, srednjoniskotehnološke i srednjotehnološke djelatnosti i dalje čine

13 Klasifikacija proizvodnih djelatnosti prema Galindo-Rueda, F. i F. Verger (2016.), "OECD Taxonomy of Economic Activities Based on R&D Intensity", OECD Science, Technology and Industry Working Papers, 2016/04, OECD Publishing, Pariz, https://doi.org/10.1787/5jlv73sqqp8r-en. obuhvaća sljedeće kategorije djelatnosti, ovisno o tehnološkoj složenosti proizvodnje: (i) **visokotehnološke industrije** uključuju proizvode farmaceutske industrije, računala, elektroničke i optičke proizvode te strojeve za uporabu u zrakoplovnoj i svemirskoj industriji; (ii) **srednjovisokotehnološke industrije** uključuju kemijske proizvode, određene medicinske proizvode, električnu opremu, strojeve i uređaje, d. n., motorna vozila, prikolice i poluprikolice, ostala prijevozna sredstva te oružje i streljivo; (iii) **srednjotehnološke industrije** uključuju proizvode od gume i plastike, osnovne metale, ostale nemetalne mineralne proizvode i ostale proizvode osim određenih medicinskih proizvoda; (iv) **srednjoniskotehnološke industrije** uključuju proizvode prehrambene, tekstilne i drvne industrije te proizvodnju namještaja; (v) **niskotehnološke industrije** uključuju sirovine u poljoprivredi (žitarice i žive životinje) i sirovu gumu.

približno dvije trećine ukupnog povećanja tržišnog udjela, ali istodobno je vidljivo i znatno jačanje srednjovisokotehnoloških industrija. Njihov se rast pretežito može pripisati učinku konkurentnosti. Pritom se među srednjovisokotehnološkim djelatnostima intenzitetom rasta izvoza posebno izdvajaju kemijska industrija te proizvodnja elektroenergetske opreme, transformatora i električnih uređaja, što je vjerojatno povezano s energetskom tranzicijom, ulaganjima u energetsku infrastrukturu i reorganizacijom europskih dobavnih lanaca. Istodobno, kod srednjoniskotehnoloških djelatnosti povećava se važnost strukturnih činitelja, dok niskotehnološke djelatnosti zadržavaju umjeren pozitivan doprinos temeljen na kombinaciji konkurentskih i strukturnih učinaka. To upućuje na zaključak da je Hrvatska nakon pandemije istodobno jačala konkurentnost dijela tehnološki složenijih izvoznih sektora, a rastu tržišnog udjela sve su više pogodovale i promjene u strukturi europske potražnje i međunarodne trgovine.

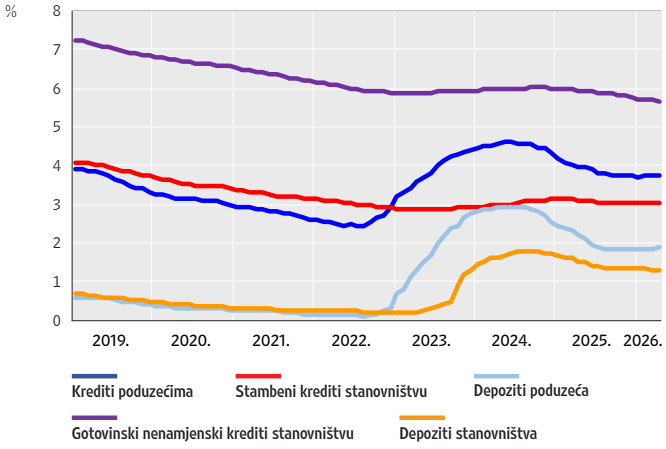
Visokotehnološki sektori i dalje imaju ograničenu ulogu u rastu tržišnog udjela hrvatskih izvoznika u EU-u. Iako je konkurentski učinak u toj skupini nakon pandemije blago pozitivan, ukupni doprinos ostaje negativan zbog izrazito nepovoljnoga strukturnog učinka. To upućuje na to da Hrvatska još uvijek nije snažnije prisutna u tehnološki najintenzivnijim industrijama u kojima, na razini EU-a, potražnja najbrže raste, kao što su elektronika, ICT oprema i sofisticirani farmaceutski proizvodi. Iako pojedini segmenti elektroopreme i električnih uređaja pokazuju pozitivne konkurentske učinke, njihov udio još uvijek nije dovoljno velik da bi znatnije promijenio ukupnu tehnološku strukturu hrvatskog izvoza.

3.5. Bankovni sustav

Kamatne stope na kredite poduzećima blago su porasle tijekom prva četiri mjeseca 2026., a kamatne stope na kredite stanovništvu blago su se smanjile. Kamatne stope na novoodobrene kredite nefinancijskim poduzećima blago su porasle tijekom prva četiri mjeseca 2026., no i dalje osciliraju u razmjerno uskom rasponu oko razina dosegnutih sredinom 2025. (Slika 3.5.1.). Prosječna kamatna stopa na novoodobrene kredite nefinancijskim poduzećima u travnju 2026. iznosila je 3,6%, što je za 22 b. b. više u odnosu na kraj prethodne godine. Pritom su porasle promjenjive kamatne stope vezane uz EURIBOR kao referentni parametar, uz koje se odobrava otprilike polovina kredita poduzećima, kao i fiksne kamatne stope, uz koje se odobrava ostatak tih kredita. EURIBOR je tijekom prva četiri mjeseca 2026. osjetno porastao u uvjetima jačanja očekivanja tržišnih sudionika glede restriktivnije monetarne politike ESB-a. Tako su tromjesečni, šestomjesečni i dvanaestomjesečni EURIBOR u travnju 2026. prosječno bili za 13 b. b., 31 b. b. odnosno 48 b. b. viši nego u prosincu 2025. Porasli su i prinosi na dugoročne državne obveznice, relevantni za formiranje fiksnih kamatnih stopa. Tako je prosječan prinos na dugoročne hrvatske državne obveznice u travnju 2026. bio za 27 b. b. viši nego u prosincu 2025. Prosječne kamatne stope na postojeće kredite poduzećima bile su uglavnom nepromijenjene nakon što su se gotovo kontinuirano smanjivale od sredine 2024. godine, a u travnju 2026. iznosile su 3,8% (Slika 3.5.2.). Za razliku od kamatnih stopa na kredite poduzećima, koje su porasle, kamatne stope na kredite stanovništvu nisu pokazale jasan trend na početku 2026. godine. Prosječna kamatna stopa na novoodobrene gotovinske nenamjenske kredite tijekom prva četiri mjeseca 2026. smanjila se za 20 b. b., na 5,3%, odnosno spustila se blizu razina zabilježenih sredinom 2022. godine. To djelomice odražava i promotivne ponude pojedinih banaka. No, prosječna kamatna stopa na novoodobrene stambene kredite zadržala se blizu razina dosegnutih nakon pada u prvom tromjesečju 2025., a u travnju 2026. iznosila je 2,9%, što je za 10 b. b. više nego u prosincu 2025. godine. Kamatne stope na postojeće gotovinske nenamjenske i stambene kredite stanovništvu nastavile su se postupno smanjivati. U travnju su tako bile niže za 7 b. b. odnosno 1 b. b. nego u prosincu, te su iznosile 5,7% odnosno 3,0%.

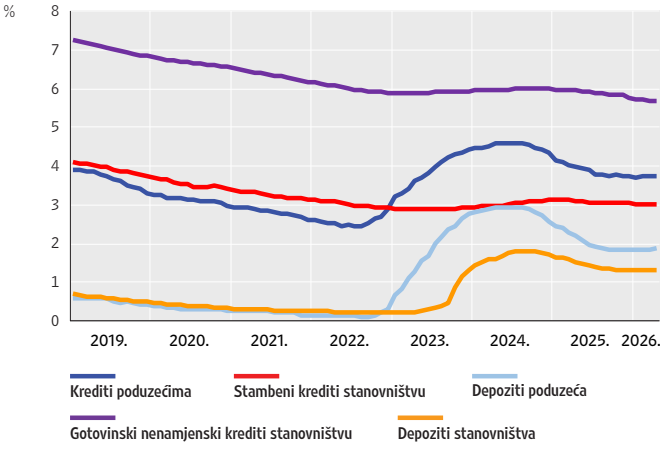
Kamatne stope na oročene depozite poduzeća bile su stabilne tijekom prva četiri mjeseca 2026., kao i kamatne stope na oročene depozite stanovništva, koje su se kretale oko prosječnih razina zabilježenih tijekom 2025., ali ipak uz nešto veću kolebljivost. Kamatne stope na prvi put oročene depozite poduzeća ustalile su se na nižoj razini dosegnutoj sredinom 2025. U travnju 2026. prosječna kamatna stopa na prvi put oročene depozite poduzeća iznosila je 2,0%, što je za 8 b. b. više nego u prosincu 2025. (Slika 3.5.1.). Kamatne stope na prvi put oročene depozite stanovništvu tijekom prva četiri mjeseca 2026. oscilirale su u rasponu od 1,5% do 1,8%, oko prosječnih razina zabilježenih tijekom 2025. godine, što je ponajviše odraz promotivne aktivnosti pojedinih većih banaka. U travnju 2026. iznosile su 1,5%, što je za 29 b. b. manje nego u prosincu 2025.

Slika 3.5.1. 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 u 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 3.5.2. Kamatne stope na postojeće kredite te oročene depozite poduzeća i stanovništva

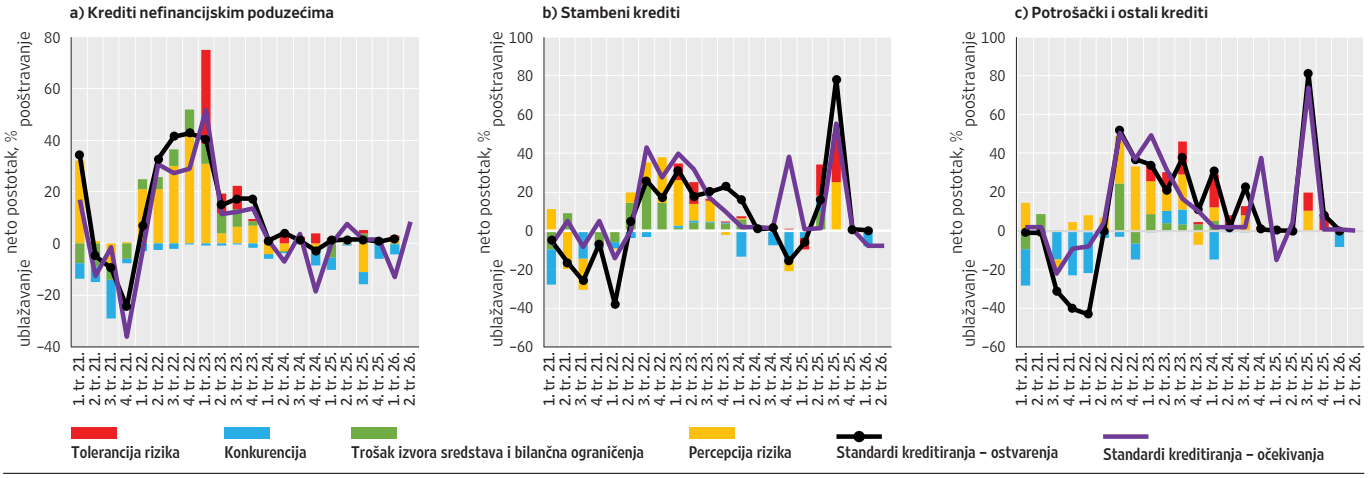


Napomena: Podaci do prosinca 2022. odnose se na kredite odnosno depozite u kunama, kunama s valutnom klauzulom uz euro i u eurima, a od siječnja 2023. na kredite i depozite u eurima. Podaci se odnose na prvi put ugovorene kredite odnosno prvi put oročene depozite, pri čemu su kod depozita isključena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

Prema rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka u prvom tromjesečju 2026. standardi kreditiranja poduzeća i stanovništva uglavnom su ostali nepromijenjeni u odnosu na prethodno tromjesečje. Standardi odobravanja kredita poduzećima nisu se znatnije mijenjali još od početka 2024. (Slika 3.5.3.). Kada je riječ o stanovništvu, nakon što su standardi odobravanja kredita tom sektoru snažno pooštreni u trećem tromjesečju 2025. zbog uvođenja makrobonitetnih mjera, oni se od tada se nisu znatnije mijenjali. Pojedine banke pritom su u prvom tromjesečju 2026. navele pojačanu konkurenciju među bankama kao činitelj koji je djelovao u smjeru njihova ublažavanja. U drugom tromjesečju 2026. banke očekuju blago pooštravanje standarda odobravanja kredita poduzećima, ublažavanje standarda za stambene kredite te zadržavanje nepromijenjenih standarda za potrošačke i ostale kredite stanovništvu.

Slika 3.5.3. Anketa o kreditnoj aktivnosti banaka

standardi kreditiranja i doprinos činitelja



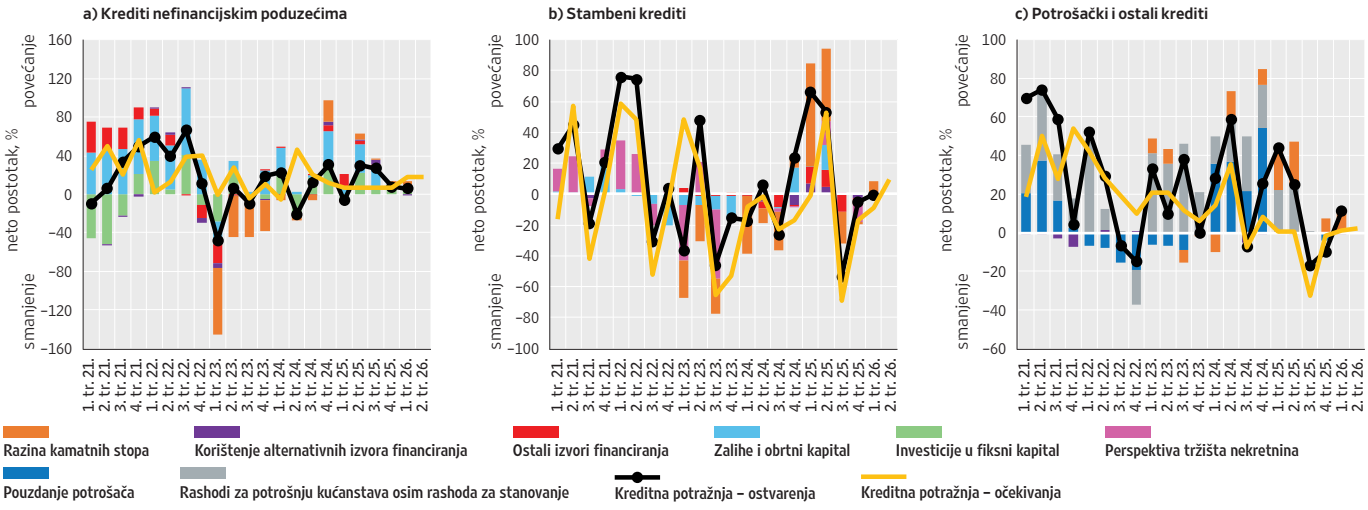
Napomena: "Tolerancija rizika" uvedena je u prvom tromjesečju 2023., a odražava toleranciju banke na rizik koju primjenjuje u svojoj politici kreditiranja i može se mijenjati ovisno o promjenama temeljne poslovne strategije banke. "Trošak izvora sredstava i bilančna ograničenja" jesu nevagani prosjek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

Izvor: HNB

Potražnja poduzeća za kreditima nastavila se povećavati, iako nešto slabijim intenzitetom nego tijekom prošle godine, dok se potražnja stanovništva za stambenim te potrošačkim i ostalim kreditima postupno oporavlja. Povećanje potražnje poduzeća za kreditima potaknuto je ponajprije potrebom poduzeća za financiranjem investicija, a u nešto manjoj mjeri i potrebom za financiranjem zaliha i obrtnoga kapitala (Slika 3.5.4.). Što se tiče stanovništva, nakon snažnog smanjenja u trećem tromjesečju 2025., potražnja za kreditima krajem 2025. i u prvom tromjesečju 2026. oporavila se, što je djelomice potaknuto novim promotivnim ponudama kamatnih stopa banaka. U drugom tromjesečju 2026. banke očekuju relativno blagi rast potražnje poduzeća i stanovništva za kreditima, pri čemu je on najmanje izražen za potrošačke i ostale kredite stanovništvu.

Slika 3.5.4. Anketa o kreditnoj aktivnosti banaka

promjena potražnje i doprinos činitelja



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

Izvor: HNB

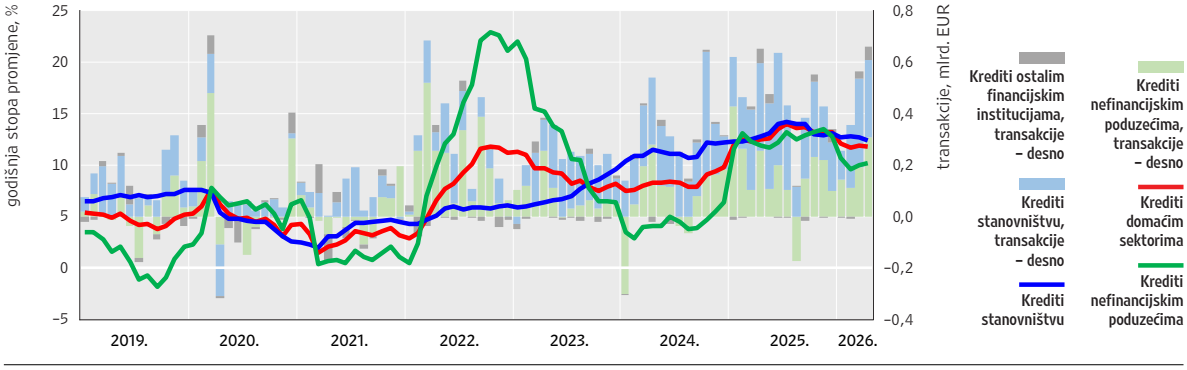
Krediti poduzećima i stanovništvu rasli su relativno snažno tijekom prva četiri mjeseca 2026., iako su se na godišnjoj razini blago usporili. Krediti stanovništvu u razdoblju od siječnja do travnja porasli su za 1,0 mlrd. EUR; od toga se 50% porasta odnosi na stambene kredite, a oko 40% na gotovinske nenamjenske kredite. Pritom se zamah[14] stambenih kredita blago usporio s 13,9% u prosincu 2025. na 12,7% u travnju, a zamah je gotovinskih nenamjenskih kredita istodobno više nego dvostruko ojačao, sa 6,3% na 15,1%, što je potaknuto promotivnim ponudama kamatnih stopa banaka. Na godišnjoj su se razini krediti stanovništvu usporili s 13,1% u prosincu na 12,4% u travnju, pri čemu je oslabio rast gotovinskih nenamjenskih kredita (11,3% prema 10,3%), ali i stambenih kredita s 15,5% na 14,9%. Usporavanje na godišnjoj razini odraz je učinka baznog razdoblja, odnosno snažnijeg rasta ovih vrsta kredita u istom razdoblju prethodne godine. Usto, krediti poduzećima u četiri mjeseca ove godine porasli su za 0,8 mlrd. EUR i zamah kredita poduzećima ojačao je, s 13,7% u prosincu na 14,6% u travnju (Slika 3.5.6.). Rast kredita poduzećima rasprostranjen je prema namjeni i djelatnostima, pri čemu se ističe djelatnost pružanja smještaja i hrane u kojoj je ostvarena trećina tog rasta. Na godišnjoj se razini rast kredita poduzećima u travnju usporio na 10,2%, s 12,8% u prosincu[15] (Slika 3.5.5.) zbog snažnijeg rasta kredita od siječnja do travnja prošle godine u odnosu na isto razdoblje ove godine.

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

15 Nakon prilagodbe za učinak velikih jednokratnih transakcija rast kredita poduzećima usporio se s 9,8% u prosincu 2025. na 9,0% u travnju 2026.

Slika 3.5.5. Krediti

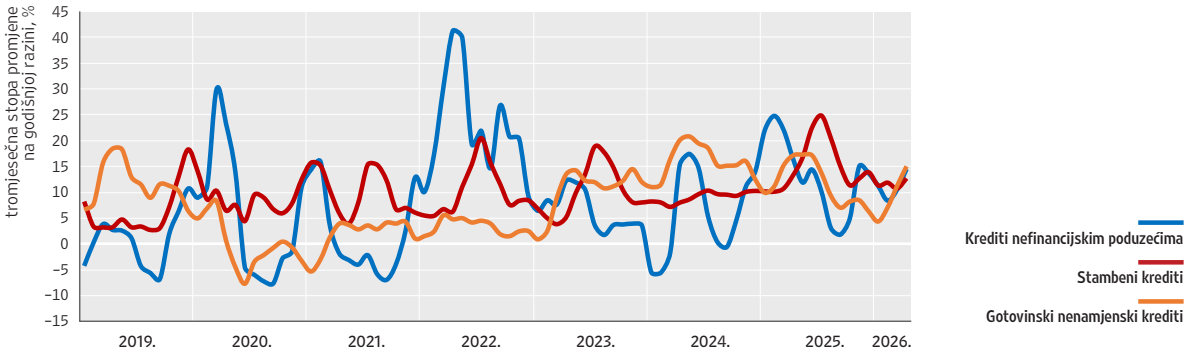
transakcije i godišnje stope promjene na osnovi transakcija



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

Slika 3.5.6. Moment (zamah) kredita poduzećima i stanovništvu

(na osnovi transakcija)

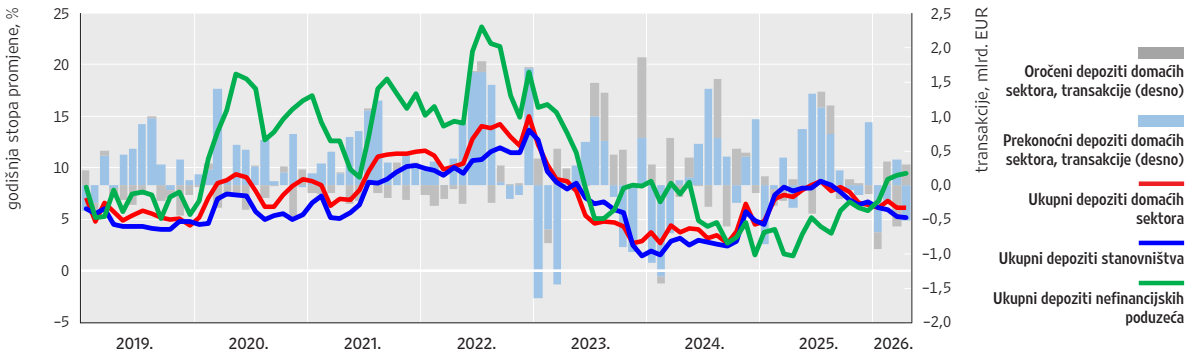


Napomena: Zamah je kratkoročni pokazatelj kreditne aktivnosti koji odražava promjenu kredita u posljednja tri mjeseca u odnosu na prethodna tri mjeseca, izražen na godišnjoj razini.
Izvori: HNB; izračuni HNB-a

Ukupni depoziti domaćih sektora (bez opće države) smanjili su se od siječnja do travnja 2026. za 1,3 mlrd. EUR. Smanjenju depozita najviše je pridonijelo smanjenje neto inozemne aktive monetarnih institucija (2,2 mlrd. EUR) zbog znatnih prekograničnih odljeva sredstava iz kreditnih institucija, ali i pad neto potraživanja od središnje države (1,0 mlrd. EUR), dok je povećanje potraživanja od ostalih domaćih sektora djelovalo u smjeru rasta depozita (1,8 mlrd. EUR). Oko 70% (0,9 mlrd. EUR) smanjenja ukupnih depozita odnosi se na prekonoćne depozite, pri čemu su poduzeća smanjila stanje svojih prekonoćnih depozita za 1,1 mlrd. EUR i kućanstva za 0,1 mlrd. EUR, dok su ga ostale financijske institucije povećale za 0,2 mlrd. EUR, od čega se 60% odnosi na mirovinske fondove (Slika 3.5.7.). Oročeni depoziti također su se smanjili, za 0,4 mlrd. EUR, što je odraz smanjenja oročenih depozita ostalih financijskih institucija, ponajviše mirovinskih fondova. Udio oročenih depozita stanovništva u ukupnim depozitima stabilizirao se na razinama dosegnutima u drugoj polovini 2025. (oko 24%), a taj se udio kod poduzeća kreće unutar malih oscilacija na razinama nešto nižima od 30% (Slika 3.5.8.).

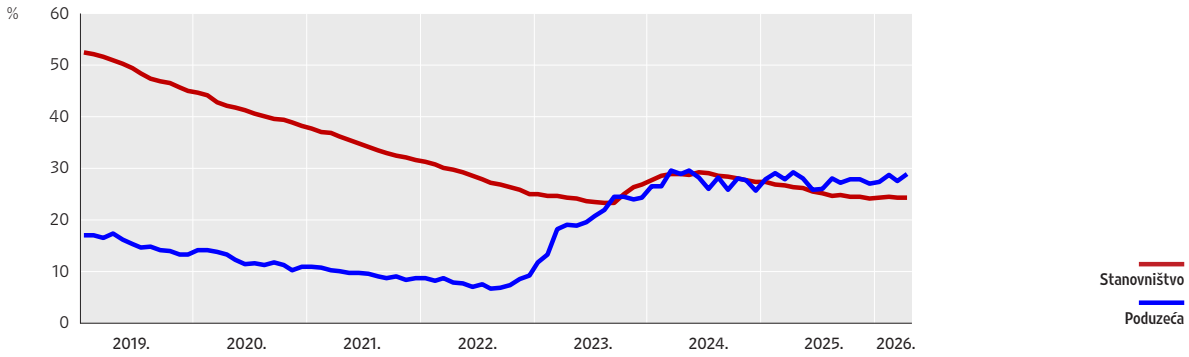
Slika 3.5.7. Depoziti

transakcije i godišnje stope promjene na osnovi transakcija



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

Slika 3.5.8. Udio oročenih depozita u ukupnim depozitima



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

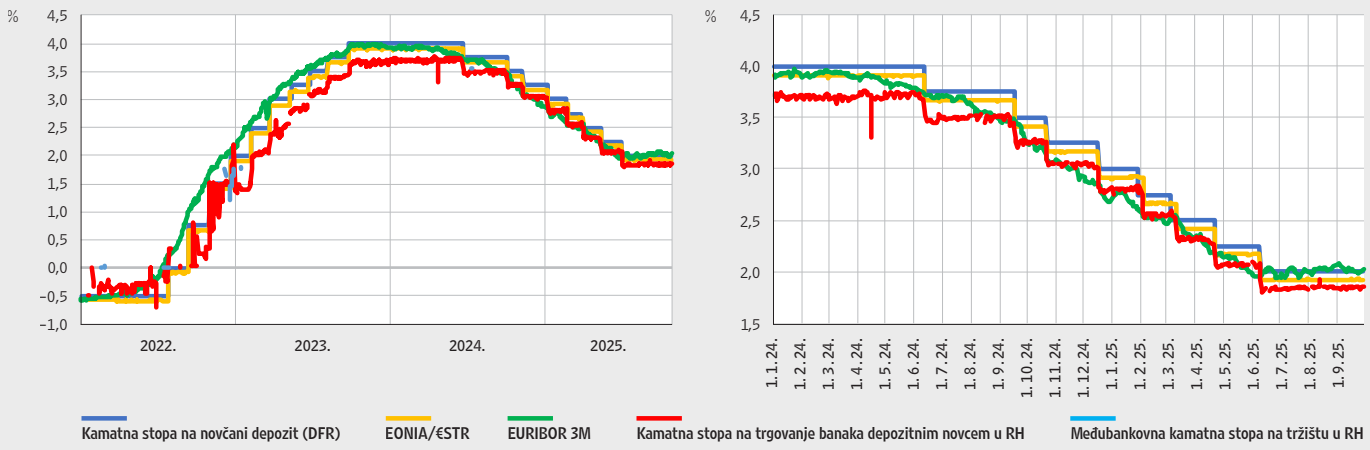
Okvir 4.

Transmisija smanjenja ključnih kamatnih stopa ESB-a na kamatne stope banaka u Hrvatskoj

Tijekom ciklusa ublažavanja restriktivnosti monetarne politike Europske središnje banke kamatni je prijenos najsnažniji na oročene depozite poduzeća i kredite poduzećima zbog njihove veće povezanosti s kratkoročnim tržišnim kamatnim stopama, a za stanovništvo je slabiji i heterogeniji među zemljama europodručja. U odnosu na prosjek europodručja nešto slabiji kamatni prijenos u Hrvatskoj na kredite i depozite poduzeća i stanovništva, izuzevši stambene, obilježje je i ciklusa pooštravanja i ciklusa ublažavanja restriktivnosti monetarne politike, što upućuje na važnost domaćih strukturnih i institucionalnih čimbenika. U Hrvatskoj je u većini promatranih segmenata prijenos tijekom ciklusa ublažavanja bio usporediv s prijenosom tijekom prethodnog ciklusa pooštravanja, osobito na kredite poduzećima te oročene depozite poduzeća i stanovništva. Asimetrija prijenosa izraženija je na kredite stanovništvu, a očituje se ponajprije u snažnijem smanjenju kamatnih stopa na stambene kredite tijekom ublažavanja, nego što je bio njihov rast tijekom pooštravanja monetarne politike.

Završetak ciklusa ublažavanja restriktivnosti monetarne politike sredinom prošle godine omogućuje ocjenu prijenosa promjena ključnih kamatnih stopa Europske središnje banke na kamatne stope hrvatskih banaka u tom razdoblju. Nakon najsnažnijeg ciklusa pooštravanja monetarne politike ESB-a od nastanka europodručja sredinom 2024. započeo je ciklus njezina ublažavanja. U razdoblju od srpnja 2022. do lipnja 2023. ključne kamatne stope ESB-a povećane su čak za 400 baznih bodova, nakon čega ih je Upravno vijeće ESB-a od rujna 2023. zadržavalo stabilnima. Ciklus smanjenja ključnih kamatnih stopa započeo je u lipnju 2024., a do lipnja 2025. smanjene su osam puta, ukupno za 200 baznih bodova.

Slika 1. Ključna kamatna stopa ESB-a i prekonoćne tržišne kamatne stope europodručja i Hrvatske



Napomena: DFR (engl. *deposit facility rate*). Od početka 2022. EONIA se zamjenjuje stopom €STR. Prekonoćna kamatna stopa na novčanom tržištu u Hrvatskoj za 2022. zasniva se na eurskim transakcijama. Posljednji je podatak za 30. rujna 2025.

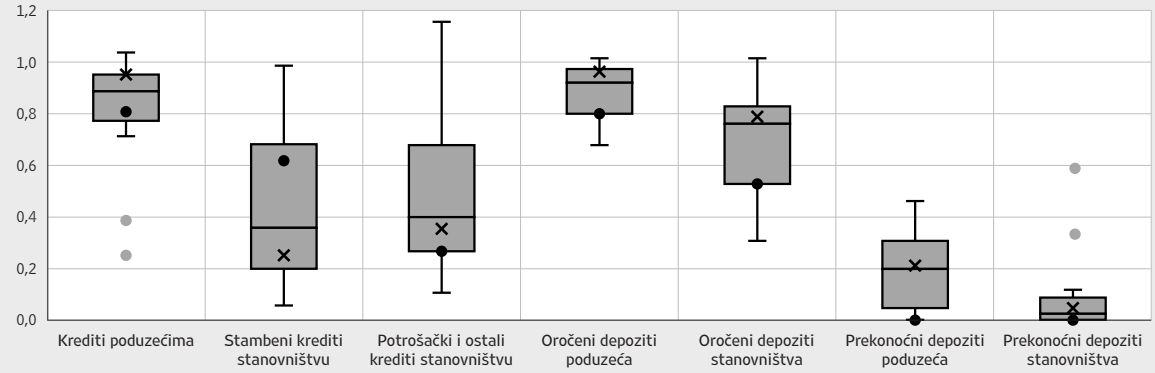
Izvori: ESB; HNB

Prijenos ključnih kamatnih stopa na novčano tržište gotovo je potpun i trenutačan (Slika 1.), dok je prijenos na kamatne stope na kredite i depozite banaka neizravan i postupan. Prekonoćna kamatna stopa €STR usko je vezana uz ključne kamatne stope ESB-a i stoga neposredno odražava njihove promjene, a EURIBOR zrcali i očekivano kretanje kratkoročnih stopa na tržištu novca. Budući da je tromjesečni EURIBOR relevantna referentna stopa za znatan dio novoodobrenih kredita poduzećima, kamatni prijenos u nastavku analize definiran je kao promjena bankovnih kamatnih stopa u odnosu na promjenu tromjesečnog EURIBOR-a. Međutim, intenzitet prijenosa na bankovne kamatne stope ovisi i o određenim domaćim strukturnim i institucionalnim čimbenicima. U Hrvatskoj su takvi čimbenici tijekom posljednjeg razdoblja monetarnog pooštravanja pridonijeli slabijem kamatnom prijenosu u većini segmenata u odnosu na prosjek europodručja. Među njima se ističu jednokratni učinci ulaska u europodručje, poput smanjenja premije za rizik i povećanja viška likvidnosti, ali i obilježja bankovnog sustava, uključujući stabilnu depozitnu bazu, relativno nizak omjer kredita i depozita te mali udio promjenjivih kamatnih stopa pri odobravanju kredita.[16]

Intenzitet kamatnog prijenosa u Hrvatskoj tijekom ciklusa ublažavanja restriktivnosti monetarne politike ESB-a većinom je usklađen s prosjekom europodručja, iako su određena odstupanja vidljiva između kredita poduzećima i stanovništvu te među pojedinim financijskim instrumentima (Slika 2.). S obzirom na to da se promjene ključnih kamatnih stopa ESB-a uglavnom prenose na bankovne kamatne stope preko tržišnih kamatnih stopa i činjenicu da su kamatne stope na približno polovinu novoodobrenih kredita poduzećima vezane uz EURIBOR, prijenos je promjena tržišne kamatne stope na te kredite izravniji. Tako je i u Hrvatskoj postojao snažan prijenos smanjenja tromjesečnog EURIBOR-a na kamatne stope na kredite tom sektoru (oko 81%), a sličan obrazac vidljiv je i na razini europodručja (oko 94%). Isto tako, kamatni prijenos na oročene depozite poduzeća u Hrvatskoj i ostatku europodručja bio je gotovo jednako snažan kao i na kredite.

16 Detaljnije vidjeti: Deskar-Škrbić, M., Jukić, S., Lesničar, K. i Zrnc, J. (2023.): Koliko je porasta ključnih kamatnih stopa ESB-a preneseno na kamatne stope banaka u Hrvatskoj?, HNBlog (dostupno na: https://www.hnb.hr/-/koliko-je-porasta-kljucnih-kamatnih-stopa-esb-a-preneseno-na-kamatne-stope-banaka-u-hrvatskoj#endnote-3) i Jukić, S., Mužić, I., Šošić, V. i Zrnc, J. (2024.): Uhvati me ako možeš: rast kamatnih stopa na oročene depozite, HNBlog (dostupno na: https://www.hnb.hr/-/uhvati-me-ako-mozes-rast-kamatnih-stopa-na-orocene-depozite).

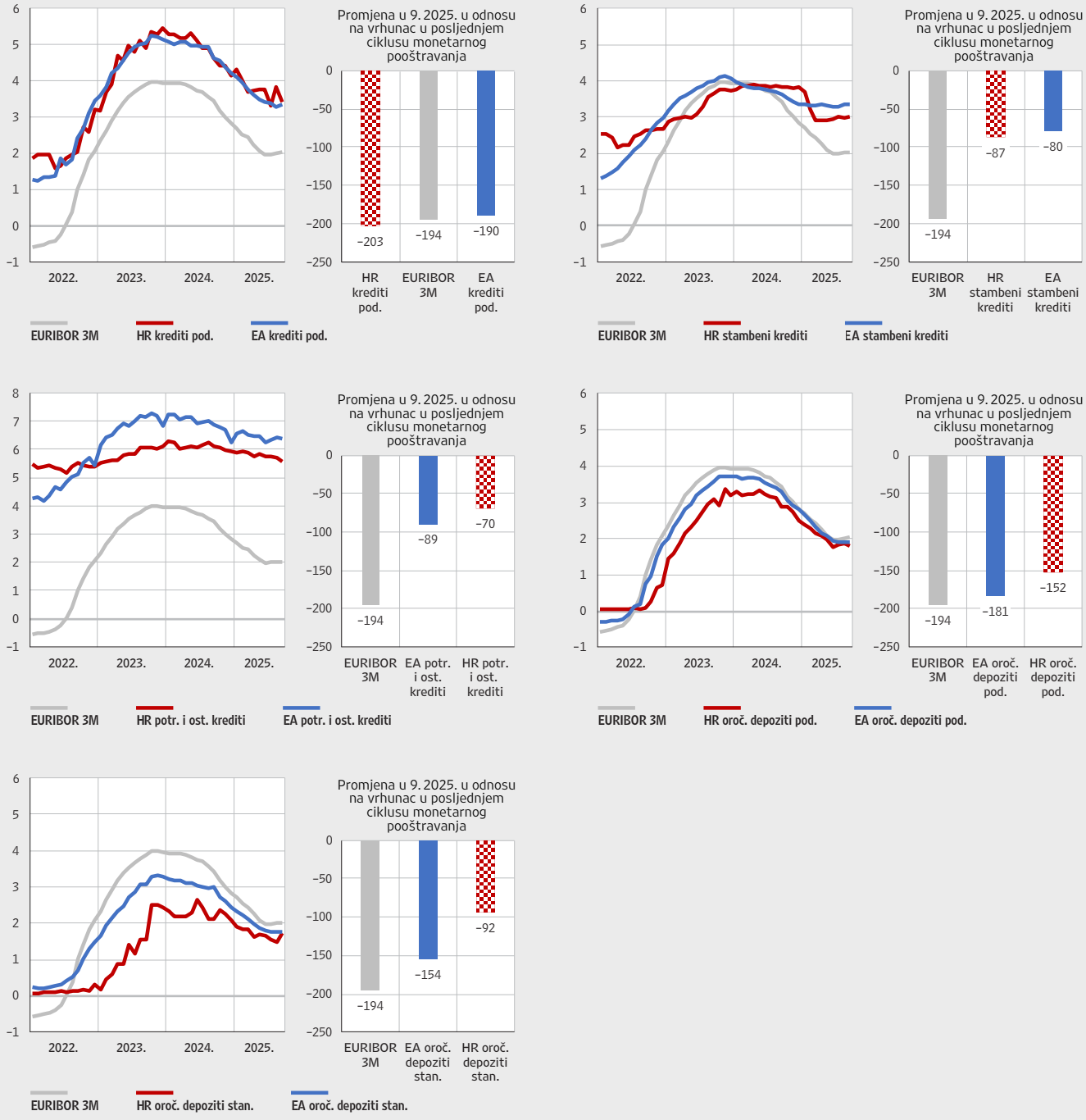
Slika 2. Prijenos promjene tromjesečnog EURIBOR-a na kamatne stope banaka u zemljama europodručja



Napomena: Od lipnja 2024. do rujna 2025.; vodoravnim linijama prikazane su minimalne i maksimalne vrijednosti, vrijednosti za 25. percentil, medijan i 75. percentil, križićima prosječne vrijednosti za sve članice europodručja, a crnim su točkama prikazane prosječne vrijednosti za Hrvatsku.
Izvori: ESB; izračun HNB-a

Prijenos na kamatne stope na kredite i depozite stanovništva bio je slabiji u odnosu na poduzeća i heterogeniji među zemljama članicama europodručja (slike 2. i 3.). Većina novoodobrenih kredita stanovništvu odobrava se uz fiksnu kamatnu stopu te je prijenos promjena kratkoročnih tržišnih kamatnih stopa na te kredite slabiji nego na kredite poduzećima. Visina kamatnih stopa na tu vrstu kredita ovisi o očekivanjima tržišnih kamatnih stopa u budućnosti, o troškovima fiksiranja koji uz prethodno navedeno uključuju i preuzimanje rizika promjene kamatnih stopa za banku na dugi rok, o troškovima dugoročnih izvora financiranja, o alternativnim ulaganjima i sl. Pritom se u posljednjim mjesecima bilježi rast udjela novoodobrenih kredita stanovništvu s promjenjivom kamatnom stopom, što bi moglo povećati osjetljivost tog segmenta kredita na promjene kratkoročnih tržišnih kamatnih stopa. Intenzitet prijenosa na kamatne stope na potrošačke i ostale kredite stanovništvu u Hrvatskoj (26%) bio je malo slabiji od prosjeka europodručja. Takav rezultat treba promatrati u kontekstu vrlo ograničenog rasta tih kamatnih stopa tijekom prethodnog ciklusa pooštravanja, zbog čega je i prostor za njihovo kasnije smanjenje bio manji. Međutim, najveća je razlika vidljiva na stambenim kreditima. U Hrvatskoj su se kamatne stope na stambene kredite smanjile za oko 60% smanjenja EURIBOR-a, što je više nego dvostruko snažnija reakcija u odnosu na prosjek europodručja. Snažniji prijenos u Hrvatskoj može se povezati s pojačanom konkurencijom na tržištu stambenih kredita početkom 2025., u okružju visoke likvidnosti bankovnog sustava i pada kamatne stope na novčani depozit kod ESB-a. Pojedine su banke stoga mogle imati poticaj aktivnije kreditirati radi očuvanja profitabilnosti pa su u sklopu promotivnih ponuda znatno snizile kamatne stope na stambene kredite. U nastojanju da zadrže postojeće klijente i eventualno privuku dio klijenata drugih banaka, niže kamatne stope najavile su vrlo brzo i druge banke.

Slika 3. Kamatne stope na kredite i depozite stanovništva i poduzeća u Hrvatskoj

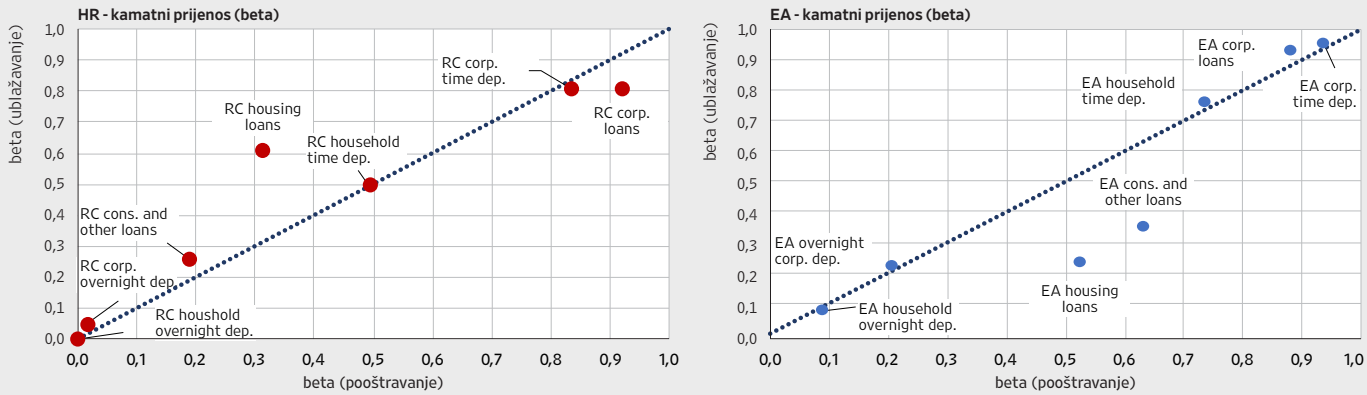


Izvori: HNB; ESB; izračun HNB-a

Depozitne stope stanovništva u Hrvatskoj su također slabije reagirale u odnosu na prosjek europodručja. U europodručju se 76% smanjenja tromjesečnog EURIBOR-a prenijelo na kamatne stope na oročene depozite stanovništva, a oko 50% u Hrvatskoj. Iako je ograničen kamatni prijenos tijekom prethodnog ciklusa pooštravanja monetarne politike u razdoblju 2022. – 2023. pridonio nižoj početnoj razini kamatnih stopa u više segmenata, najslabiji je kamatni prijenos u Hrvatskoj i ostatku europodručja vidljiv na kamatnim stopama na prekonoćne depozite. Zbog vrlo niske razine tih stopa na početku

ciklusa ublažavanja prostor za njihovo daljnje smanjenje bio je ograničen, pa se tijekom ublažavanja restriktivnosti monetarne politike kamatne stope na prekonoćne depozite, posebice stanovništva, u Hrvatskoj gotovo nisu mijenjale.

Slika 4. Usporedba kamatnog prijenosa u posljednjem ciklusu pooštravanja i ublažavanja restriktivnosti monetarne politike



Napomena: Beta-koeficijent mjeri intenzitet prijenosa promjena kamatne stope EURIBOR 3M na kamatne stope banaka. Izračunava se kao omjer kovarijance kamatnih stopa banaka i tromjesečnog EURIBOR-a te varijance tromjesečnog EURIBOR-a.
Izvori: HNB; ESB; izračun HNB-a

Usporedba intenziteta kamatnog prijenosa u ciklusima pooštravanja i ublažavanja restriktivnosti monetarne politike omogućuje ocjenu simetričnosti reakcije kamatnih stopa kreditnih institucija u uvjetima rasta i pada tržišnih kamatnih stopa (Slika 4.). Simetričan prijenos znači da je slična osjetljivost kamatnih stopa na promjene ključnih kamatnih stopa u oba smjera, dok asimetrija podrazumijeva različitu jačinu prijenosa u ta dva ciklusa. U većini promatranih segmenata prijenos tijekom ciklusa ublažavanja bio je usporediv s prijenosom tijekom prethodnog ciklusa pooštravanja, osobito na kredite poduzećima te oročene depozite poduzeća i stanovništva. Asimetrija prijenosa izraženija je na kredite stanovništvu. U Hrvatskoj se asimetrija ponajprije očituje u snažnijem smanjenju kamatnih stopa na stambene kredite tijekom ublažavanja, nego što je bio njihov rast tijekom pooštravanja. Tijekom razdoblja pooštravanja zakonsko ograničenje kamatne stope štitilo je stanovništvo od snažnijeg rasta, a slabijem je prijenosu pridonio i program subvencioniranja stambenih kredita te pad premije na rizik zemlje zbog pridruživanja europodručju. S druge strane, snažnije smanjenje tijekom ciklusa ublažavanja može se povezati sa spomenutom pojačanom konkurencijom na tržištu stambenih kredita početkom 2025., kada je jedna sistemski važna banka znatno snizila kamatne stope na stambene kredite u promotivnim ponudama, nakon čega su slična smanjenja ubrzo najavile i druge banke. U europodručju se, za razliku od Hrvatske, transmisija monetarne politike gotovo dvostruko snažnije odrazila na rast kamatnih stopa na stambene kredite u odnosu na njihovo smanjenje. Za potrošačke i ostale kredite stanovništvu odstupanja su manje izražena, ali također upućuju na nešto snažniji prijenos tijekom ublažavanja u Hrvatskoj.

4. Projekcije za Hrvatsku

4.1. Temeljne pretpostavke

Lipanjska projekcija HNB-a temelji se na pogoršanim očekivanjima za globalno gospodarstvo u odnosu na prethodnu projekciju, ponajprije zbog nastavka blokade Hormuškog tjesnaca i neizvjesnosti povezane s budućim tijekom rata na Bliskom istoku.[17] Krhko primirje i nastavak blokade Hormuškog tjesnaca tijekom travnja i svibnja rezultirali su višim očekivanim cijenama energenata, pogoršanjem financijskih uvjeta i povećanom neizvjesnosti. U takvim su okolnostima očekivanja globalnoga gospodarskog rasta za ovu i iduću godinu revidirana naniže u odnosu na projekciju iz ožujka, uz nešto izraženiju reviziju u 2026. Istodobno je očekivani rast realne globalne trgovine revidiran osjetno naviše tijekom cijeloga projekcijskog horizonta, ponajviše zbog snažnijih ostvarenja na početku godine, ali i otpornosti međunarodne razmjene unatoč povećanoj trgovinskoj neizvjesnosti. Inozemna potražnja za hrvatskim izvozom slabija je nego u prethodnoj projekciji, osobito kada je riječ o partnerima iz drugih zemalja europodručja.

Očekivane cijene energenata u temeljnom scenariju znatno su povećane u odnosu na prethodnu projekciju. Cijene sirove nafte znatno su revidirane naviše duž cijeloga projekcijskog horizonta, kao posljedica neizvjesnosti povezane s tijekom rata na Bliskom istoku. Tako se prosječna cijena barela sirove nafte u 2026., prema tržišnim očekivanjima, sada procjenjuje na oko 97 USD, što je za oko 15 USD po barelu više nego u prethodnoj projekciji. Ipak, u skladu s terminskim ugovorima očekuje se postupno smanjivanje cijena, premda bi one trebale ostati povišene i u idućim godinama. Cijene električne energije također su revidirane naviše, ali i kod njih se očekuje postupna normalizacija, dok se očekivane cijene plina nisu znatnije mijenjale. Cijene ostalih sirovina, osobito prehrambenih, revidirane su uglavnom naviše, što je odraz očekivanih nepovoljnih učinaka rastućih troškova proizvodnje.

Očekivanja što se tiče gospodarskog rasta europodručja blago su pogoršana u odnosu na prethodnu projekciju, a očekivanja glede inflacije osjetno su revidirana naviše. Kratkoročni pokazatelji upućuju na nastavak umjerenog rasta u uvjetima viših cijena energije i povećane neizvjesnosti, koji nepovoljno djeluju na domaću potražnju. Ipak, u srednjoročnom razdoblju gospodarsku bi aktivnost trebali podupirati oporavak realnih dohodaka, otporno tržište rada i povećana ulaganja u infrastrukturu, obranu i nove tehnologije. Rast realnog BDP-a europodručja mogao bi iznositi 0,8% u 2026., 1,2% u 2027. i 1,5% u 2028. godini. Istodobno, očekivana inflacija revidirana je naviše zbog snažnog porasta cijena energenata izazvanog ratom na Bliskom istoku i njegova prelijevanja na ostale sastavnice potrošačkih cijena. Inflacija bi tako mogla porasti na 3,0% u 2026., a zatim se smanjiti na 2,3% u 2027. i 2,0% u 2028. godini. Projekcije se i dalje temelje na pretpostavci postupnog smanjivanja cijena energenata tijekom sljedećih tromjesečja, no, dok se ne postigne trajnije smirivanje rata na Bliskom istoku, izgledi rasta i inflacije ostat će izrazito neizvjesni.

17 Vanjske i tehničke pretpostavke projekcije preuzete su od ESB-a i zaključene su 21. svibnja 2026.

Tablica 4.1.1. Pretpostavke projekcije o međunarodnom okružju i cijenama sirovina

		Tekuća projekcija				Odstupanja od prethodne projekcije			
		2025.	2026.	2027.	2028.	2025.	2026.	2027.	2028.
Međunarodno okružje									
Globalni gospodarski rast (isklj. EA)		3,6	3,0	3,2	3,3	0,0	−0,3	0,0	0,0
SAD		2,1	2,1	1,8	1,9	−0,1	−0,3	0,0	0,0
Kina		5,0	4,7	4,1	4,0	0,0	0,1	0,1	0,0
Globalna trgovina		5,5	4,2	3,6	3,5	0,5	1,9	0,7	0,3
Inozemna potražnja (EA)		4,6	3,2	3,4	3,4	0,3	1,1	0,4	0,1
Inozemna potražnja (HR)		3,4	2,3	3,0	3,5	0,1	−0,5	−0,3	0,1
Cijene sirovina									
Cijene nafte	USD	69,1	96,9	82,2	77,1	0,0	19,2	14,0	9,8
Cijene struje	EUR/MWh	83,6	89,3	78,2	68,1	0,0	1,9	0,4	4,4
Cijene plina	EUR/MWh	36,2	45,6	37,5	27,9	0,0	−1,6	2,4	6,9
Cijene sirovina (isklj. energente), % promjene	USD	5,8	3,0	0,8	−1,9	0,0	2,2	0,3	−1,3
cijene prehrambenih sirovina	USD	9,3	−15,1	1,2	−3,5	0,0	2,5	1,8	−0,9
cijene ostalih sirovina	USD	3,3	16,6	0,5	−0,8	0,0	1,7	−0,9	−1,7
Europodručje									
Gospodarski rast		1,5	0,8	1,2	1,5	0,0	−0,1	−0,1	0,1
Inflacija		2,1	3,0	2,3	2,0	0,0	0,4	0,3	−0,1

Napomena: Pretpostavke za izradu projekcije odnose se na projekcijski ciklus ESB-a iz lipnja (June 2026 BMPE), a zaključene su 21. svibnja 2026. Odstupanja od prethodne projekcije za cijene nafte, struje i plina iskazana su u postotku, a ostalih varijabla u postotnim bodovima.
Izvor: ESB

4.2. Projekcije makroekonomskih varijabla

U projekcijskom razdoblju očekuje se usporavanje gospodarskog rasta u Hrvatskoj, pri čemu su gospodarska kretanja zbog sukoba na Bliskom istoku i dalje vrlo neizvjesna. Gospodarska bi ekspanzija u 2026. i dalje mogla biti poglavito podržana domaćom potražnjom, s obzirom na robusno tržište rada, očekivani rast realnih dohodaka i intenziviranje korištenja fondova EU-a, dok se prema kraju projekcijskog horizonta očekuje jačanje doprinosa izvoza robe i usluga zbog očekivanog ubrzanja rasta vanjske potražnje. Ipak, rast realnog BDP-a u 2026. godini mogao bi se vidljivo usporiti u odnosu na 2025., djelomice zbog posljedica rata na Bliskom istoku, koje se ponajprije očituju u rastu cijena energenata i njihovu negativnom utjecaju na realne dohotke, slabijoj vanjskoj potražnji i povišenoj neizvjesnosti. U osnovnom scenariju pretpostavljeno je da će sukob biti relativno kratkotrajan i da će se cijene energenata u skladu s tržišnim očekivanjima početi smanjivati već sredinom ove godine. To bi moglo potaknuti oporavak inozemne potražnje i izvoza robe i usluga u idućoj godini te pozitivno utjecati na pouzdanje potrošača i poduzeća, no rast domaće potražnje mogao bi nastaviti slabjeti s obzirom na očekivani nastavak usporavanja rasta realnih dohodaka, postupno pooštravanje fiskalne politike i manje isplate sredstava iz fondova EU-a. U skladu s tim realni rast BDP-a mogao bi se blago usporiti i u 2027., a slična kretanja očekuju se i na kraju projekcijskog horizonta.

Tablica 4.2.1. Projekcije ključnih makroekonomskih varijabla

godišnje stope rasta

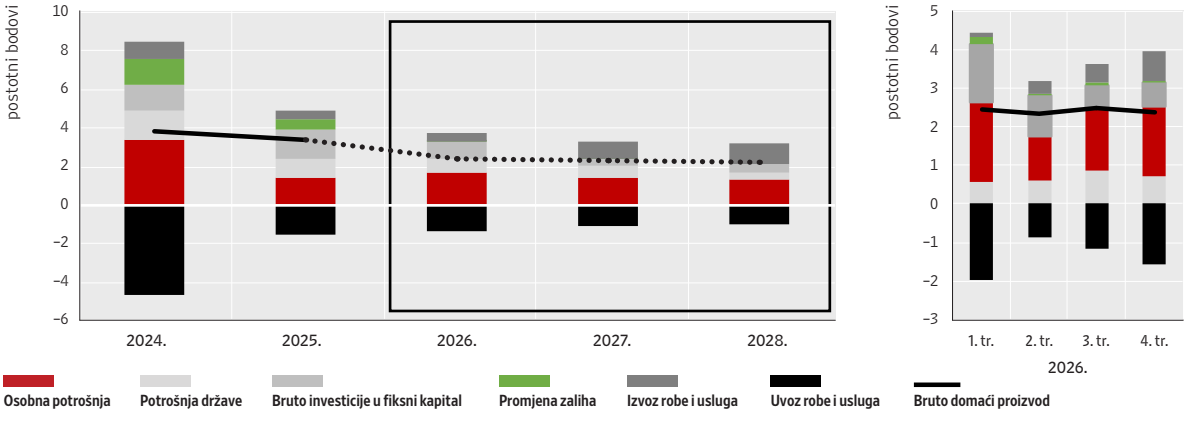
	2025.	2026.	2027.	2028.
Realni BDP	**3,4**	**2,4**	**2,3**	**2,2**
Osobna potrošnja	2,5	3,0	2,5	2,3
Potrošnja države	4,1	2,9	2,4	1,7
Investicije u kapital	6,1	3,6	1,4	1,5
Izvoz robe i usluga	0,9	0,9	1,9	2,3
Uvoz robe i usluga	2,8	2,6	1,9	1,8
Doprinosi rastu BDP-a[1]				
Domaća potražnja	4,0	3,3	2,4	2,1
Izvoz robe i usluga	0,5	0,4	0,9	1,1
Uvoz robe i usluga	–1,5	–1,4	–1,0	–1,0
Zalihe	0,5	0,0	0,0	0,0
Tržište rada				
Promjena zaposlenosti	2,5	0,8	0,7	0,7
Stopa nezaposlenosti (ILO)[2]	4,9	4,7	4,6	4,5
Nominalna bruto plaća	10,8	7,9	5,1	3,9
Realna bruto plaća	6,8	2,8	2,0	1,3
Inflacija (HIPC)				
Ukupno	**4,4**	**4,9**	**3,1**	**2,7**
HIPC bez energije i hrane	4,1	4,1	3,4	2,8
Hrana	5,5	3,0	3,4	2,9
Energija	3,3	13,0	1,0	1,4
Inflacija (IPC)	**3,7**	**5,0**	**3,0**	**2,6**

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

Realna bi se gospodarska aktivnost u 2026. mogla usporiti na 2,4%, pri čemu bi domaća potražnja i dalje mogla najviše pridonositi rastu. S obzirom na robusno tržište rada i rast realnih dohodaka, osobna bi potrošnja mogla najviše pridonijeti rastu u 2026. Pritom se unatoč sporijem očekivanom rastu realnih dohodaka i usporavanju zaposlenosti u odnosu na 2025. očekuje blago ubrzanje njezina godišnjeg rasta, što ponajprije odražava bazne učinke povezane s bojkotom maloprodajnih lanaca na početku 2025., a donekle i prigušenu potrošnju tijekom ljetnih mjeseci. Budući da bi rast potrošnje mogao nadmašiti rast realnih dohodaka, projicira se blago smanjenje stope štednje, koja bi pritom, u uvjetima povišene geopolitičke neizvjesnosti, ostala znatno iznad pretpandemijskog prosjeka. S druge strane, nakon ubrzanja u protekloj godini, rast bi se investicija u 2026. mogao usporiti. To ponajprije odražava usporavanje rasta javnih investicija nakon dvoznamenkaste stope rasta zabilježene u 2025. Pritom bi njihov rast u 2026. mogao i nadalje biti relativno snažan budući da se u ovoj godini očekuje vrhunac isplate sredstava iz fondova EU-a. Rast bi privatnih investicija mogao i nadalje biti relativno robustan, ali nešto slabiji u odnosu na prethodna očekivanja s obzirom na usporavanje rasta gospodarske aktivnosti i povišenu razinu neizvjesnosti. Rat u Iranu

mogao bi usporiti porast inozemne potražnje, u skladu s čime se očekuje i znatno usporavanje rasta robnog izvoza, dok bi izvoz usluga, ponajprije pod utjecajem smanjene cjenovne konkurentnosti hrvatskog turizma, mogao stagnirati. Istodobno se zbog relativno snažne domaće potražnje očekuje znatno jači rast uvoza od rasta izvoza, pa bi doprinos neto inozemne potražnje rastu BDP-a u 2026. mogao i nadalje biti negativan.

Slika 4.2.1. BDP i sastavnice BDP-a, doprinosi



Izvori: DZS; ocjene i projekcije HNB-a

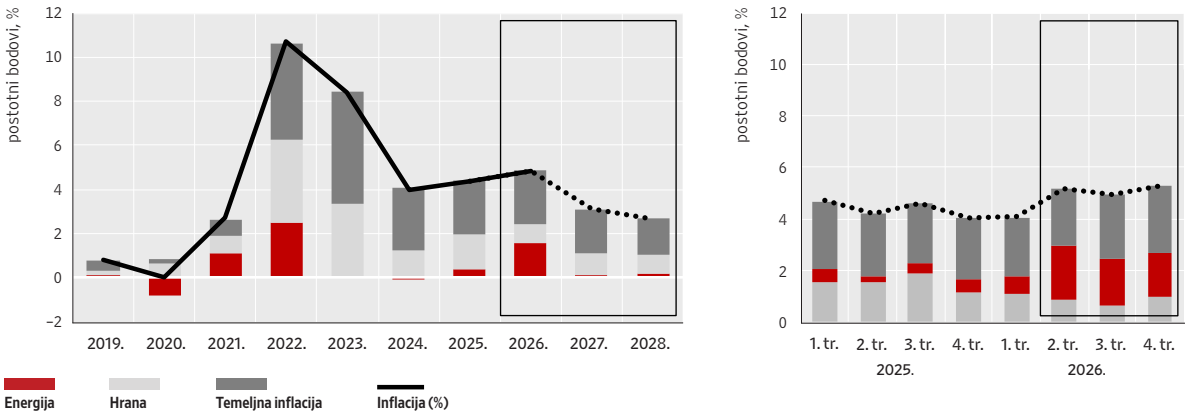
U nastavku projekcijskog razdoblja očekuje se blago usporavanje rasta hrvatskoga gospodarstva na prosječnih 2,3%, zbog očekivanog slabljenja domaće potražnje, dok bi rast izvoza robe i usluga mogao ojačati. Osobna potrošnja trebala bi se postupno usporavati, što odražava očekivano usporavanje rasta realnih dohodaka, na koje utječe i očekivana restriktivnija fiskalna politika. Osim toga, očekuje se i usporavanje investicijske aktivnosti, i to poglavito zbog manjeg korištenja sredstava iz fondova EU-a budući da se vrhunac korištenja fondova iz Mehanizma za oporavak i otpornost očekuje u 2026., dok bi isplate sredstava krajnjim korisnicima iz nove financijske perspektive mogle tek postupno jačati. Istodobno, rast privatnih investicija mogao bi biti razmjerno stabilan i potaknut smanjenjem neizvjesnosti i postupnim oporavkom inozemne potražnje. U međuvremenu se očekuje usporavanje rasta uvoza, u skladu s kretanjem domaće potražnje, a rast izvoza mogao bi se ubrzati prema kraju projekcijskog razdoblja. Kao posljedica toga, doprinos neto inozemne potražnje rastu BDP-a do kraja projekcijskog razdoblja mogao bi postati blago pozitivan.

U projekcijskom razdoblju pretežu negativni rizici za rast, uz visoku razinu neizvjesnosti vezanu uz trajanje i intenzitet sukoba na Bliskom istoku. Glavni su kanali transmisije tih negativnih rizika ponajprije slabija inozemna potražnja u odnosu na očekivanja i više cijene energenata, što bi moglo dodatno smanjiti realni raspoloživi dohodak kućanstava. Dugotrajniji sukob istodobno bi mogao produljiti razdoblje povišene neizvjesnosti, čime bi se odgodile odluke o investiranju i potrošnji trajnih dobara. Rizici za turizam ocjenjuju se kao dvosmjerni. S jedne strane, povišena geopolitička neizvjesnost mogla bi dio europskih turista preusmjeriti s azijskih destinacija prema mediteranskim odredištima, pa bi izvoz usluga mogao nadmašiti projicirane razine. Pritom bi Hrvatska, kao pretežno cestovna destinacija, mogla biti relativno manje pogođena eventualnim produljenim poremećajima u zračnom

prometu nego ostale mediteranske zemlje. S druge strane, dulji sukob mogao bi smanjiti ukupnu sklonost putovanjima, dok bi otežana povezanost preko zračnih čvorišta u pogođenoj regiji ograničila dolaske s udaljenih prekomorskih tržišta, osobito iz Azije. Međutim, u slučaju relativno brzog postizanja mirovnog sporazuma, cijene energenata mogle bi se normalizirati brže nego što se očekuje, a neizvjesnost znatno smanjiti, što bi pozitivno utjecalo na pouzdanje potrošača i poduzeća te gospodarski rast.

Inflacija bi se u 2026. mogla dodatno ubrzati zbog snažnog rasta cijena energije, nakon čega se u 2027. i 2028. očekuje njezino usporavanje. Očekivani porast prosječne godišnje stope ukupne inflacije (HIPC) s 4,4% u 2025. na 4,9% u 2026. isključivo je rezultat izraženog ubrzavanja rasta cijena energije prouzročenog sukobom na Bliskom istoku. Za razliku od toga, očekuje se usporavanje inflacije cijena hrane, dok bi se temeljna inflacija (koja isključuje kolebljive cijene energije i hrane) mogla zadržati na razini iz prethodne godine. U nastavku projekcijskog horizonta očekuje se smanjivanje inflatornih pritisaka zbog usporavanja rasta plaća i osobne potrošnje, prigušenog rasta inozemne potražnje za turističkim uslugama, restriktivnije fiskalne politike i pada cijena energenata. Tako bi se u 2027. ukupna inflacija mogla usporiti na 3,1%, ponajviše zahvaljujući smanjenju pritisaka na cijene energije, a u manjoj mjeri i usporavanju temeljne inflacije, dok bi inflacija cijena hrane mogla blago ojačati, zbog odgođenih učinaka rasta cijena energenata i ostalih inputa u proizvodnji, poput umjetnih gnojiva. Daljnje usporavanje ukupne inflacije na 2,7% u 2028. odražava nastavak smanjivanja temeljne inflacije, a očekuje se i niža inflacija cijena hrane zbog manjih pritisaka na cijene prehrambenih sirovina na svjetskom i europskom tržištu.

Slika 4.2.2. Projekcija harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena



Izvori: Eurostat; ocjene i projekcije HNB-a

Inflacija cijena energije u 2026. trebala bi se znatno ubrzati. Tako bi prosječna godišnja stopa rasta cijena energije, nakon 3,3% u 2025., u 2026. mogla iznositi 13,0%. Ovakvo izraženo ubrzavanje inflacije cijena energije poglavito odražava učinke prelijevanja snažnog rasta cijena sirove nafte i naftnih derivata na svjetskom tržištu na domaće maloprodajne cijene naftnih derivata, uz uvažavanje tržišnih očekivanja glede kretanja cijene sirove nafte u nastavku godine.

Za razliku od cijena energije, u 2026. očekuje se usporavanje rasta cijena hrane. Inflacija cijena hrane mogla bi se, nakon ubrzavanja na 5,5% u 2025. godini, u 2026. usporiti na 3,0%. Očekivano usporavanje inflacije cijena hrane odražava slabljenje pritisaka na osnovi cijena prehrambenih sirovina na svjetskom i europskom tržištu te usporavanje rasta plaća koje smanjuje troškovne i potražne pritiske. U suprotnom smjeru na inflaciju cijena hrane djelovat će postupno prelijevanje viših cijena energije te se u drugoj polovini tekuće i početkom iduće godine očekuje njezino ubrzavanje.

Temeljna bi se inflacija u 2026. mogla zadržati na razini iz prethodne godine i iznositi 4,1%. Pritom bi obje sastavnice temeljne inflacije (inflacija cijena industrijskih proizvoda i inflacija cijena usluga) mogle ostati na podjednakoj razini kao u prethodnoj godini. Inflacija cijena industrijskih proizvoda mogla bi tako ostati niska i znatno ispod svojega dugoročnog prosjeka kao rezultat negativnih stopa promjene u prvom dijelu godine, dok se prema kraju godine očekuje njezino postupno ubrzavanje. I nadalje visoku stopu inflacije cijena usluga održavaju solidna domaća potražnja u uvjetima nastavka rasta raspoloživog dohotka kao i raniji rast određenih administrativnih cijena (najamnina, naknade za uporabu cesta, odvoza smeća, odvodnje otpadnih voda).

Očekivano usporavanje ukupne inflacije na 3,1% u 2027. ponajviše odražava izraženo usporavanje godišnjeg rasta cijena energije, uz pretpostavku o smanjivanju cijene sirove nafte na svjetskom tržištu. Manje izraženo od cijena energije, na očekivano smanjivanje ukupne inflacije u 2027. djeluje i usporavanje temeljne inflacije u uvjetima usporavanja rasta osobne potrošnje i plaća i relativno visoke dostignute razine cijena usluga povezanih s turizmom. Nasuprot tome, inflacija cijena hrane mogla bi se ubrzati zbog indirektnih učinaka poskupljenja energije iz prethodne godine, odgođenih učinaka povećanja drugih ulaznih troškova poput cijena umjetnih gnojiva i većih pritisaka na osnovi cijena prehrambenih proizvoda na europskom tržištu.

Daljnje usporavanje ukupne inflacije na 2,7% u 2028. proizlazi iz očekivanog nastavka usporavanja temeljne inflacije i inflacije cijena hrane, dok bi se inflacija cijena energije mogla ubrzati. Očekivano ubrzavanje inflacije cijena energije u 2028. odražava procijenjeni učinak najavljenog uvođenja novog sustava Europske unije u trgovanju emisijama stakleničkih plinova (engl. *EU Emissions Trading System* 2, EU ETS2) za sektor zgradarstva, cestovnog prometa i emisije iz goriva za sektore izvan postojećeg EU ETS-a. Procijenjeni učinak EU ETS-a 2 temelji se na zajedničkoj tehničkoj pretpostavci za cijelo europodručje. Isključi li se utjecaj mogućeg učinka EU ETS-a 2, inflacija cijena energije bi se i krajem projekcijskog razdoblja dodatno usporila.

Inflacijski diferencijal između Hrvatske i prosjeka europodručja trebao bi se postupno smanjivati. Prema najnovijim prognozama Hrvatske narodne banke i Europske središnje banke iz lipnja 2026. razlika u prosječnoj godišnjoj stopi inflacije u Hrvatskoj i na razini prosjeka europodručja mogla bi u 2026. biti manja nego u prethodnoj godini i iznositi 1,9 postotnih bodova, u odnosu na 2,3 postotna boda iz 2025. godine. U 2027. inflacijski diferencijal mogao bi se dodatno smanjiti, i to na 0,8 postotnih bodova, uz daljnje smanjenje na 0,7

postotnih bodova u 2028. godini, što je otprilike na razini prosječno ostvarenoga dugoročnog diferencijala iz razdoblja prije pandemije.

Prosječna godišnja stopa inflacije mjerena nacionalnim indeksom potrošačkih cijena (IPC) mogla bi se u 2026. dodatno ubrzati na 5,0%, nakon čega se u 2027. očekuje usporavanje na 3,0%, a u 2028. na 2,6%. Ubrzavanje ukupne inflacije mjerene nacionalnim indeksom u 2026. odraz je snažnog ubrzavanja rasta cijena energije kao i bržeg rasta cijena usluga, dok se u 2027., suprotno tome, očekuje usporavanje rasta cijena i energije i usluga. Usporavanje ukupne inflacije u 2028. proizlazi iz usporavanja temeljne inflacije i inflacije cijena hrane, dok bi se, kao kod HIPC-a, inflacija cijena energije mogla ubrzati. U skladu s recentnim ostvarenjima prosječna bi godišnja stopa inflacije mjerene IPC-om u 2026. mogla biti nešto viša od inflacije mjerene HIPC-om, a u iduće dvije godine ponovno nešto niža, uz relativno male razlike između ta dva pokazatelja na tragu povijesnih kretanja.

Projekcija inflacije izložena je izraženim neizvjesnostima i rizicima, pri čemu prevladavaju rizici da inflacija bude viša od prognozirane. Znatni inflatorni rizici i nadalje su povezani s geopolitičkim napetostima, u prvom redu zbog ratnog sukoba na Bliskom istoku, što može uzrokovati nove poremećaje u opskrbi energentima i rast cijena sirove nafte na svjetskom tržištu. Veći rast cijena energenata povećava indirektne učinke na inflaciju kao i rizike za sekundarne učinke izazvane rastom inflacijskih očekivanja i snažnijim rastom plaća od trenutačno predviđenog, a osobito u uvjetima robusnog tržišta rada. Nadalje, rizici za višu inflaciju cijena hrane proizlaze iz mogućih ekstremnih vremenskih uvjeta, ali i jačih odgođenih učinaka rasta ulaznih troškova. S druge strane, inflacija bi mogla biti niža od predviđene u slučaju ranijeg smirivanja situacije na Bliskom istoku, ali i ako gospodarski rast bude slabiji od očekivanog, zbog jačanja trgovinskih napetosti i s tim povezanim slabljenjem inozemne potražnje, kao i zbog izrazitije aprecijacije eura koja bi mogla ublažiti uvozne inflatorne pritiske.

U odnosu na prethodnu projekciju HNB-a, rast realnog BDP-a Hrvatske u 2026. godini revidiran je naniže za 0,2 postotna boda (Tablica 4.2.2.). Kao posljedica slabije vanjske potražnje u odnosu na očekivanja i relativno nepovoljnih kretanja zabilježenih na početku godine, revidirane su naniže sve glavne sastavnice BDP-a osim državne potrošnje. Vanjska bi potražnja međutim i dalje mogla nastaviti rasti u projekcijskom horizontu, uz očekivano intenziviranje u 2027. godini., što bi trebalo potaknuti nastavak rasta ukupnog izvoza robe i usluga. U 2027. rast je blago revidiran naniže (za 0,1 postotni bod), što također odražava nešto nepovoljnija očekivanja vezana uz inozemnu potražnju i cijene energenata u odnosu na ranija očekivanja.

Tablica 4.2.2. Odstupanja od projekcije HNB-a iz ožujka 2026.

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

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

U usporedbi s prethodnom projekcijom iz ožujka ove godine, prosječna godišnja stopa ukupne inflacije (HIPC) mogla bi biti viša za 0,3 postotna boda u 2026. i 2027. godini. Revizija projekcije ukupne inflacije u 2026. rezultat je više očekivane cijene energenata, što odražava viša recentna ostvarenja i porast tržišnih očekivanja u vezi s kretanjem cijena sirove nafte na svjetskom tržištu u projekcijskom horizontu u odnosu na pretpostavke iz ožujka. Unatoč višim cijenama energenata i zbog toga snažnijim očekivanim neizravnim učincima na rast potrošačkih cijena, temeljna je inflacija blago revidirana naniže s obzirom na to da su recentna ostvarenja inflacije industrijskih proizvoda bila znatno niža od očekivanja. Inflacija cijena hrane također je revidirana naniže zbog nižih ostvarenja od očekivanih. Revizija projekcije inflacije u 2027. naviše odražava više indirektne učinke u skladu s višim cijenama energije. Projekcija inflacije mjerene nacionalnim indeksom potrošačkih cijena u 2026. revidirana je za veći iznos od inflacije mjerene harmoniziranim pokazateljem zbog viših ostvarenja u odnosu na očekivanja.

Okvir 5.

Učinci eskalacije sukoba na Bliskom istoku u alternativnim scenarijima i odstupanja od osnovne projekcije

U uvjetima visoke razine neizvjesnosti proizišle iz geopolitičkih napetosti na Bliskom istoku, uz osnovnu projekciju izrađeni su i alternativni, hipotetski, scenariji kretanja cijena energenata te je ocijenjen njihov potencijalni učinak na gospodarski rast i inflaciju u Hrvatskoj. Razmatrani scenariji pretpostavljaju različit intenzitet i trajanje rasta cijena energetskih sirovina te povećanu razinu neizvjesnosti. Trenutačni scenariji oblikovani su prema tržišno impliciranim distribucijama vjerojatnosti kretanja cijena energenata, a u HNB-ovim projekcijama iz ožujka bili su vezani uz pretpostavke o trajanju i intenzitetu sukoba. Trenutačni nepovoljni scenariji tako pretpostavljaju inicijalno nešto blaže, no dugotrajnije cjenovne pritiske. Dodatno je napravljen i umjereni scenarij koji pretpostavlja brži pad cijena energenata u odnosu na osnovni scenarij. Rezultati upućuju na osjetnije usporavanje rasta BDP-a i znatno snažnije inflatorne pritiske u slučaju snažnijih i dugotrajnijih poremećaja na tržištu energenata. Pritom bi se negativni učinci prelijevali pretežno putem pada realne kupovne moći, slabljenja inozemne potražnje i povišene neizvjesnosti. S druge strane, u umjerenom bi scenariju inflacija mogla biti niža, a rast BDP-a nešto veći nego u osnovnoj projekciji. Izračuni pritom ne pretpostavljaju dodatnu reakciju fiskalne i monetarne politike u odnosu na pretpostavke uključene u osnovnom scenariju.

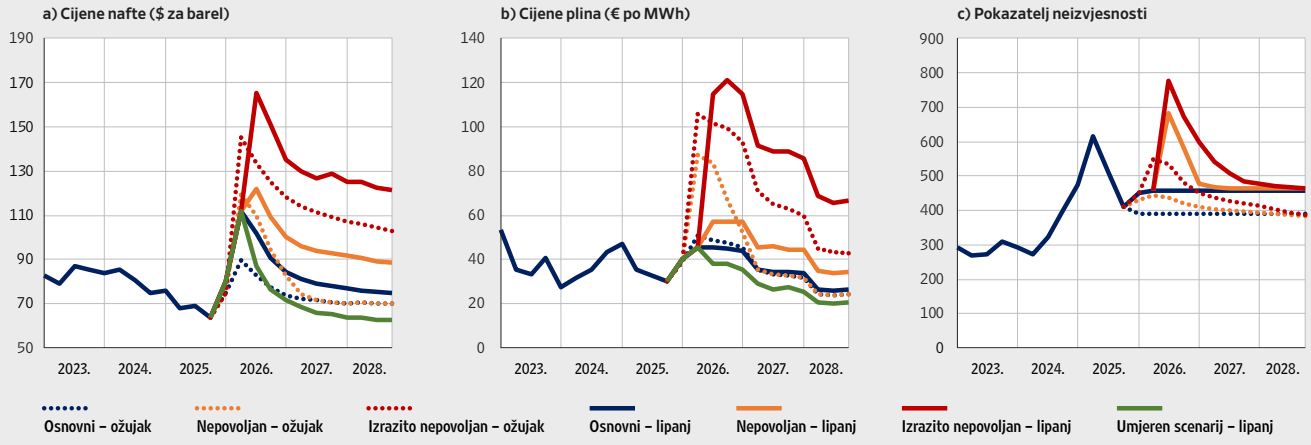
S obzirom na izraženu neizvjesnost u vezi s trajanjem i intenzitetom rata na Bliskom istoku i njegov utjecaj na cijene sirovina, globalne lance opskrbe i financijska tržišta, osnovna projekcija HNB-a nadopunjena je alternativnim scenarijima. Ti se scenariji međusobno razlikuju s obzirom na intenzitet i trajnost energetskog poremećaja, razinu neizvjesnosti kao i na njihov utjecaj na inozemnu potražnju. Osnovne i alternativne putanje cijena nafte znatno su revidirane naviše u odnosu na ono što se očekivalo u ožujku, osobito na dugom kraju krivulje terminskih cijena, pri čemu su se pretpostavke za osnovni scenarij približile putanji nepovoljnog scenarija iz ožujka.[18] S druge strane, osnovni scenarij za cijene prirodnog plina nije se znatno promijenio, što odražava visoku otpornost europskog tržišta utemeljenu na strukturnim energetskim prilagodbama i diversifikaciji uvoza u uvjetima novoga energetskog poremećaja. U nepovoljnom scenariju cijene plina također su nešto povoljnije u odnosu na pretpostavke iz ožujka, dok su u izrazito nepovoljnom scenariju korigirane naviše. Osim toga, u odnosu na scenarije prikazane u HNB-ovoj projekciji iz ožujka 2026., lipanjski scenariji nisu izravno vezani uz pretpostavke o trajanju i intenzitetu sukoba, nego se kretanje cijena energenata izvodi iz tržišno uvjetovanih distribucija vjerojatnosti. Navedene metodološke promjene uglavnom su dodatno povećale projicirane putanje za cijene nafte i plina u alternativnim

18 Veća trajnost šoka u odnosu na scenarije iz ožujka uz višu razinu neizvjesnosti na duljim horizontima može odražavati tržišna očekivanja da bi sukob mogao trajati dulje nego što se prvotno očekivalo te da bi za otklanjanje poremećaja u energetskim tokovima moglo biti potrebno dulje vrijeme, čak i nakon ponovnog otvaranja Hormuškog tjesnaca.

scenarijima, osim u nepovoljnom scenariju, i to isključivo tijekom ove godine, kada su nešto ublažile porast pretpostavljene putanje. Konkretno, pretpostavke u sklopu različitih scenarija jesu sljedeće:

- Nepovoljni scenarij polazi od pretpostavke o zadržavanju izraženih poremećaja u opskrbi energentima, no bez eskalacije koja bi podrazumijevala znatnije daljnje uništavanje energetske infrastrukture. U takvim uvjetima pretpostavljena putanja cijena energenata od trećeg tromjesečja 2026. prati 75. percentil tržišno implicirane distribucije vjerojatnosti (Slika 1.). Istodobno se pretpostavlja kratkotrajan porast neizvjesnosti, aproksimiran rastom europskog pokazatelja EPU[19] za približno 50%, nakon čega bi krajem 2026. uslijedio brzi povratak prema razinama iz četvrtog tromjesečja 2025. godine, čime bi se neizvjesnost zadržala tek neznatno iznad putanje iz osnovne projekcije.
- Izrazito nepovoljni scenarij odražava materijalizaciju znatno snažnijih i dugotrajnijih poremećaja u opskrbi energentima, što bi implicitno obuhvaćalo i znatnija daljnja razaranja energetske infrastrukture. U takvim se uvjetima pretpostavlja putanja cijena energenata koja prati 95. percentil tržišno implicirane distribucije. Porast neizvjesnosti ovdje je znatno snažniji i podrazumijeva inicijalni rast pokazatelja EPU za približno 70%. Za razliku od nepovoljnog scenarija, neizvjesnost se ovdje zadržava na izrazito povišenim razinama sve do kraja 2027. godine, nakon čega tijekom 2028. tek neznatno ostaje iznad putanje iz osnovne projekcije.
- Umjereni scenarij temelji se na normalizaciji globalnih energetskih tržišta tijekom trećeg tromjesečja 2026. godine. U takvim uvjetima pretpostavljena putanja cijena energenata spušta se ispod osnovne projekcije i prati 25. percentil tržišno implicirane distribucije. U ovom se scenariju neizvjesnost zadržava na opaženim razinama iz osnovne projekcije.

Slika 1. Temeljne pretpostavke osnovnog i alternativnih scenarija

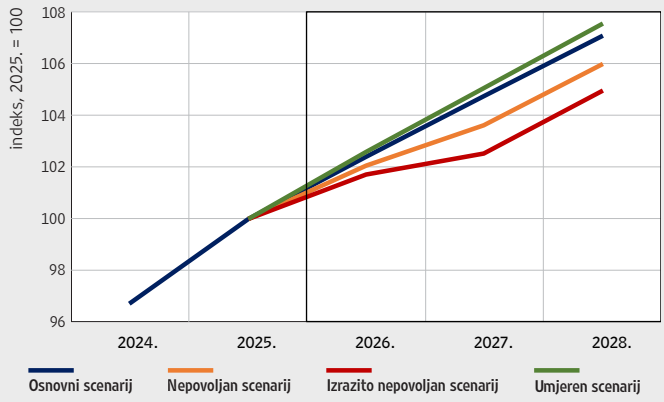


Izvori: HNB; ESB

19 Pokazatelj neizvjesnosti ekonomske politike (EPU) za Europu mjeri razinu ekonomske neizvjesnosti prebrojavanjem članaka u vodećim europskim novinama koji sadržavaju termine vezane uz neizvjesnost, ekonomiju i politiku, pri čemu se ti rezultati standardiziraju i agregiraju na nacionalnoj (Francuska, Italija, Njemačka, Španjolska, Ujedinjeno Kraljevstvo) i europskoj razini.

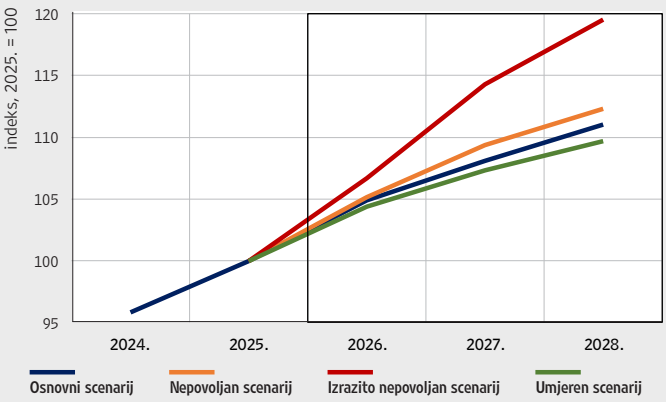
Materijalizacija pretpostavljenog šoka u alternativnim nepovoljnim scenarijima rezultirala bi snažnijim usporavanjem gospodarske aktivnosti i jačanjem inflatornih pritisaka, pri čemu bi se negativni učinci na rast pretežno prelijevali putem pada realnoga raspoloživog dohotka i izražene neizvjesnosti, a inflatorni pritisci proizlazili iz izravnih i sekundarnih učinaka rasta cijena energenata. U nepovoljnom bi scenariju utjecaj na domaće gospodarstvo bio izražen tijekom cijeloga projekcijskog horizonta, a očitovao bi se primarno u usporavanju rasta osobne potrošnje zbog smanjenja kupovne moći kućanstava i sporijoj dinamici izvoza prouzročenoj slabljenjem vanjske potražnje. Istodobno, povišena neizvjesnost dodatno bi opterećivala gospodarsku aktivnost, što bi izravno utjecalo na odgodu i smanjenje privatnih investicija. Rast realnog BDP-a pritom bi bio niži u odnosu na osnovnu projekciju za 0,3 postotna boda u 2026. i za 0,8 postotnih bodova u 2027., a viši za 0,1 postotni bod u 2028. godini (Slika 2.). Inflacija mjerena HIPC-om mogla bi biti viša od osnovne projekcije za 0,3 postotna boda u 2026., poglavito zbog viših cijena energije. Tijekom 2027. odstupanje u odnosu na osnovni scenarij povećalo bi se na 0,9 postotnih bodova, prije svega uzrokovano odgođenim padom cijena energenata te jačim neizravnim i sekundarnim učincima relativno skupih energenata izazvanih višim troškovima proizvodnje, uključujući i odgođeni prijenos na rast plaća. Odstupanje bi se, zahvaljujući postupnom slabljenju tih pritisaka u 2028. suzilo na 0,2 postotna boda. U izrazito nepovoljnom scenariju energetski šok i globalni poremećaji mogli bi rezultirati znatno snažnijim i dugotrajnim učincima na realnu aktivnost i inflaciju. Rast BDP-a tako bi mogao biti niži u odnosu na osnovnu projekciju za 0,7 postotnih bodova u 2026. i za 1,5 postotnih bodova u 2027., a viši za 0,2 postotna boda u 2028. godini. To primarno odražava slabiju osobnu potrošnju zbog znatno sporijeg rasta realnih raspoloživih dohodaka i povišenog opreza kućanstava. Nadalje, visoka razina neizvjesnosti mogla bi snažnije utjecati na dinamiku privatnih investicija, a slabija vanjska potražnja mogla bi se dodatno odraziti na izvoz robe i usluga. Inflacija mjerena HIPC-om bila bi viša od osnovne projekcije za 1,8 postotnih bodova u 2026., 4,0 postotna boda u 2027. i 1,9 postotnih bodova u 2028. godini. Osim snažnoga izravnog učinka na cijene energije, znatnu ulogu u izrazito nepovoljnom scenariju mogli bi imati i snažniji neizravni te sekundarni učinci na temeljnu inflaciju u 2027. i 2028. godini, potaknuti višim inflacijskim očekivanjima te snažnijim prijenosom na rast plaća. U umjerenom scenariju rast BDP-a nešto je veći tijekom cijeloga projekcijskog horizonta, dok je inflacija nešto niža i u 2028. spušta se na 2,2%.

Slika 2. Projekcija bruto domaćeg proizvoda



Izvor: HNB

Slika 3. Projekcija harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena



Izvor: HNB

Makroekonomski učinci nepovoljnih alternativnih scenarija izraženiji su u srednjem roku u odnosu na scenarije iz prethodnoga projekcijskog ciklusa, dok su u ovoj godini nešto blaži. U osnovnom je scenariju rast gospodarske aktivnosti niži, a stopa inflacije viša u odnosu na prethodnu projekciju tijekom cijeloga projekcijskog horizonta. Nepovoljni scenarij iz ožujka već se djelomično materijalizirao, posebice glede kretanja cijena nafte. Projicirani rast BDP-a u alternativnim je scenarijima niži u usporedbi s alternativnim scenarijima iz ožujka. Takva kretanja odražavaju nešto slabija ostvarenja od očekivanih na početku godine kao i snažniji energetski šok koji se, ponajprije putem izraženije neizvjesnosti, ali i slabije inozemne potražnje te pada realnih raspoloživih dohodaka kućanstava odražava na gospodarsku aktivnost (Tablica 1.). Što se tiče inflacije, alternativni scenariji rezultiraju blažim učincima energetskog šoka u 2026., dok u 2027. godini inflacija slijedi višu putanju pod utjecajem snažnijeg porasta i dugotrajnijeg zadržavanja cijena energenata na povišenim razinama. Pritom je odstupanje u odnosu na prethodnu projekciju najizraženije u izrazito nepovoljnom scenariju, što primarno odražava snažnije ugrađene pretpostavke o dugotrajnosti poremećaja i izraženije neizravne učinke na temeljnu inflaciju.

Tablica 1. Projekcija bruto domaćeg proizvoda i harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena

		Godišnja stopa promjene (%)				Odstupanja u odnosu na prethodnu projekciju (p. b.)		
		Osnovna projekcija	Nepovoljni scenarij	Izrazito nepovoljni scenarij	Umjereni scenarij	Osnovna projekcija	Nepovoljni scenarij	Izrazito nepovoljni scenarij
BDP	2026.	2,4	2,1	1,7	2,6	−0,2	0,0	−0,1
	2027.	2,3	1,5	0,8	2,4	−0,1	−0,5	−0,6
	2028.	2,2	2,3	2,4	2,4			
HIPC	2026.	4,9	5,2	6,7	4,4	0,3	−0,4	−0,3
	2027.	3,1	4,0	7,1	2,8	0,3	0,6	1,3
	2028.	2,7	2,7	4,6	2,2			

Izvor: HNB

Alternativni scenariji ne uključuju potencijalne dodatne reakcije monetarne ili fiskalne politike osim putanje kamatnih stopa ugrađene u projekciju na osnovi tržišnih očekivanja kao ni dodatne kanale na osnovi kojih bi rat na Bliskom istoku mogao utjecati na gospodarska kretanja. Ti se kanali uvelike odnose na rizike za potencijalni output, probleme u dobavnim lancima i opskrbi energentima, utjecaj na ponudu kredita te potencijalno snažniji utjecaj viših troškova proizvodnje na globalne cijene hrane.

HNB
EUROSUSTAV

Kratice i znakovi

Kratice

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

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

Troslovne oznake za valute

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

Dvoslovne oznake za zemlje

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

SK	Slovačka
UK	Ujedinjena Kraljevina

Znakovi

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

HNB
EUROSUSTAV

IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka
Trg hrvatskih velikana 3
10000 Zagreb

www.hnb.hr

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

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

ISSN 2459-8089 (online)

ISSN 2459-8089