



HRVATSKA NARODNA BANKA

EUROSUSTAV

# Inflacija, tržište rada i monetarna politika

Boris Vujčić, guverner HNB-a

9. prosinca 2025.



# Primarni cilj Eurosustava je stabilnost cijena: inflacija od 2%

- Cilj Eurosustava je održavanje stabilnosti cijena što u europodručju podrazumijeva ciljanje inflacije na razini od 2%
- ESB je sredinom ove godine završio redoviti proces revizije strategije monetarne politike pri čemu je potvrđeno simetrično ciljanje inflacije od 2% tijekom srednjeg roka pri čemu se odstupanja inflacije naniže i naviše smatraju jednako nepoželjnim
- Srednjoročna orijentacija monetarne politike dopušta neizbježna kratkoročna odstupanja inflacije od ciljane razine te uzima u obzir vremenski odmak i neizvjesnost kada je riječ o prijenosu monetarne politike na gospodarstvo i inflaciju
- Srednjoročna orijentacija omogućuje fleksibilan pristup kojim se uzima u obzir da odgovarajući odgovor monetarne politike na odstupanje inflacije od ciljane razine ovisi o okolnostima te podrijetlu, veličini i trajanju odstupanja

## Zašto je stabilnost cijena važna?

- Niska i stabilna inflacija pomaže kućanstvima i poduzećima u donošenju optimalnih odluka o štednji, potrošnji i investicijama što potiče gospodarski rast i zapošljavanje
- Prekomjerna i kolebljiva inflacija otežava planiranje kućanstvima i poduzećima, smanjuje kupovnu moć i može dovesti do lančanog povećanja cijena kroz primjerice spiralu nadnica i cijena
- Smanjivanje razine cijena (deflacija) također je opasna za gospodarstvo jer potrošači mogu odgađati kupovinu očekujući još niže cijene, što dovodi do smanjenja prihoda poduzeća, otpuštanja radnika i može rezultirati deflacijskom spiralom s dalekosežnim negativnim učincima
- Monetarna politika ESB-a je zajednička, odnosno zasniva se na pokazateljima za cijelo europodručje
- Prilagođavanje zajedničke monetarne politiku Hrvatskoj ili bilo kojoj drugoj zemlji sa stopom inflacije višom od prosjeka europodručja bi bilo kontraproduktivno jer ni za Hrvatsku ne bi bilo dobro da inflacija u europodručju podbaci u odnosu na ciljanu razinu (rizik "odsidravanja" dugoročnih inflacijskih očekivanja)

## Zašto je ciljana razina inflacije 2%?

- Cilj od 2% je jasan i razumljiv, olakšava predviđanje promjene opće razine cijena tijekom vremena, pridonosi točnosti očekivanja, a ona općoj stabilnosti cijena
- Niska i stabilna inflacija smanjuje vjerojatnost deflacijskih očekivanja nasuprot primjerice ciljanja nulte inflacije što bi vjerojatno rezultiralo učestalim izmjenama razdoblja rasta i pada cijena
- Ciljanjem stope inflacije od 2% uzimaju se u obzir moguće razlike u stopama inflacije među državama europodručja: zahvaljujući pozitivnoj ciljanoj stopi pojedine države ili regije ne moraju imati prekomjerno niske ili čak negativne stope inflacije kao protutežu visokim stopama inflacije koje imaju neke druge države
- Ne dovodeći u pitanje cilj stabilnosti cijena, Eurosustav podržava opće ekonomske politike u Europskoj uniji kako bi pridonio ostvarivanju njezinih ciljeva utvrđenih člankom 3. Ugovora o Europskoj uniji (uravnotežen gospodarski rast, visoko konkurentno socijalno tržišno gospodarstvo koje teži punoj zaposlenosti i društvenom napretku te visoka razina zaštite i poboljšanja kvalitete okoliša)

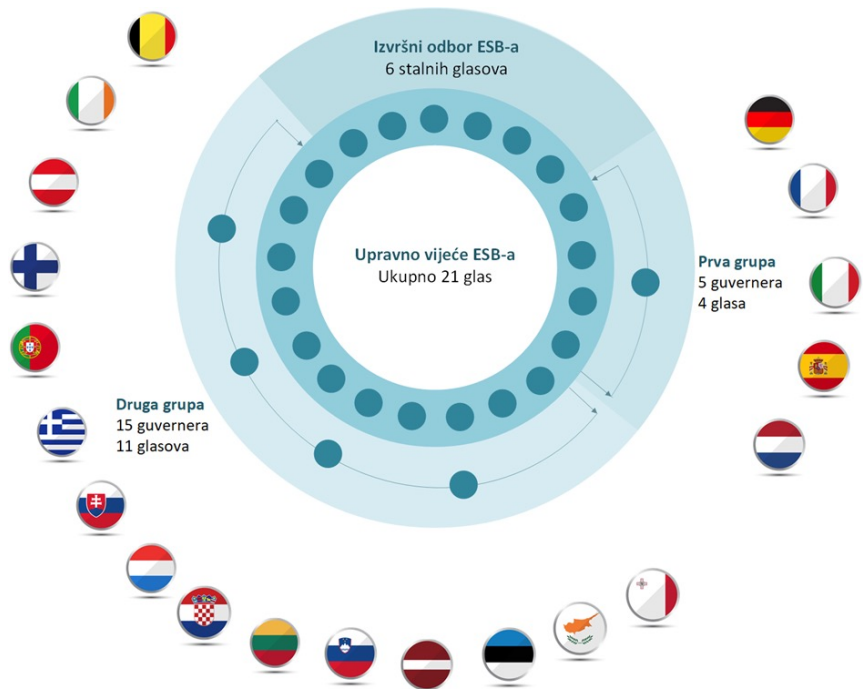
# Danom uvođenja eura Hrvatska narodna banka postala je dio Eurosustava

- primarni cilj Eurosustava – **stabilnost cijena**



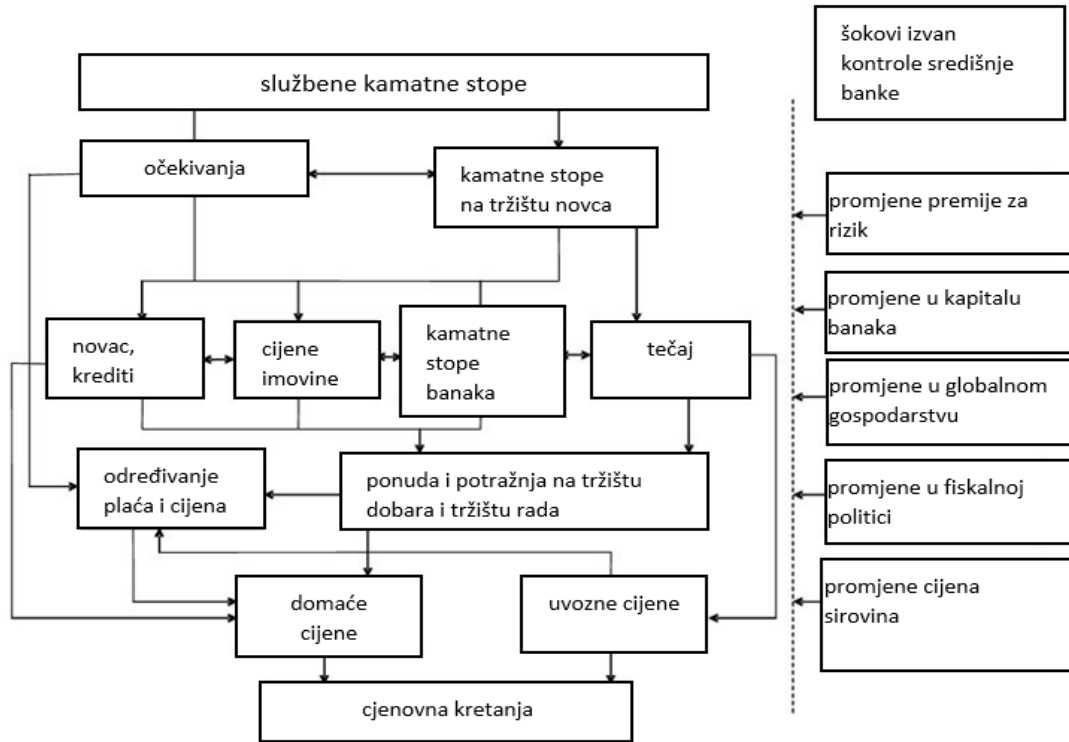
- bez ugrožavanja primarnog cilja, Eurosustav podupire i opće gospodarske politike EU-a – **rast, zaposlenost i financijsku stabilnost**
- guverner HNB-a je član Upravnog vijeća ESB-a
- HNB ravnopravno sudjeluje u kreiranju zajedničke monetarne politike – ima priliku utjecati na uvjete financiranja u europodručju
- HNB provodi zajedničku monetarnu politiku – hrvatske banke, kada je riječ o monetarnim operacijama, i nadalje posluju izravno s HNB-om
- HNB će u punoj mjeri obavljati funkciju zajmodavca u krajnjoj nuždi te će, u slučaju potrebe, moći samostalno plasirati likvidnost bankama u euro
- stručnjaci HNB-a potpuno ravnopravno sudjeluju na sastancima otprilike 160 odbora, pododbora, radnih skupina i drugih radnih tijela u okviru Eurosustava i Jedinstvenog nadzornog mehanizma

# O monetarnoj politici odlučuje Upravno vijeće ESB-a



- Male države članice su natproporcionalno zastupljene u Upravnom vijeću ESB-a
  - jedan član, jedan glas
  - primjenjuje se sustav rotacije glasačkih prava guvernera nacionalnih središnjih banaka – članova Upravnog vijeća
- Odluke se uglavnom donose konsenzusom, uzimajući u obzir cjelinu europodručja
- Ranije smo „uvozili” monetarnu politiku ESB-a, sada i mi utječemo na uvjete financiranja

- povećanje ključnih kamatnih stopa – viši troškovi zaduživanja – smanjenje investicija i potrošnje; smanjenje broja raspoloživih radnih mjesta, usporavanje rasta plaća – smanjenje inflacijskih očekivanja i same inflacije



# Ostale odgovornosti HNB-a nakon uvođenja eura

- **HNB nastavlja i dalje samostalno obavljati niz aktivnosti**, u skladu sa zajedničkim procedurama tamo gdje one postoje:
  - makrobonitetna politika
  - upravljanje financijskom imovinom (uključujući međunarodne pričuve)
  - neometano funkcioniranje platnog sustava
  - izdavanje novčanica i kovanica eura
  - proizvodnja službene statistike
  - nadzor provedbe propisa za sprječavanje pranja novca i financiranja terorizma
  - praćenje zaštite potrošača
- **U okviru bankovne unije HNB nastavlja s aktivnostima supervizije i sanacije**
  - HNB provodi superviziju kreditnih institucija kao dio **jedinstvenog nadzornog mehanizma (SSM)**
  - HNB je sanacijsko tijelo za kreditne institucije u Hrvatskoj zajedno s **Jedinstvenim sanacijskim odborom** (u okviru SRM-a)

# Veza inflacije, plaća i monetarne politike

- Postoji važna međuovisnost između monetarne politike i određivanja plaća
  - kretanje plaća faktor je koji utječe na inflaciju i stoga je važan za monetarnu politiku
  - istovremeno, monetarna politika igra važnu ulogu u određivanju plaća jer usidrava očekivanja inflacije i time olakšava pregovore o plaćama
- Može se reći da inflacija istovremeno određuje, ali je i određena kretanjem plaća
  - radnici svoje zahtjeve za kretanjem plaća temelje na trenutnoj i prošloj inflaciji te na inflacijskim očekivanjima
  - plaće predstavljaju ulazni trošak za tvrtke. Međudnos realnih plaća i produktivnosti utječe na odluke tvrtki o određivanju cijena i time na inflacijske pritiske

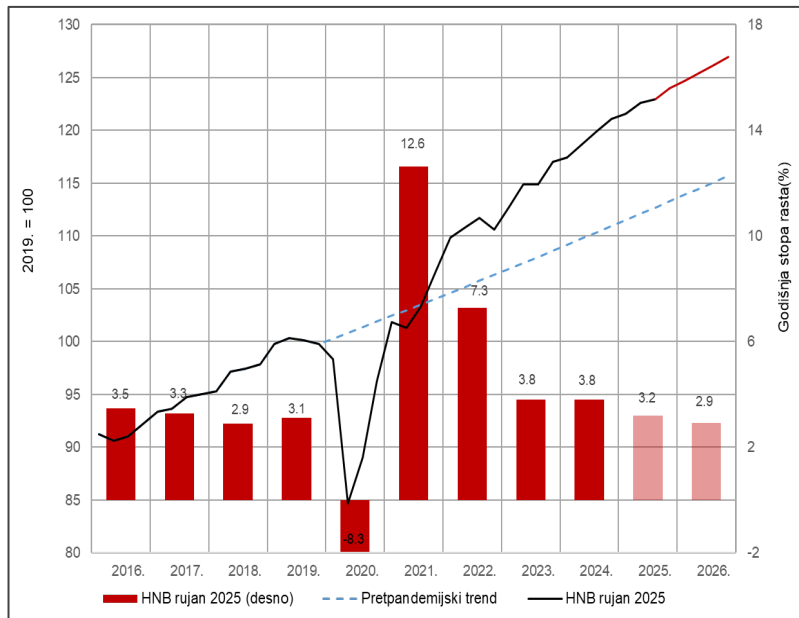
# Međuovisnost inflacije, plaća i monetarne politike

- niska nezaposlenost i visoka potražnja za radom povezani su sa višim stopama rasta plaća i vice versa
- u dugom roku, uz stabilnu nezaposlenost na dugoročnoj razini, realna plaća rasti će po stopi rasta produktivnosti mjerenoj kao dodana vrijednost po zaposlenom
- dugoročno, produktivnost je potaknuta inovacijama i ulaganjem u bolju opremu
- u kratkom i srednjem roku produktivnost ovisi o brzini prilagodbe proizvodnje i korištenja inputa pa tako kada potražnja pada, a poduzeća ne prilagode svoju radnu snagu, produktivnost se smanjuje jer isti broj radnika sada proizvodi manje
- različiti događaji (šokovi) mogu rezultirati drugačijim razvojem inflacije i produktivnosti od onoga što su socijalni partneri očekivali, stoga će i realne plaće i zaposlenost biti drugačije od očekivanih (i dogovorenih)
- poduzeća mogu privremeno apsorbirati te veće troškove smanjujući dobit umjesto da ih prenesu na potrošače, čime se privremeno može ublažiti utjecaj rastućih troškova proizvodnje na inflaciju.

# Makroekonomska kretanja

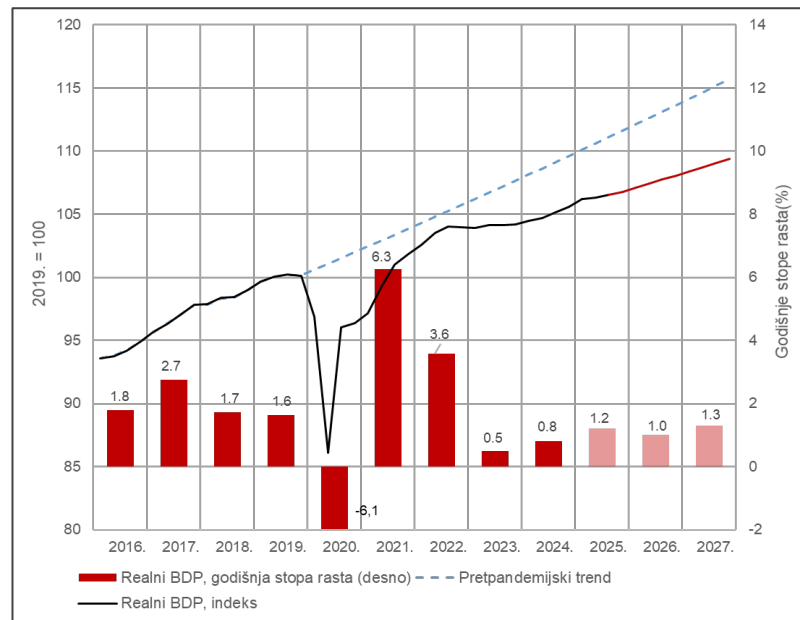
# Gospodarska ekspanzija u Hrvatskoj uvelike je nadmašila pretpandemijski trend, za razliku od europodručja

## Hrvatska i pretpandemijski trend



Napomena: HNB projekcija iz rujna 2025.  
Izvori: DZS i HNB

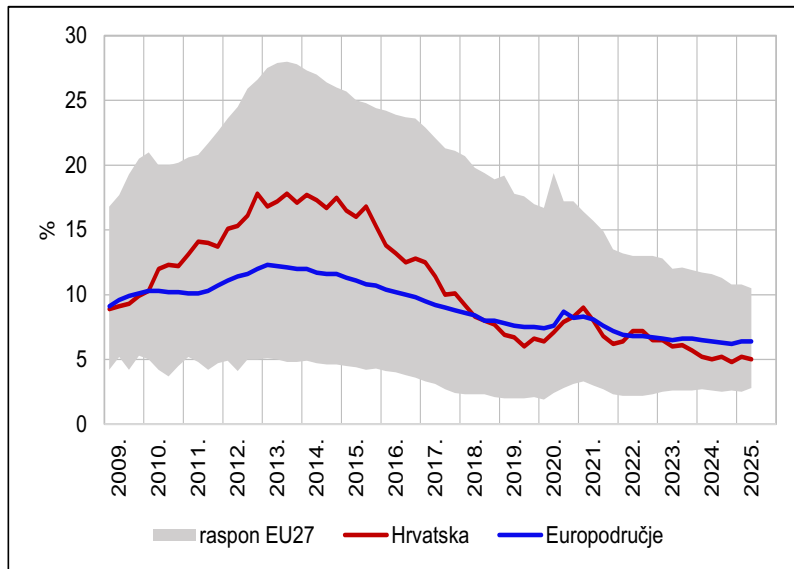
## EA i pretpandemijski trend



Napomena: ESB projekcija iz rujna 2025.  
Izvori: ESB

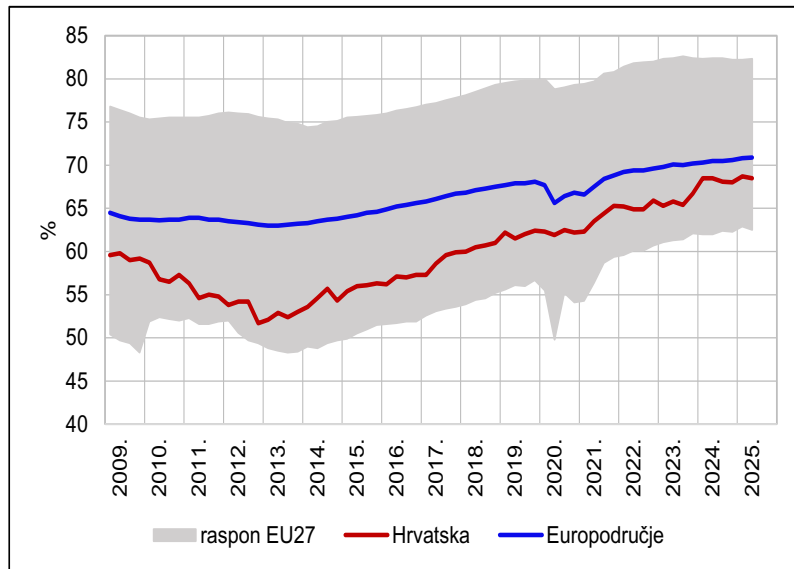
# Nezaposlenost na povijesno niskim razinama u Hrvatskoj i europodručju, uz rastuće stope zaposlenosti

## Stopa anketne nezaposlenosti



Napomena: Podaci se odnose na raspon stanovništva od 15 do 74 godine.  
Izvor: Eurostat

## Stopa zaposlenosti

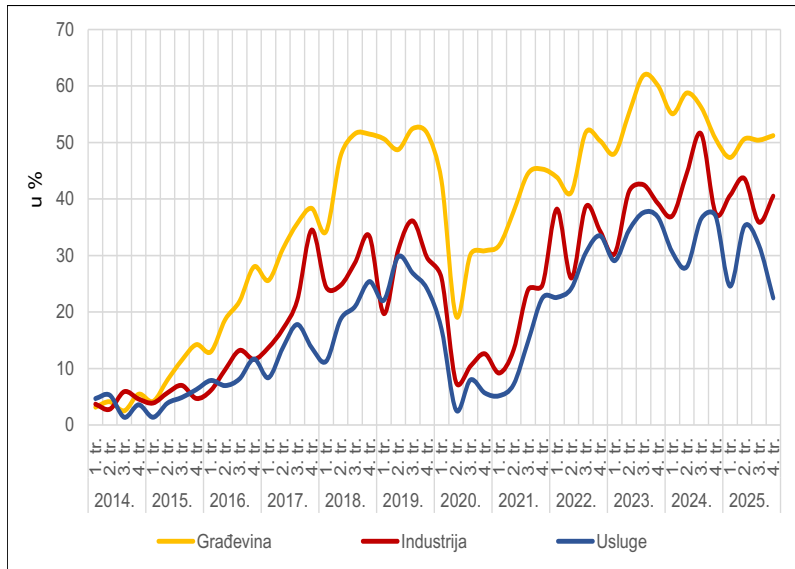


Napomena: Podaci se odnose na raspon stanovništva od 15 do 64 godine.  
Izvori Eurostat

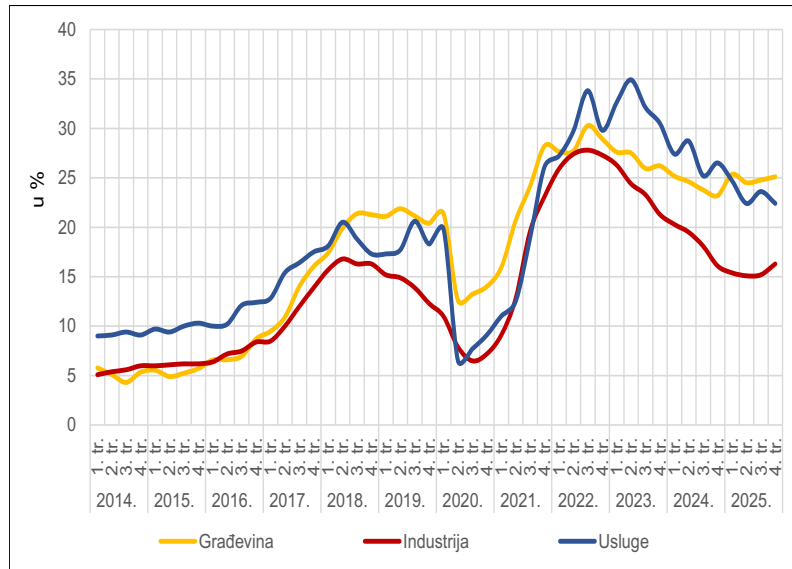
# Potražnja za radom pritom nastavlja biti razmjerno snažna

## Radna snaga kao ograničavajući faktor u poslovanju

Hrvatska



EA



Napomena: Podaci se odnose na pitanje: "Koји su vam trenutno glavni ograničavajući faktori u poslovanju?", iz Ankete o pouzdanju poduzeća i potrošača. Podaci za četvrto tromjesečje odnose se na listopad i studeni.

Izvor: EC.

**HRVATSKA NARODNA BANKA**

EUROSUSTAV

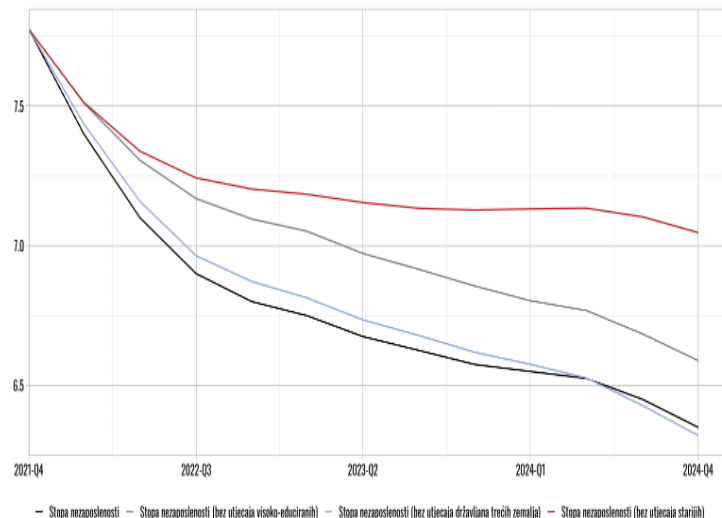
# Socio-demografske promjene odražavaju se na kretanja stope nezaposlenosti – utjecaj dobi, stupnja obrazovanja i imigracije

Stopa nezaposlenosti i doprinosi stranih radnika, visokoobrazovanih radnika i starijih radnika

Hrvatska



EA

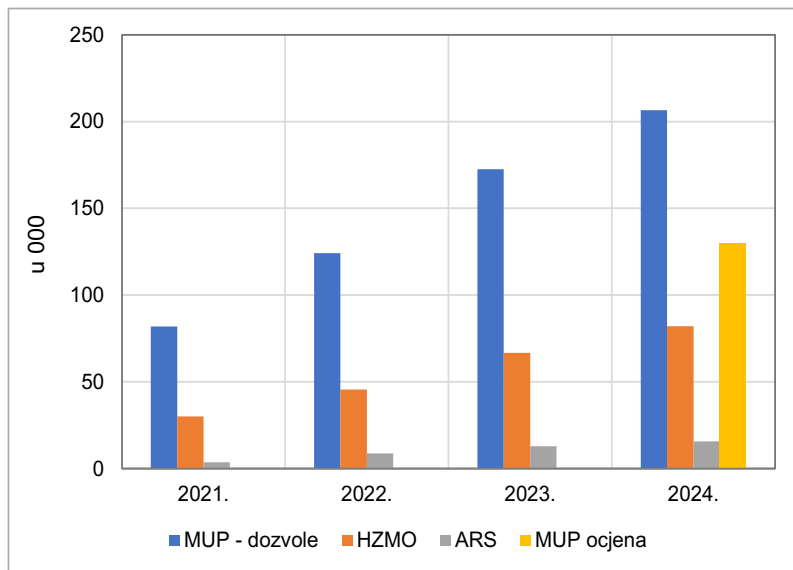


Napomena: Prikazano je koliko bi iznosila stopa nezaposlenosti kada bi razina visoko obrazovanih, starijih i stranih radnika (samo EA) ostala na razini četvrtog tromjesečja 2021. godine.

Izvori: Eurostat; Izračun HNB-a

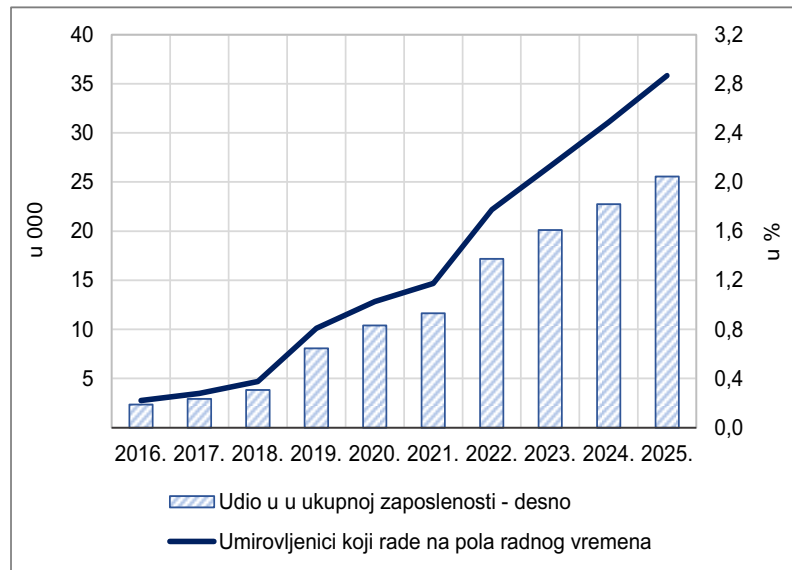
# Višak potražnje za radom nastoji se namiriti zapošljavanjem stranaca i aktiviranjem ranije neaktivnih kategorija (umirovljenici)

Strani radnici u Hrvatskoj – različiti izvori



Izvori: HZMO; Eurostat; MUP; <https://n1info.hr/vijesti/nova-pravila-za-strane-radnike-bozinovic-kaze-da-je-cilj-zakonskih-izmjena-zastita-domacih-radnika-i-povratak-iseljenika/>

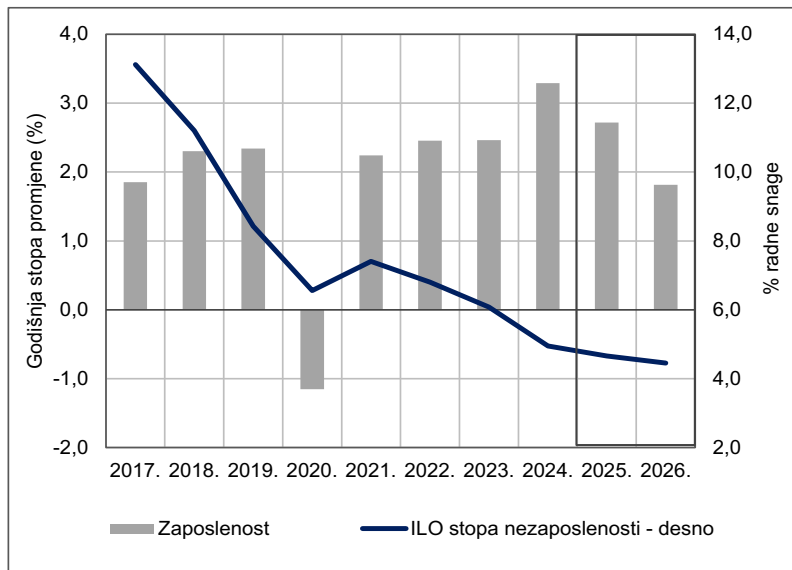
Umirovljenici koji rade na pola radnog vremena



Izvor: HZMO

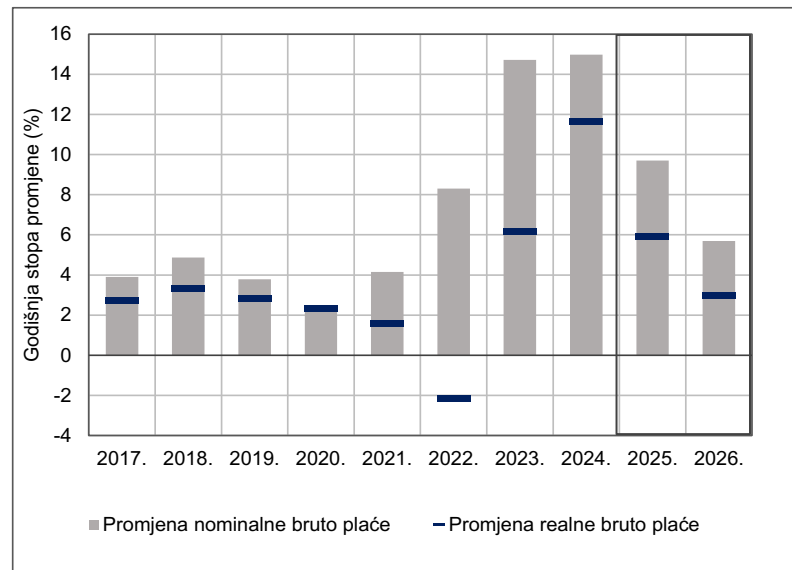
# Očekuje se postupno usporavanje rasta zaposlenosti i plaća

## Zaposlenost i anketna stopa nezaposlenosti



Izvori: HZMO; DZS; Projekcija HNB-a

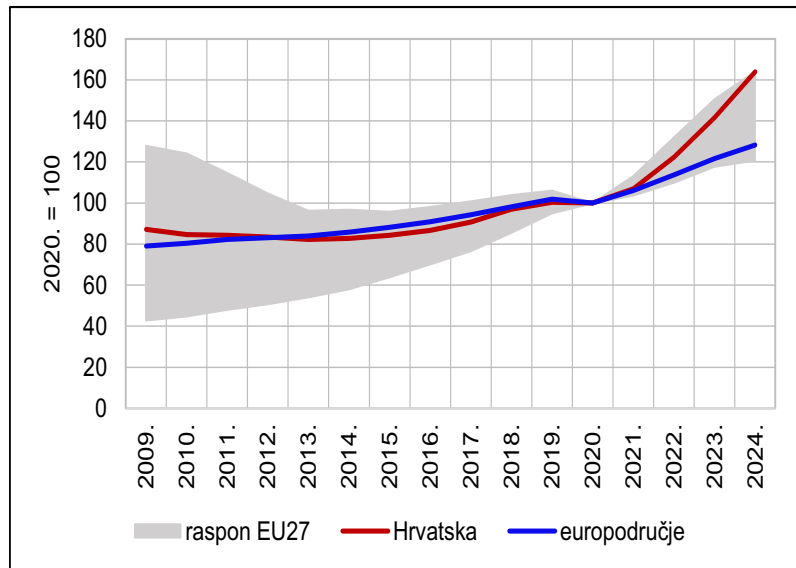
## Nominalne i realne bruto plaće



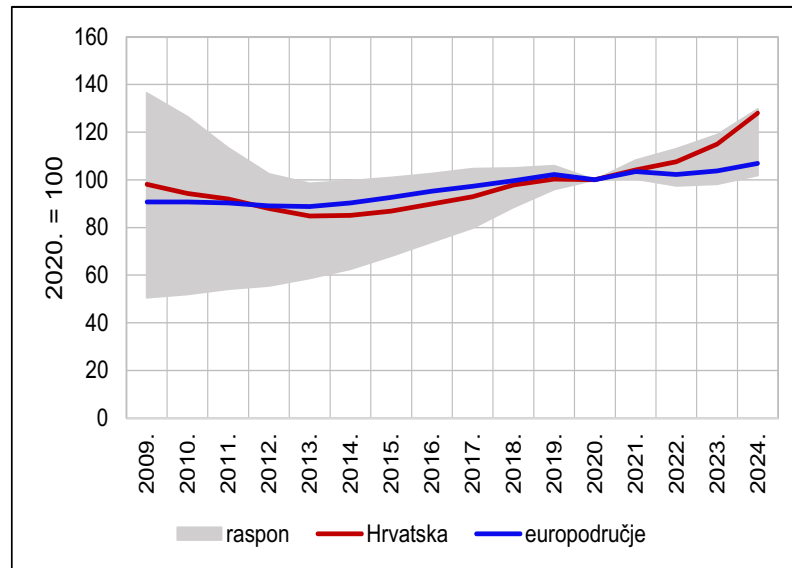
Izvori: DZS; Izračun HNB-a; Projekcija HNB-a

# U uvjetima napetog tržišta rada, rast plaća u Hrvatskoj nakon Covid-19 pandemije znatno izraženiji nego u europodručju

## Nominalne naknade isplaćene zaposlenicima



## Realne naknade isplaćene zaposlenicima

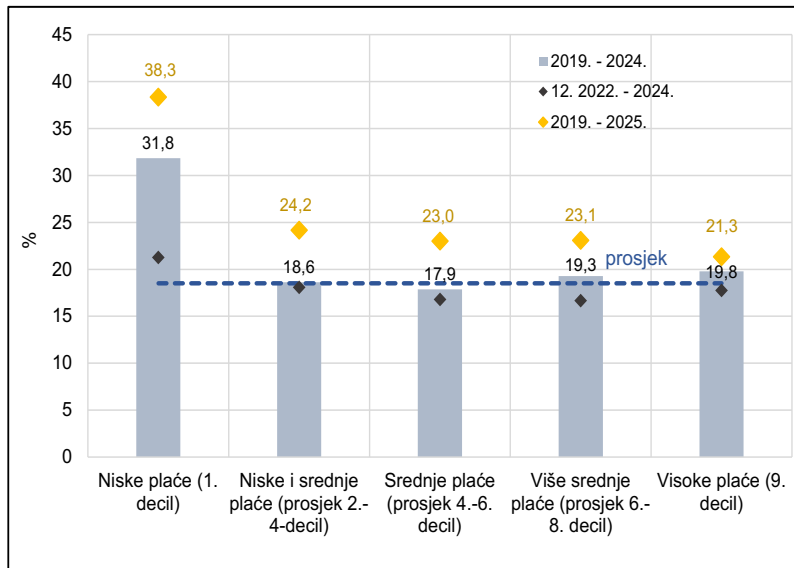


Napomena: Realne naknade su dobivene deflacioniranjem nominalnih naknada zaposlenika sa HIPC-om.

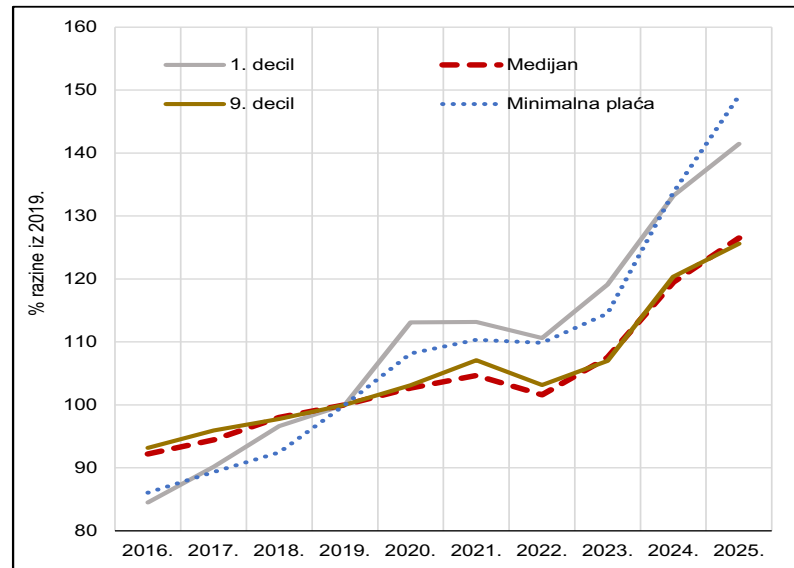
Izvori: Eurostat; izračun HNB

## U usporedbi s 2019. godinom, rast plaća bio je široko rasprostranjen, pri čemu je najviše porasla kupovna moć najnižih plaća (1. decil) – rast minimalne plaće

Porast realne neto plaće po decilima, 2019. – 2024.



Realne neto plaće od 2016. do 2024. % razine iz 2019.

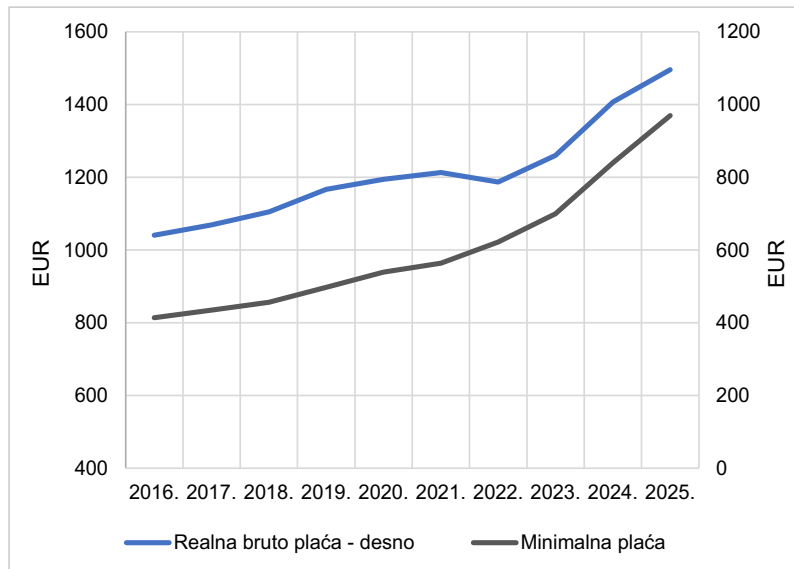


Napomene: Podaci za 2025. godinu odnose se na prosjek prvih deset mjeseci prema isplatnom načelu. Realne neto plaće dobivene su deflacioniranjem nominalnih neto plaća sa Indeksom potrošačkih cijena po dohodovnim decilima.

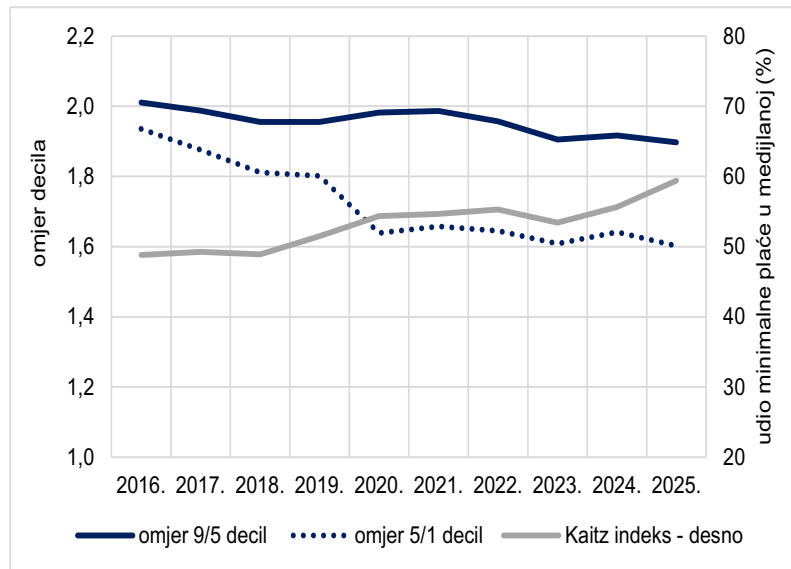
Izvori: DZS; HNB

## Udio minimalne plaće u medijalnoj plaći porastao je s 49% u 2016. na 59% u 2025. godini (Kaitzov indeks)

Kretanje bruto minimalne plaće (€)



Dohodovna nejednakost i Kaitz indeks

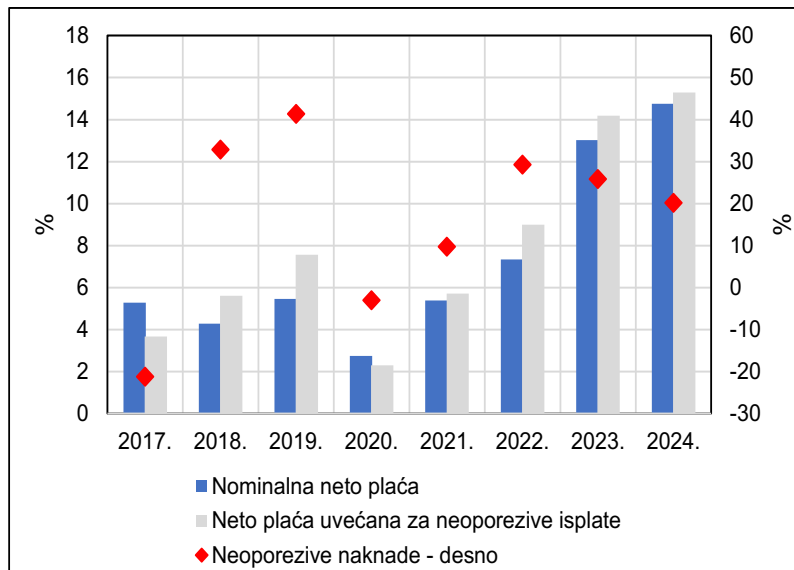


Napomene: Kaitz indeks mjeri udio minimalne plaće u medijalnoj. Realna bruto plaća u 2025. odnosi se na prvih devet mjeseci prema obračunskom načelu.

Izvori: DZS; Banić et al.(2025), mimeo

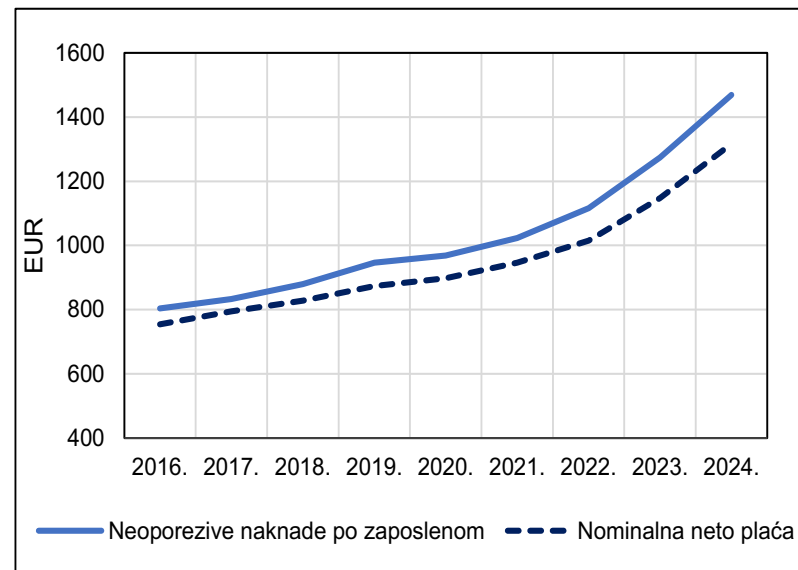
# Kupovna moć zaposlenih dodatno uvećana znatnim isplatama neoporezivih naknada

Nominalne neto plaće u Hrvatskoj uvećane za isplatu neoporezivih naknada



Izvori: DZS; izračun HNB

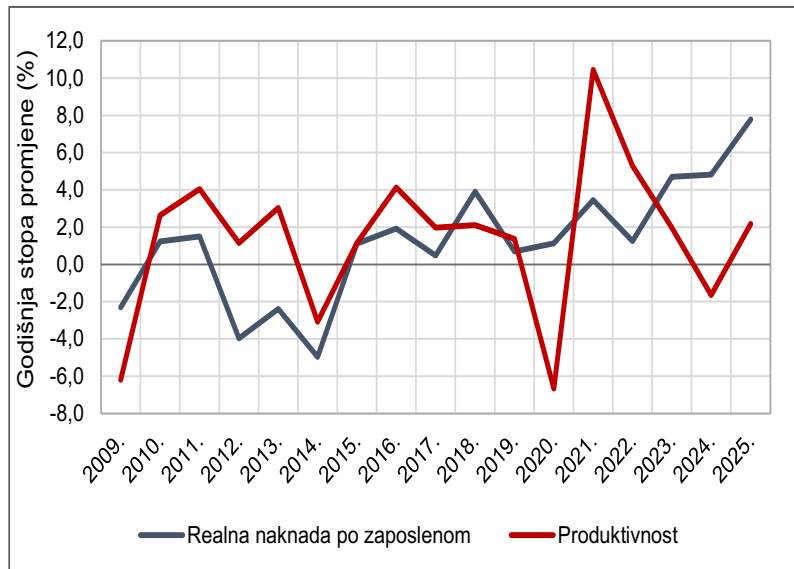
Neoporezive naknade po zaposlenom - neoporezivi dio



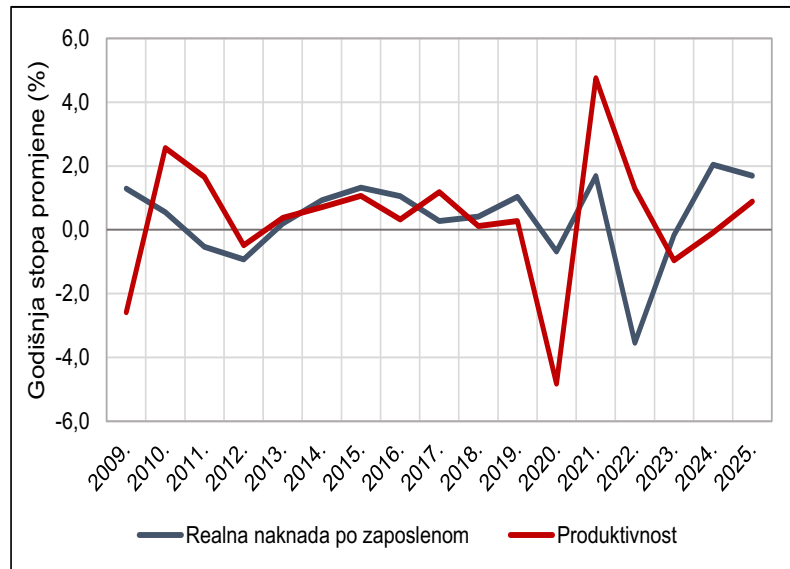
Izvori: DZS; izračun HNB

# Veza između rasta plaća i produktivnosti rada...potisnuti rast produktivnosti u posljednje dvije godine

## Hrvatska



## EA

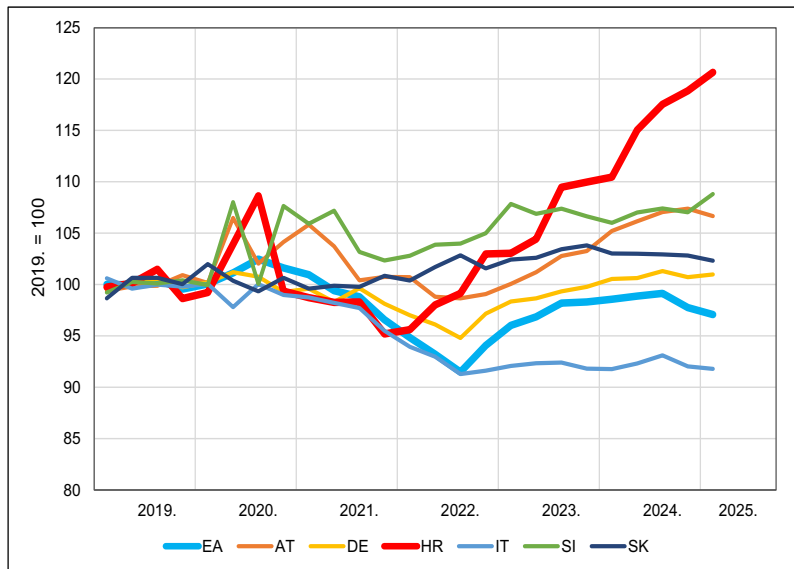


Napomena: Realne naknade su dobivene deflacioniranjem nominalnih naknada po zaposlenom sa HIPC-om. Podaci su zaključno sa drugim tromjesečjem 2025. godine.

Izvori: Eurostat; izračun HNB

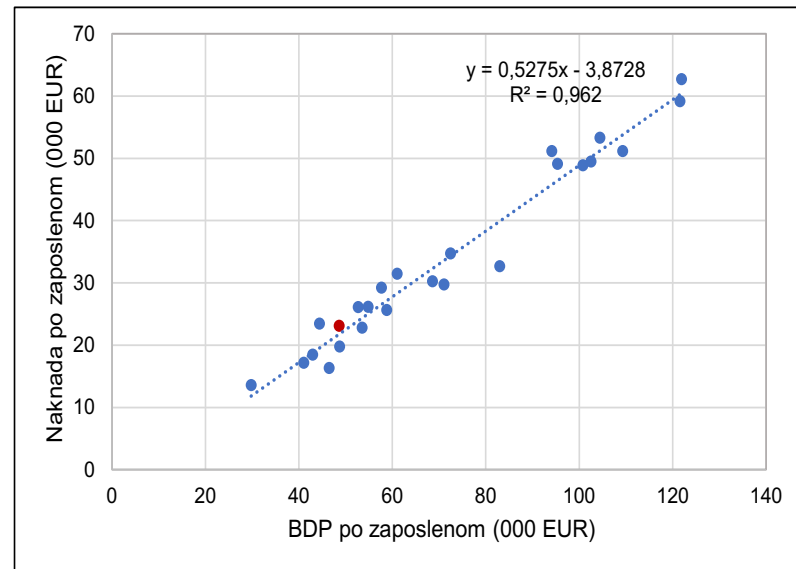
# Što je rezultiralo rastom relativnih jediničnih troškova rada i gubitkom konkurentnosti; jačanje produktivnosti ključno je za dugoročni održivi rast plaća

Harmonizirani indeks konkurentnosti (JTR)



Izvori: Eurostat, ESB; izračun HNB-a

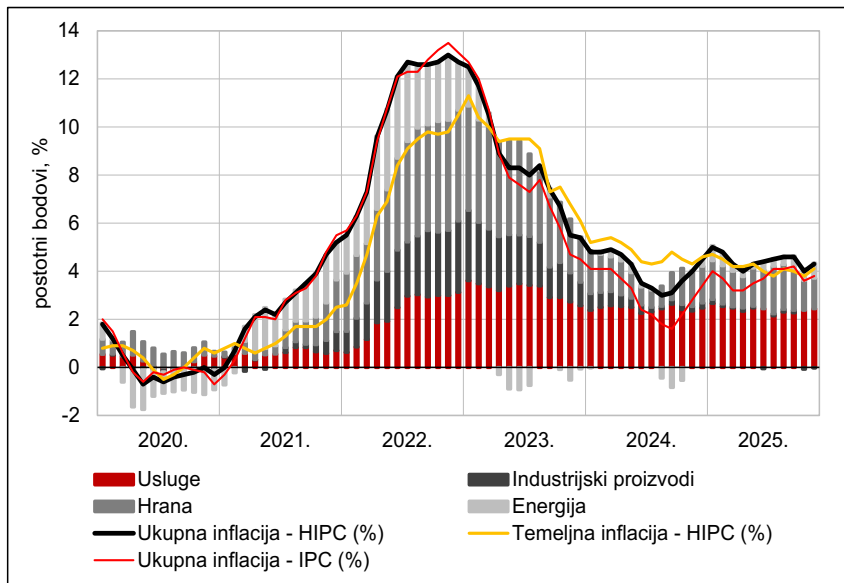
Odnos razine produktivnosti i plaća u EU (2024.)



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

# Inflacija u Hrvatskoj krajem godine niža nego na početku 2025., a u europodručju se inflacija kreće oko srednjoročnog cilja od 2%

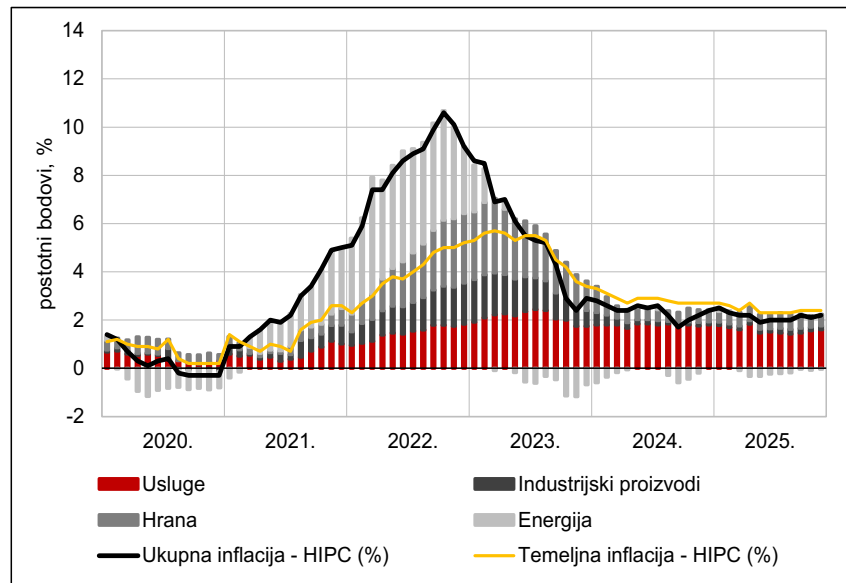
Godišnja stopa inflacije u Hrvatskoj  
i doprinosi glavnih komponenata



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

**HRVATSKA NARODNA BANKA**  
EUROSUSTAV

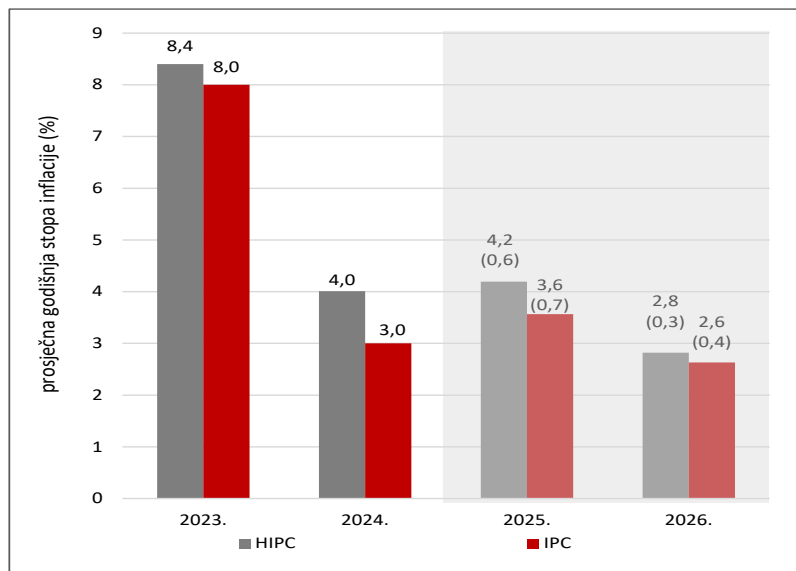
Godišnja stopa inflacije u europodručju  
i doprinosi glavnih komponenata



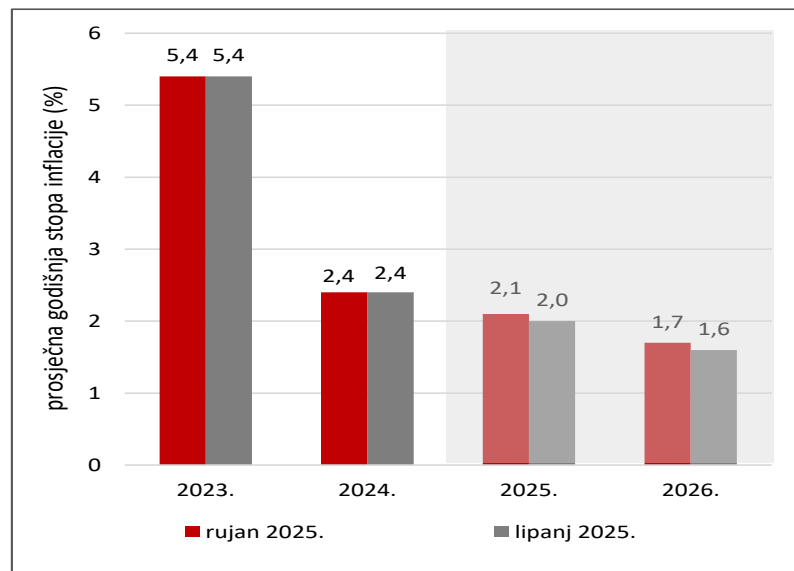
Napomena: Temeljna inflacija mjerena je harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena koji isključuje cijene energije, hrane, alkohola i duhana  
Izvori: Eurostat, izračun HNB-a

# Nakon ubrzavanja u 2025., inflacija u Hrvatskoj bi se u 2026. trebala usporiti uz smanjenje inflacijskog diferencijala u odnosu na prosjek europodručja

Projekcija inflacije u Hrvatskoj



Projekcija inflacije u europodručju

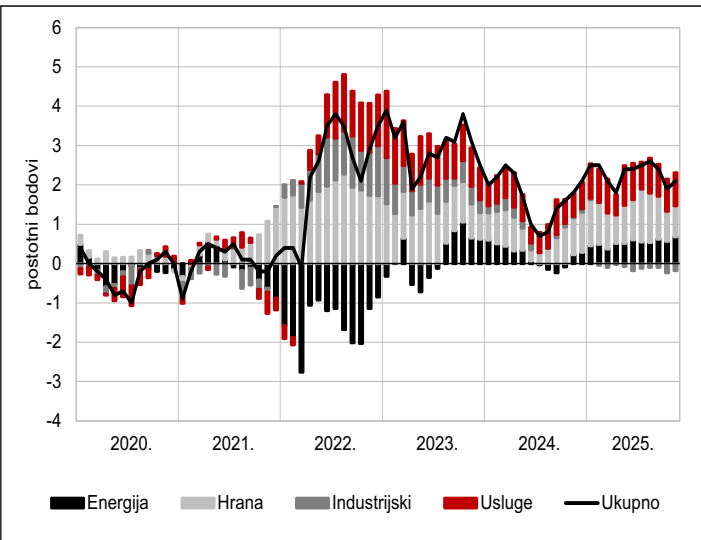


Napomena: Vrijednosti u zagradi označuju promjenu projekcije u odnosu na projekciju iz lipnja 2025.  
Izvori: Eurostat, DZS, projekcija HNB-a

Izvori: Eurostat, projekcija ESB-a

# Inflacijski diferencijal u odnosu na prosjek europodručja zbog cijena hrane, usluga i energije

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



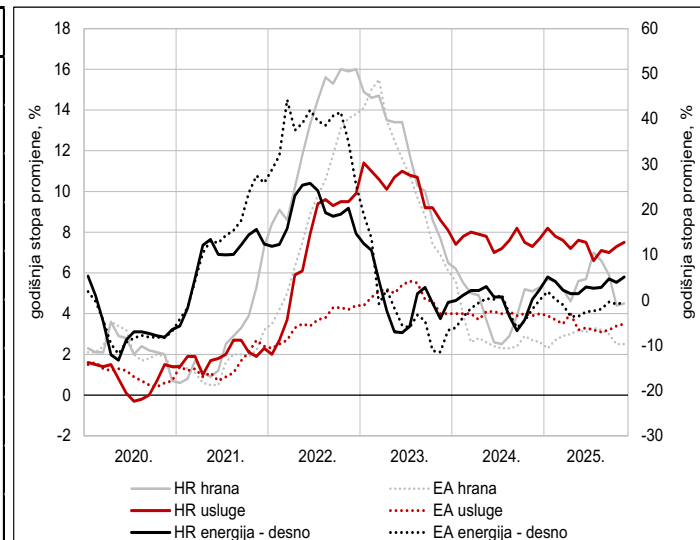
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Razlika između pondera glavnih komponenata u ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj i europodručju

| u %                               | HR   | EA   |
|-----------------------------------|------|------|
| Energija                          | 12,3 | 9,4  |
| Hrana                             | 28,4 | 19,3 |
| Prerađeni prehrambeni proizvodi   | 22,2 | 15,1 |
| Neprerađeni prehrambeni proizvodi | 6,2  | 4,3  |
| Temeljna inflacija                | 59,3 | 71,3 |
| Industrijski proizvodi            | 26,8 | 25,6 |
| Usluge                            | 32,5 | 45,6 |
| Ugostiteljske usluge              | 8,1  | 9,0  |
| Usluge smještaja                  | 4,1  | 2,4  |
| Ostale usluge                     | 20,3 | 34,3 |

Izvor: Eurostat

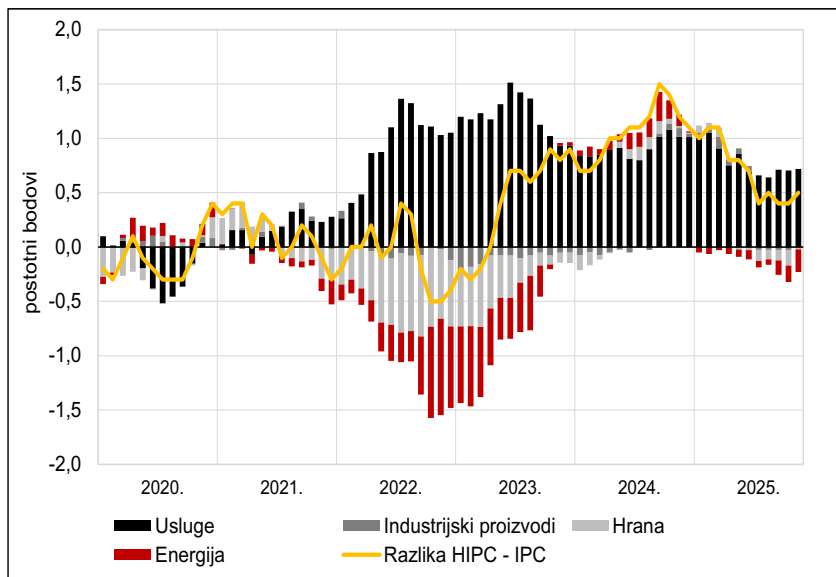
Stope inflacije u Hrvatskoj i europodručju



Izvor: Eurostat

# Razlika između nacionalnog i harmoniziranog pokazatelja inflacije za Hrvatsku odražava razlike u strukturi potrošačke košarice stranaca i domaćih

## Razlika između doprinosa glavnih komponenata ukupnoj inflaciji mjerenoj HIPC-om odnosno IPC-om



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

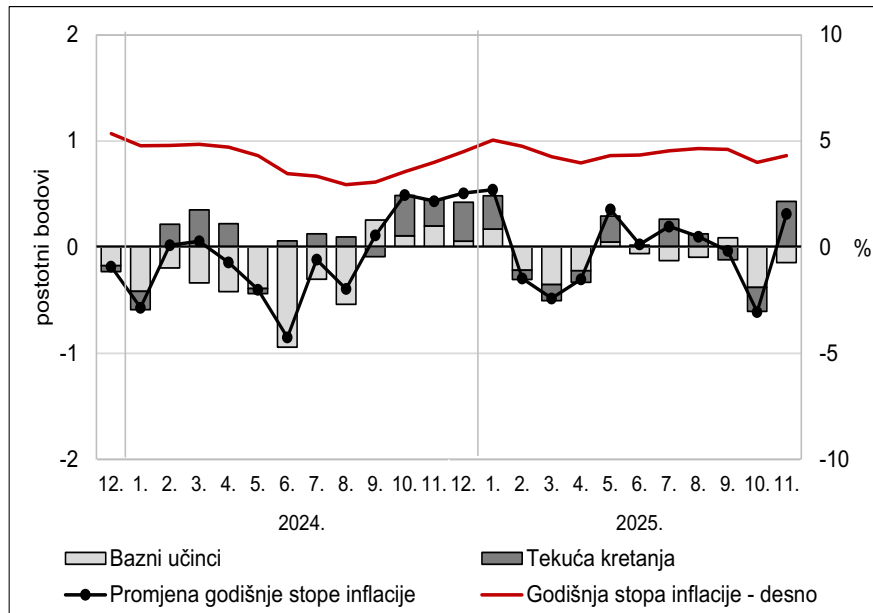
## Struktura košarice dobara i usluga u harmoniziranom i nacionalnom pokazatelju inflacije u 2025. godini

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

Napomena: U tablici su prikazani udjeli glavnih komponenata u ukupnom harmoniziranom i nacionalnom indeksu potrošačkih cijena. Hrana uključuje pića i duhan, a industrijski su proizvodi bez energije  
Izvori: Eurostat, izračun HNB-a

# Usporavanje godišnje stope ukupne inflacije u razdoblju od veljače do studenog 2025. zbog povoljnih baznih učinaka, a tekući pritisci su manji nego prethodne godine

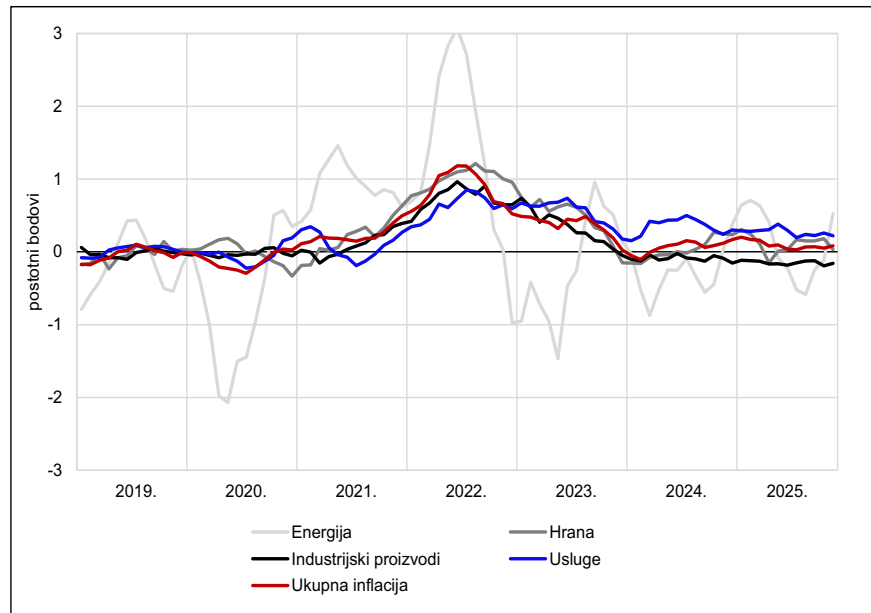
Doprinos baznih učinaka i tekućih kretanja promjeni godišnje stope inflacije



Napomena: Bazni učinci i tekuća kretanja prilagođeni su za uobičajena kretanja koje su relativno stabilna i ne utječu značajno na godišnju inflaciju. Izvori: Eurostat; izračun HNB-a (HNBlog, Kunovac i Luketina, 2024)

**HRVATSKA NARODNA BANKA**  
EUROSUSTAV

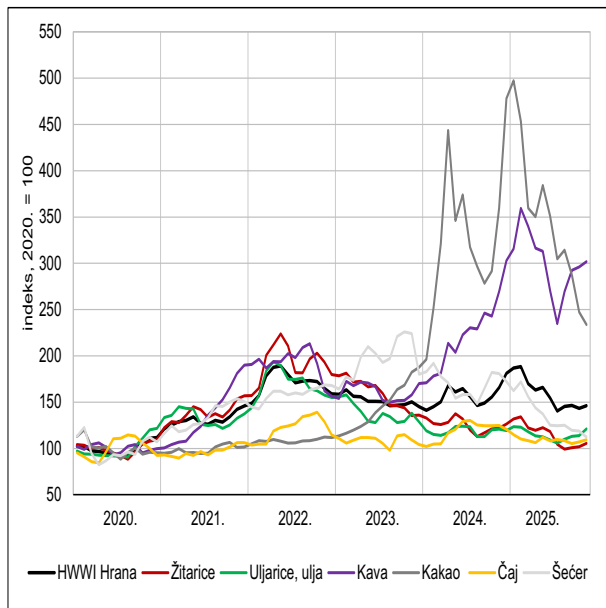
Odstupanja mjesečne stope promjene inflacije od uobičajenih kretanja



Napomena: Podaci se odnose na šestomjesečne pomične prosjeke doprinosa neuobičajenih kretanja mjesečnoj stopi promjene. Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

# Inflacijski pritisci su dijelom povezani s cijenama prehrambenih sirovina na svjetskom i europskom tržištu, koje se postupno prelijevaju na potrošačke cijene

## HWWI indeks cijena hrane

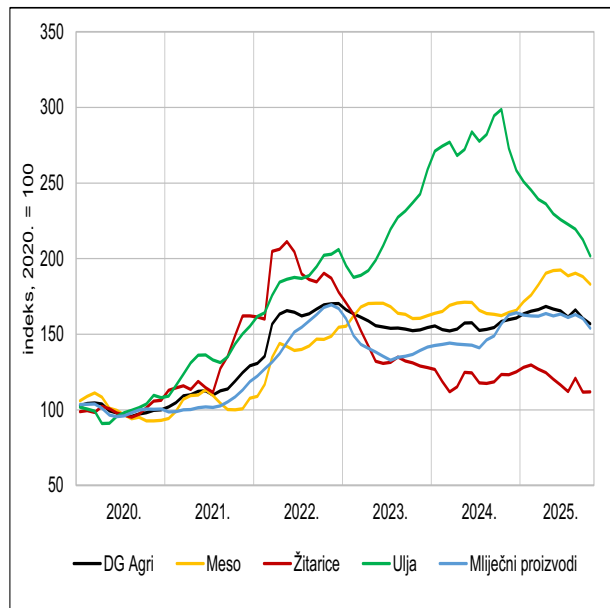


Napomena: Uljarice i ulja obuhvaćaju soju, sojino ulje, kokosovo ulje, palmino ulje, suncokretovo ulje, ulje sjemenarki.

Izvor: HWWI

**HRVATSKA NARODNA BANKA**  
EUROSUSTAV

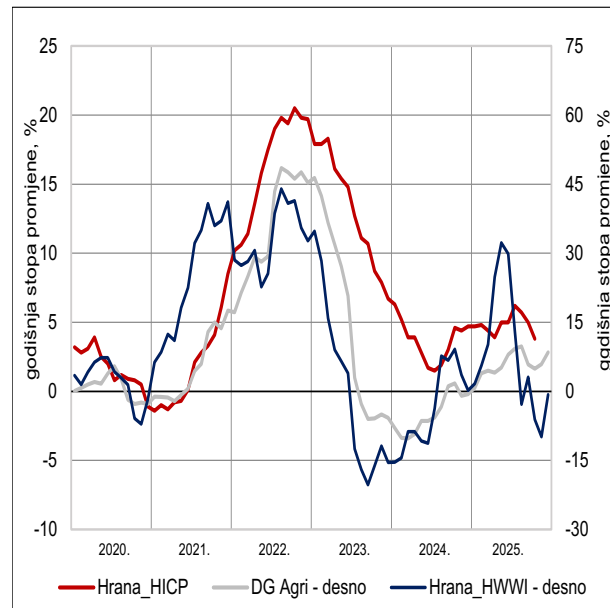
## ESB indeks cijena hrane



Napomena: Ulje se odnosi na maslinovo ulje.

Izvori: European Commission's DG Agriculture and Rural Development; ESB

## Cijene sirovina i inflacija cijena hrane

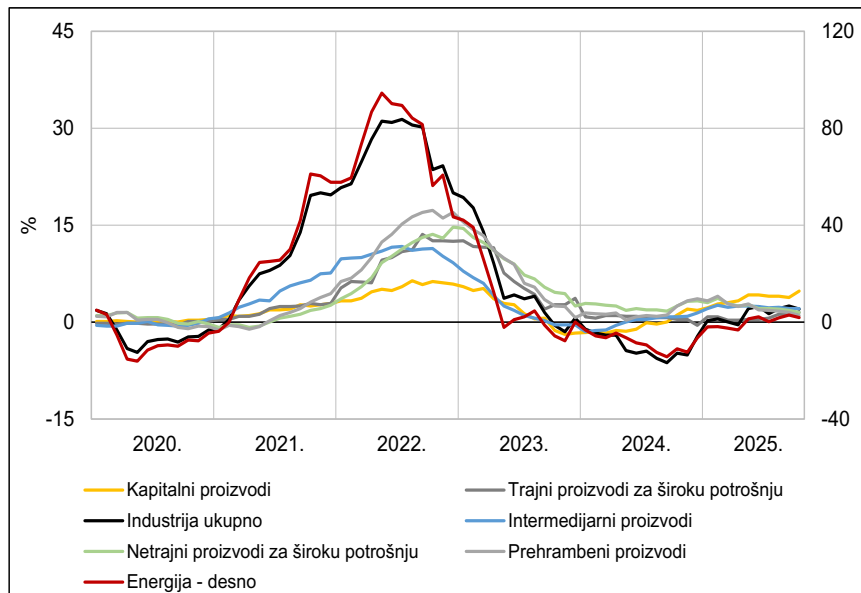


Napomena: HWWI i ESB indeks cijena hrane prikazani su s pomakom od 4 mjeseca.

Izvori: HWWI; ESB; izračun HNB-a

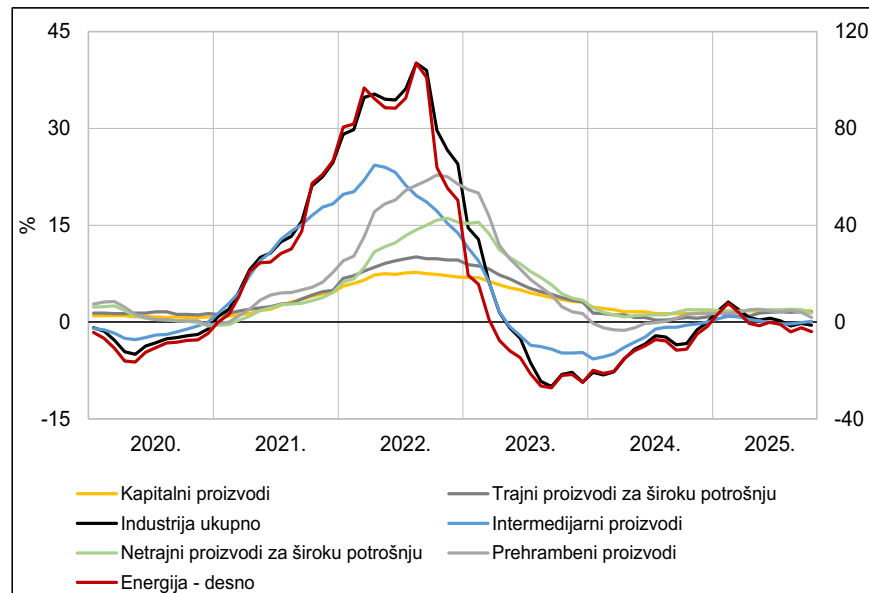
## Krajem prošle i početkom tekuće godine u Hrvatskoj se ubrzao rast proizvođačkih cijena u prehrambenoj industriji, ali usporavanje u nastavku godine upućuje na popuštanje inflacijskih pritisaka

Inflacija proizvođačkih cijena u Hrvatskoj



Izvor: Eurostat

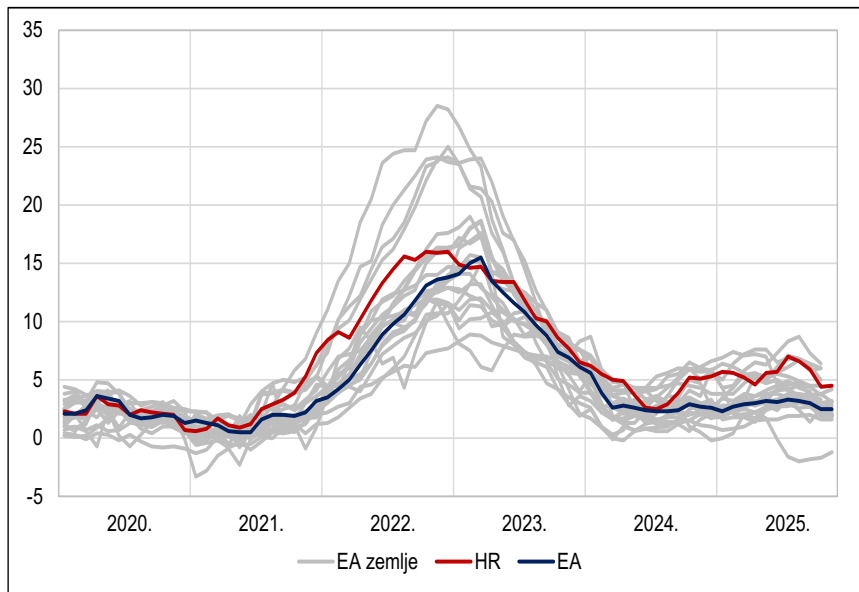
Inflacija proizvođačkih cijena u europodručju



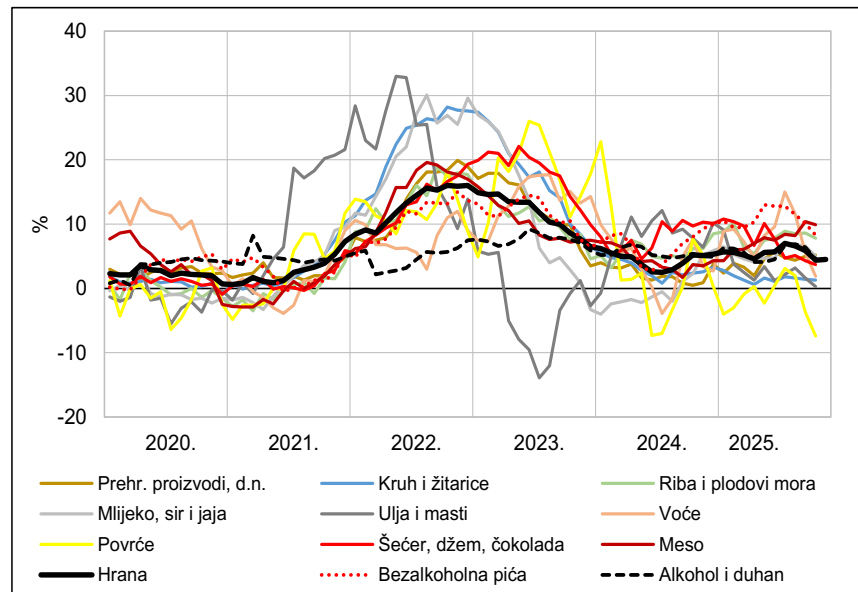
Izvor: Eurostat

# Inflacija cijena hrane se snažno ubrzala u drugoj polovini 2024. i prvih sedam mjeseci 2025., ali su nakon toga pritisci na rast cijena hrane popustili

Inflacija cijena hrane (HIPC) u zemljama europodručja



Inflacija cijena potkomponenata hrane (HIPC) u Hrvatskoj

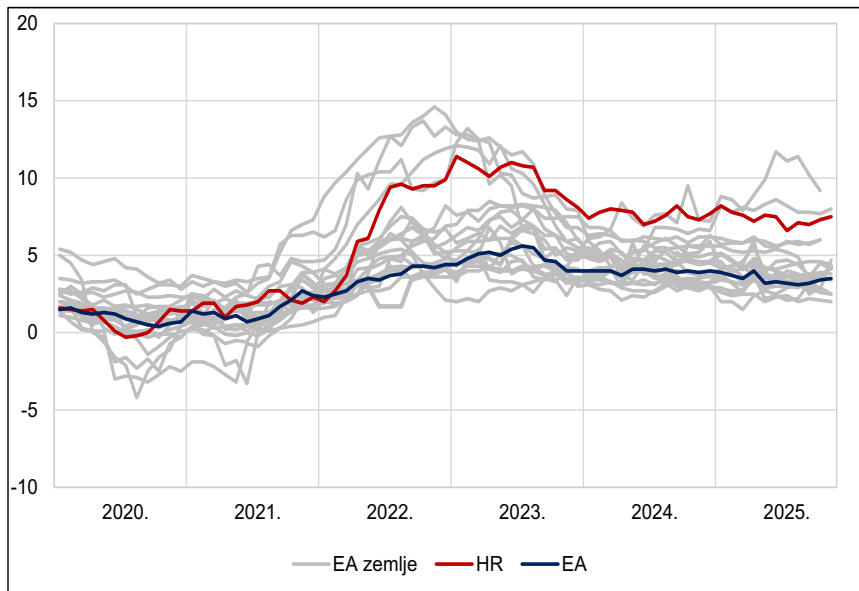


Izvor: Eurostat

Izvor: Eurostat

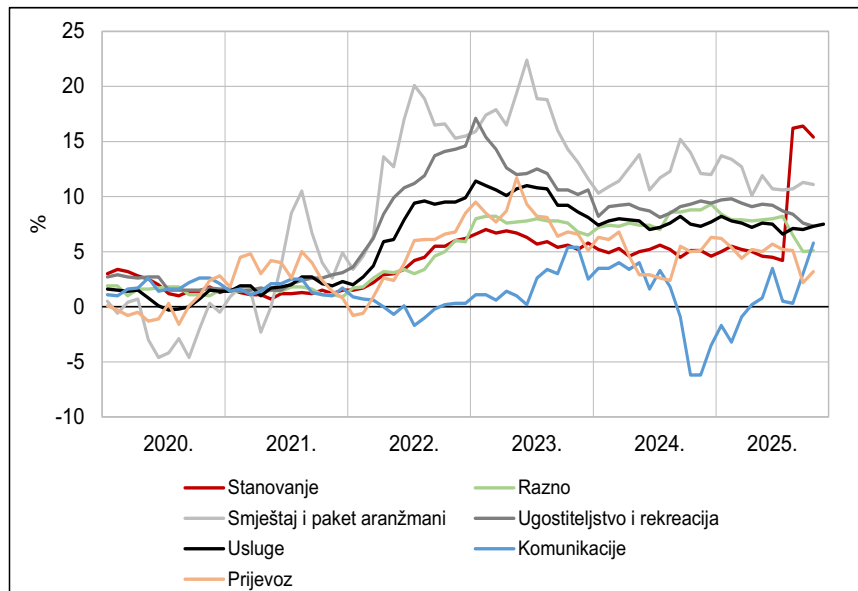
# Inflacija cijena usluga je i dalje povišena

Inflacija cijena usluga (HIPC) u zemljama europodručja



Izvor: Eurostat

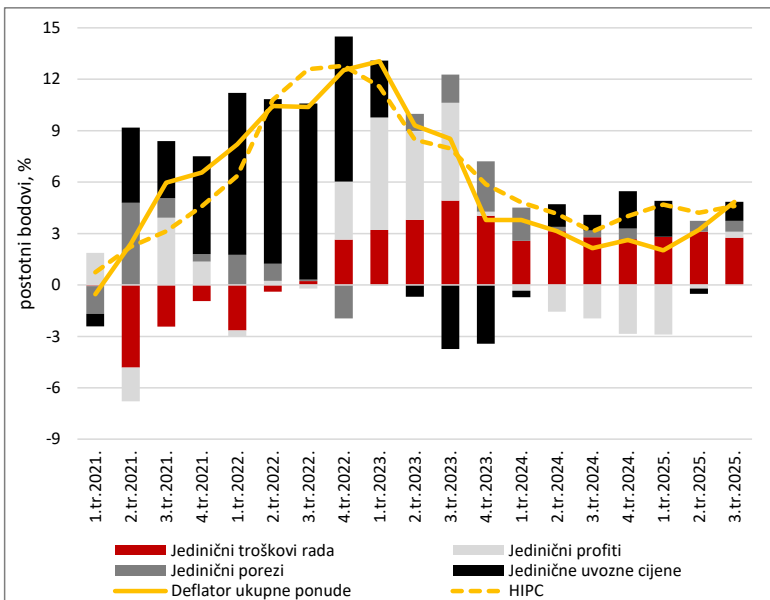
Inflacija cijena potkomponentata usluga (HIPC) u Hrvatskoj



Izvor: Eurostat

# Od 2021. pokretači inflacije mijenjali su se kroz različite faze, a u najnovijem razdoblju dio pritiska proizlazi iz rastućih troškova rada

## Dekompozicija deflatora ukupne ponude u Hrvatskoj



Izvori: Eurostat, izračun HNB-a

HRVATSKA NARODNA BANKA  
EUROSUSTAV

## Pokazatelji inozemnih i domaćih pritiska na cijene

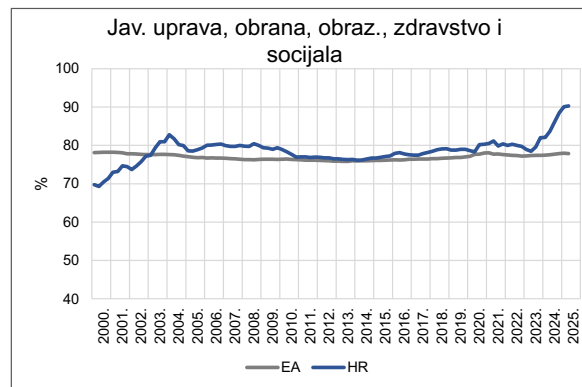
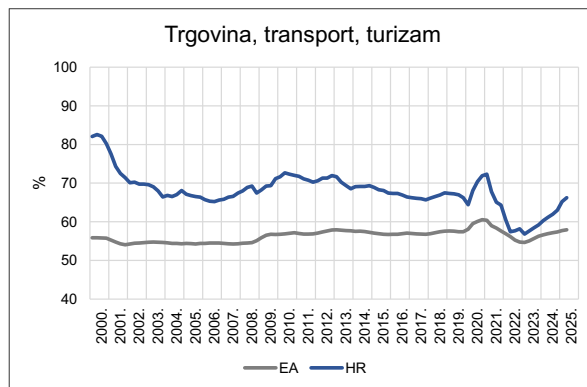
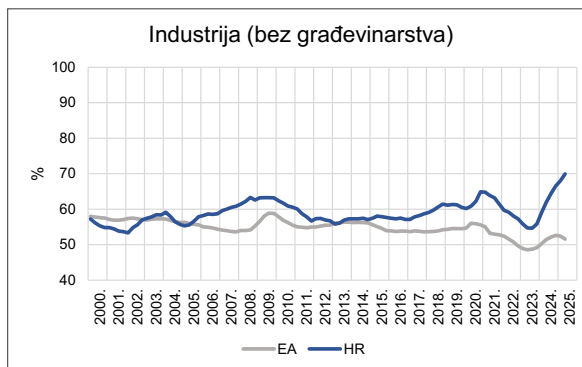
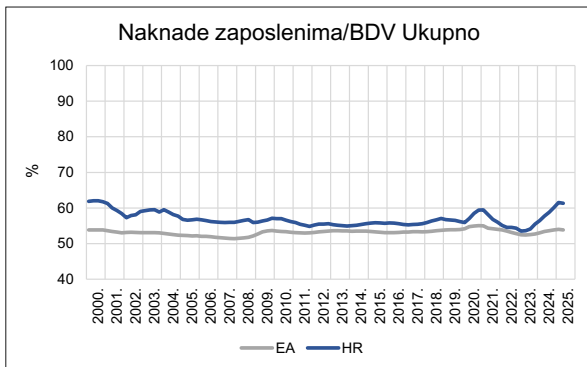
|                             |                                                                                                                                            | 2024. |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      | 2025. |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|-----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-----|------|-----|----|-----|------|-------|-----|----|-----|------|-------|-----|------|-----|----|-----|------|-------|-----|----|-----|------|
|                             |                                                                                                                                            | I.    | II. | III. | IV. | V. | VI. | VII. | VIII. | IX. | X. | XI. | XII. | I.    | II. | III. | IV. | V. | VI. | VII. | VIII. | IX. | X. | XI. | XII. |
| Inozemni inflatomi pritisci | Potražnja europa područje                                                                                                                  |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | PMI EA Composite                                                                                                                           |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | ESI EA                                                                                                                                     |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | Cijene energenata i sirovina na svjetskom tržištu                                                                                          |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | Sirova nafta Brent (USD/barel)*<br>Prirodni plin (EUR/MWh)*<br>Električna energija (EUR/MWh)*<br>DG Agri*<br>Industrijske sirovine (HWWI)* |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
| Inozemni inflatomi pritisci | Konkurentnost                                                                                                                              |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | Tečaj EUR/USD<br>Indeks pritiska u globalnim lancima dobave (GSCPI)                                                                        |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
| Domaći inflatomi pritisci   | Realna aktivnost i tržište rada                                                                                                            |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | Trgovina na malo*                                                                                                                          |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | Stopa nezaposlenosti                                                                                                                       |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | Nominalne neto plaće*                                                                                                                      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | Nedostatak radne snage                                                                                                                     |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | Industrijska proizvodnja*                                                                                                                  |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | Pouzdanje poduzeća u uslužnom sektoru                                                                                                      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | Troškovi                                                                                                                                   |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | Proizvođačke cijene na domaćem tržištu*                                                                                                    |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | Intermedijarni proizvodi*                                                                                                                  |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
| Inflacijska očekivanja      | Energija*                                                                                                                                  |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | Kapitalni proizvodi*                                                                                                                       |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | Trajni proizvodi za široku potrošnju*                                                                                                      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | Netrajni proizvodi za široku potrošnju*                                                                                                    |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | Hrana*                                                                                                                                     |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
| Inflacijska očekivanja      | Potrošači (12 mj. unaprijed)                                                                                                               |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | Poduzeća - industrija (3 mj. unaprijed)                                                                                                    |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |
|                             | Poduzeća - usluge (3 mj. unaprijed)                                                                                                        |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |       |     |      |     |    |     |      |       |     |    |     |      |

\* Godišnja stopa promjene

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

Izvori: ESB; Eurostat; Bloomberg; NY Fed; HWWI; DZS; Ipsos; izračun HNB-a

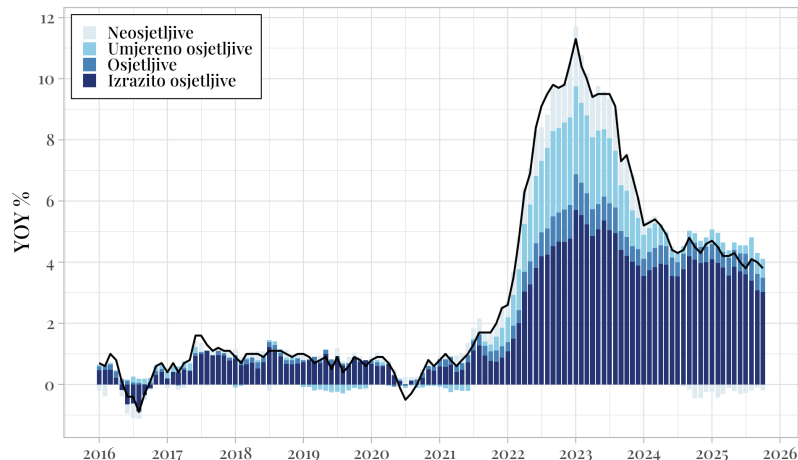
# Porast udjela naknada zaposlenih u BDV-u iznad pretpandemijskih razina u većini djelatnosti



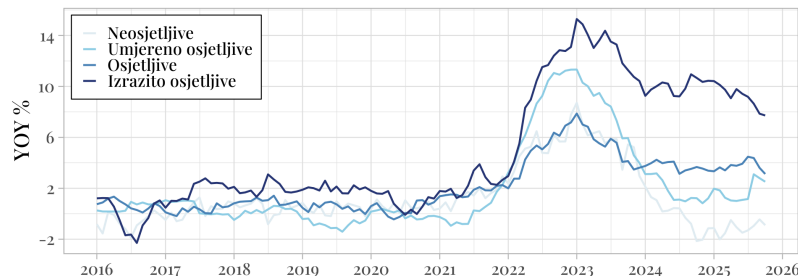
Izvor: Eurostat; izračun HNB-a

# Temeljna inflacija i komponente osjetljive na plaće u Hrvatskoj

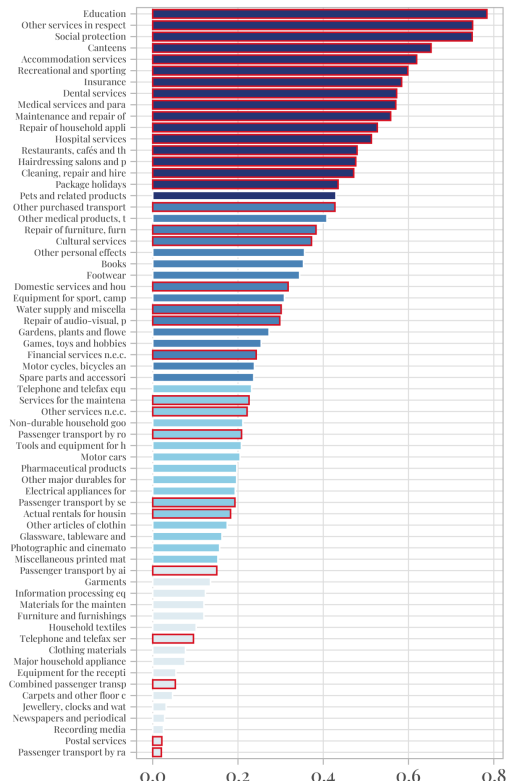
## Doprinosi temeljnoj inflaciji



## Indeksi



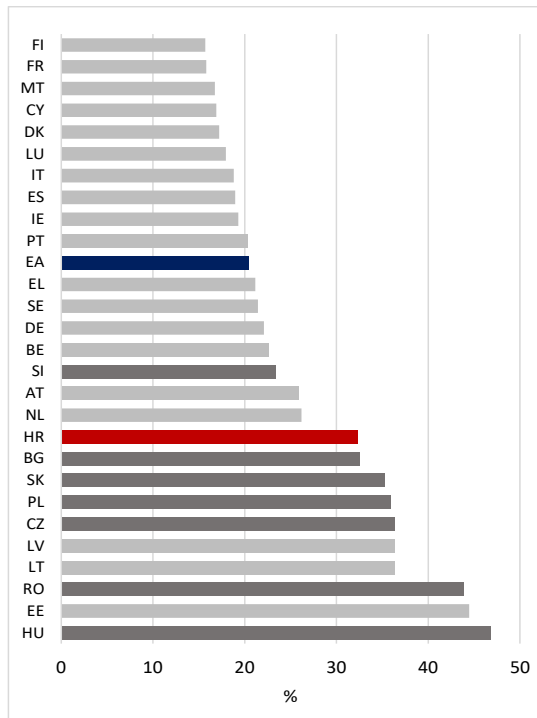
## Klasifikacija



R2 iz regresije sa šest lagova plaća

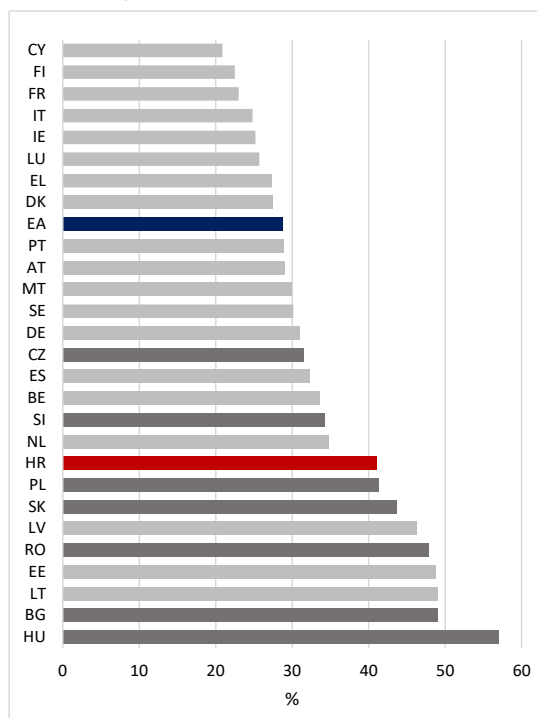
# Ipak, od sredine 2021. kumulativni rast opće razine cijena u Hrvatskoj bio je među najnižima u skupini zemalja Srednje i Istočne Europe

Kumulativ ukupne inflacije od lipnja 2021. do listopada 2025.



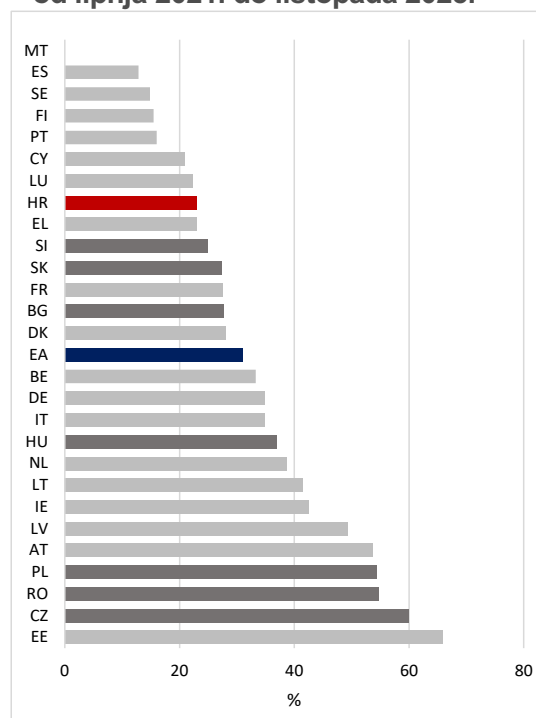
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Kumulativ inflacije cijena hrane od lipnja 2021. do listopada 2025.



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

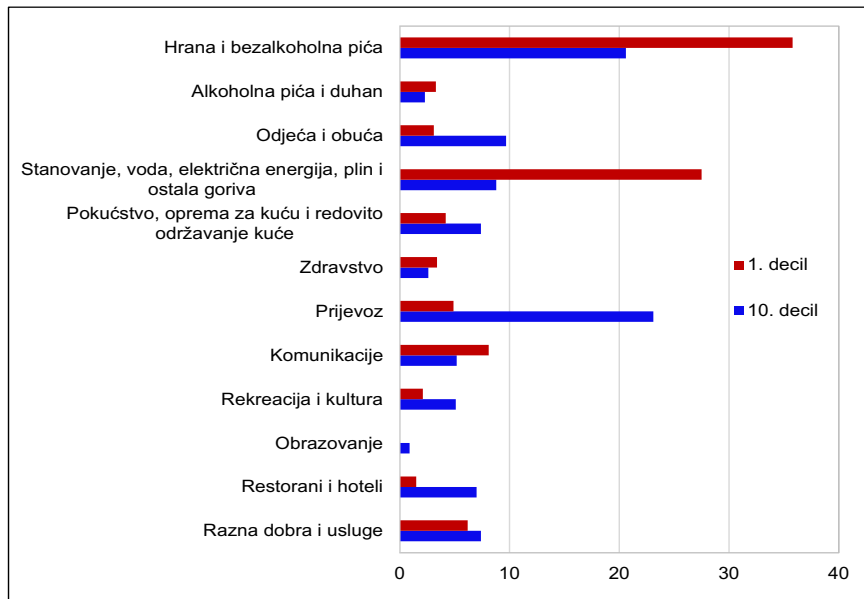
Kumulativ inflacije cijena energije od lipnja 2021. do listopada 2025.



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

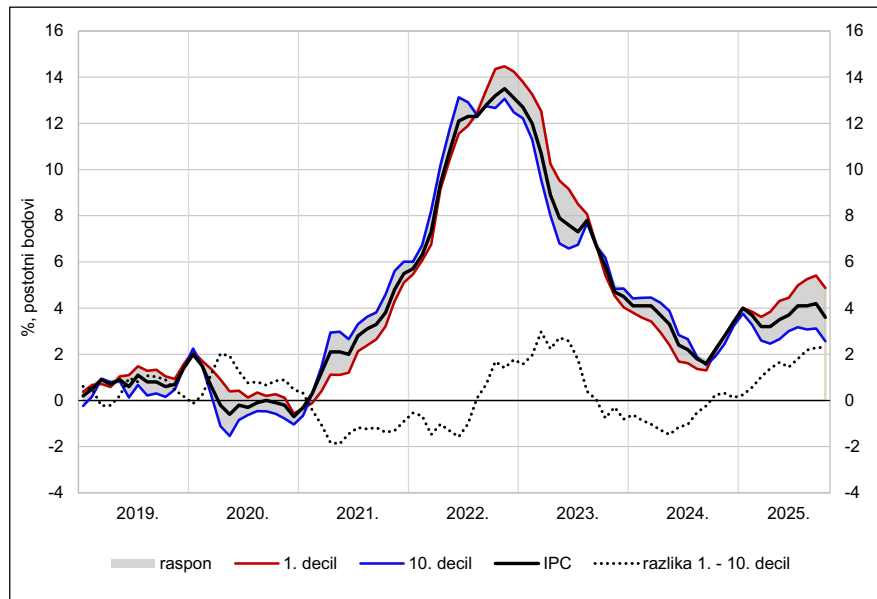
# Inflacija po rashodnim decilima

Struktura potrošnje po rashodnim decilima,  
2022., udio u košarici (%)



Izvor: DZS Anketa o potrošnji kućanstava

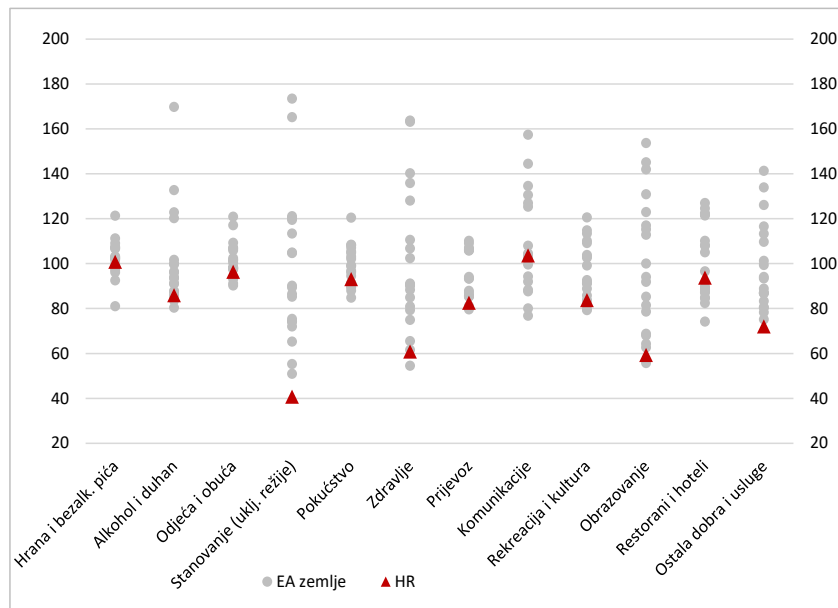
Inflacija po rashodnim decilima i razlika u stopi inflacije  
kućanstava koja najmanje i kućanstava koja najviše troše



Izvori: DZS Anketa o potrošnji kućanstava; izračun HNB-a

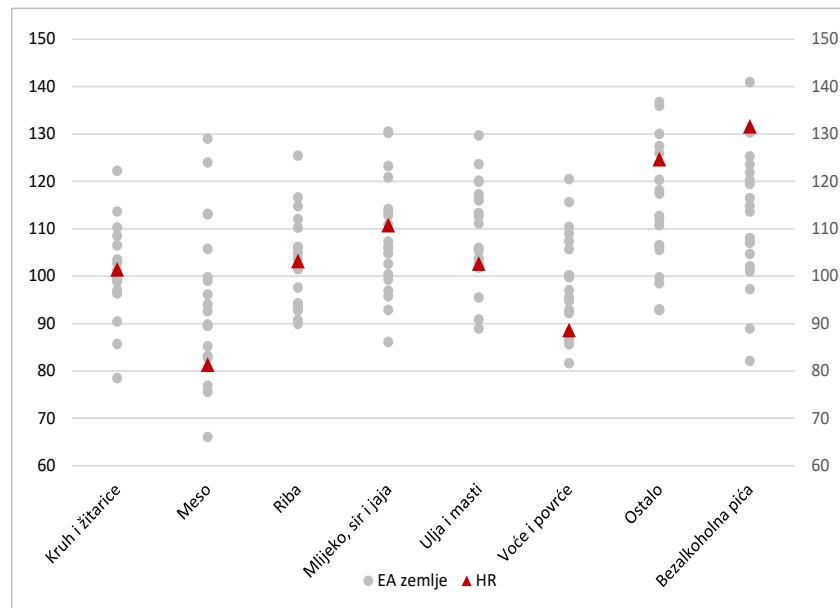
# Konvergencija razine cijena – razina cijena u usporedbi s drugim zemljama europodručja

Razina cijena, 2024., EA = 100



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Razina cijena potkomponentata hrane, 2024., EA = 100



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

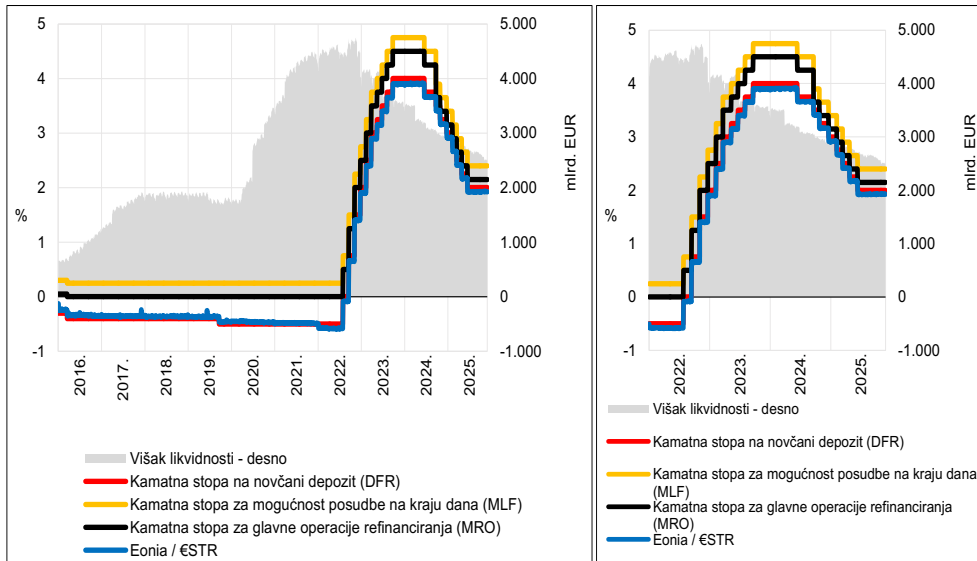
## Strukturni činitelji koji utječu na kretanje cijena u dugom roku

|                      | Činitelji koji potiču dezinflaciju                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | Činitelji koji potiču inflaciju                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|----------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Cijene dobara</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Višak kapaciteta u Kini</li> <li>- Deglobalizacija - smanjenje inozemne potražnje za domaćim proizvodima i uslugama</li> <li>- Digitalizacija - jeftiniji ICT proizvodi</li> <li>- Digitalizacija - olakšana usporedba cijena i povećana konkurencija</li> <li>- Automatizacija - smanjenje troškova: učinkovitost, zamjena rada</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Geopolitičke napetosti potiču reorganizaciju globalnih lanaca vrijednosti i fragmentaciju globalne trgovine</li> <li>- Povećanje protekcionističkih barijera</li> <li>- Deglobalizacija - dovodi do viših cijena energije, rada i drugih proizvodnih troškova</li> <li>- Ograničena ponuda rada zbog starenja stanovništva može povećati pregovaračku moć radnika</li> <li>- Digitalizacija omogućava uspon tvrtki s velikom tržišnom moći (engl. <i>"superstar firms"</i>)</li> <li>- Digitalizacija - razvoj personaliziranih modela određivanja cijena</li> <li>- Klimatske politike i prijelaz na zeleniju energiju - viši troškovi u proizvodnji i logistici</li> </ul> |
| <b>Cijene usluga</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Globalizacija trgovine uslugama</li> <li>- Digitalizacija - jeftinije ICT usluge</li> <li>- Digitalizacija - lakša usporedba cijena i povećana i povećana konkurencija</li> <li>- Umjetna inteligencija, automatizacija i digitalizacija mogu povećati produktivnost i uvelike smanjiti troškove u sektoru usluga</li> </ul>                | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Veći prihodi i starenje stanovništva postupno pomiču potražnju prema uslugama</li> <li>- Ograničena ponuda rada zbog starenja stanovništva može povećati pregovaračku moć radnika</li> <li>- Digitalizacija omogućava uspon tvrtki s velikom tržišnom moći (engl. <i>"superstar firms"</i>)</li> <li>- Digitalizacija - razvoj personaliziranih modela određivanja cijena</li> <li>- Klimatske politike i prijelaz na zeleniju energiju - viši troškovi (energetski intenzivne usluge poput transporta)</li> </ul>                                                                                                                                                           |

# Monetarna politika, kamatne stope i krediti

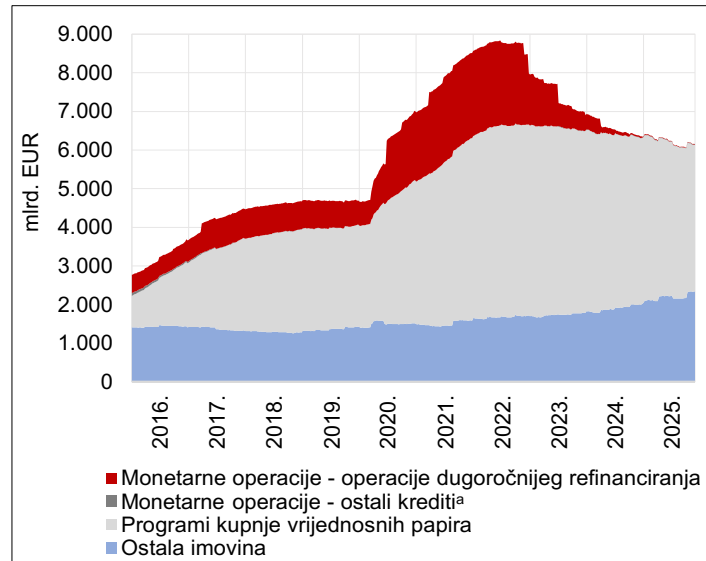
# Ključne kamatne stope ESB-a smanjene za 200 baznih bodova u neutralno područje, rast vrijednosti zlata usporava smanjenje bilance Eurosustava

## Ključne kamatne stope ESB-a



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

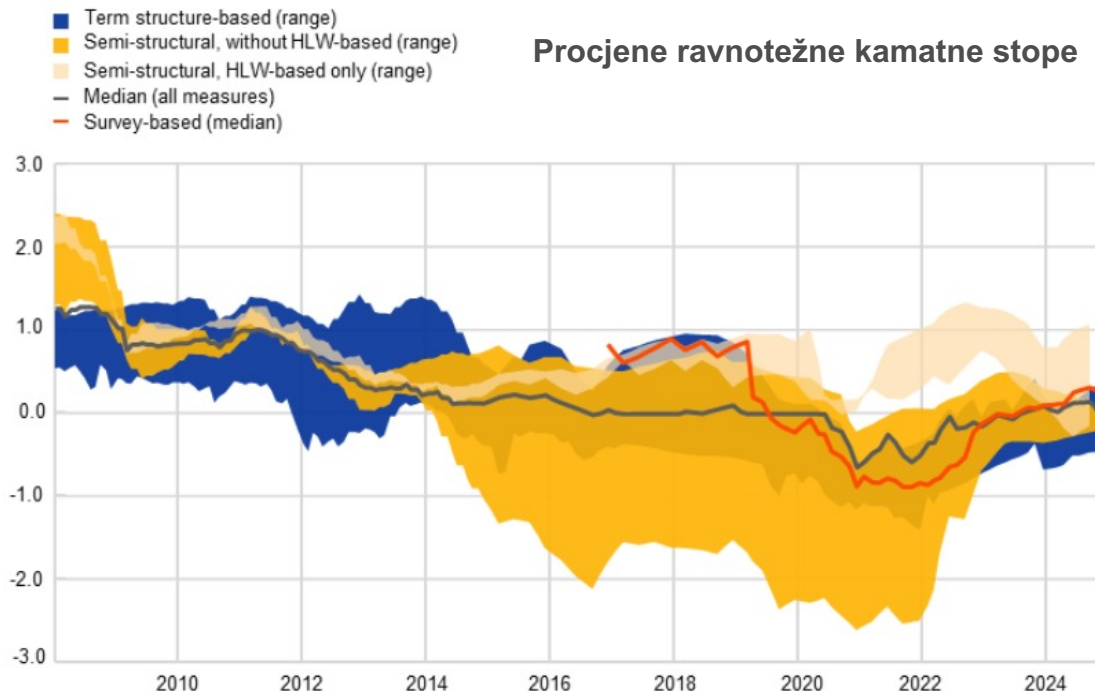
## Bilanca Eurosustava



Napomena: Sivim i crvenim tonovima prikazane su monetarne stavke aktive bilance Eurosustava, a plavom nemonetarne. <sup>a</sup>Ostali krediti uključuju: glavne operacije refinanciranja, obratne operacije fine prilagodbe, obratne strukturne operacije, mogućnost posudbe na kraju dana te kredite vezane uz poziv na uplatu marže.

Izvor: ESB

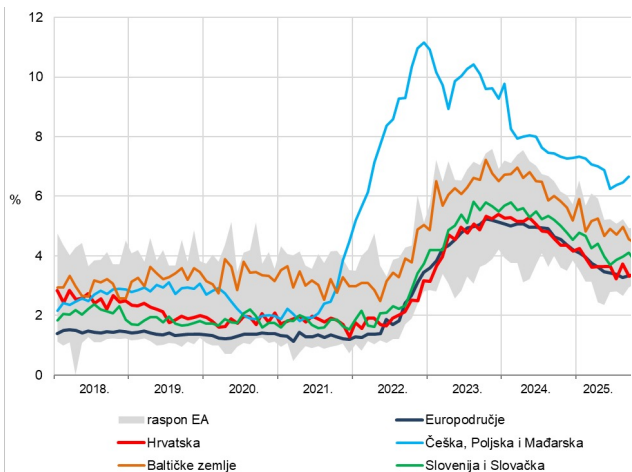
## Koncept $r^*$ je važan za središnje bankare, ali je ona neopaziva varijabla koju je nemoguće sa sigurnošću utvrditi (široki raspon)



Izvor: Brand, C.; Lisack, N. i Mazelis, F. (2025.), Natural rate estimates for the euro area: insights, uncertainties and shortcomings. ECB Economic Bulletin, Issue 1/2025.

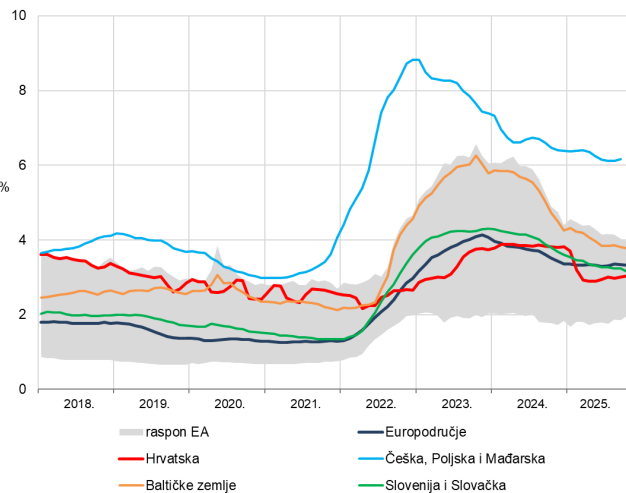
# Kamatne stope na nove kredite poduzećima i stanovništvu u europodručju stabilizirale su se oko razina dosegnutih u prvom tromjesečju 2025.

## Kamatne stope na nove kredite poduzećima



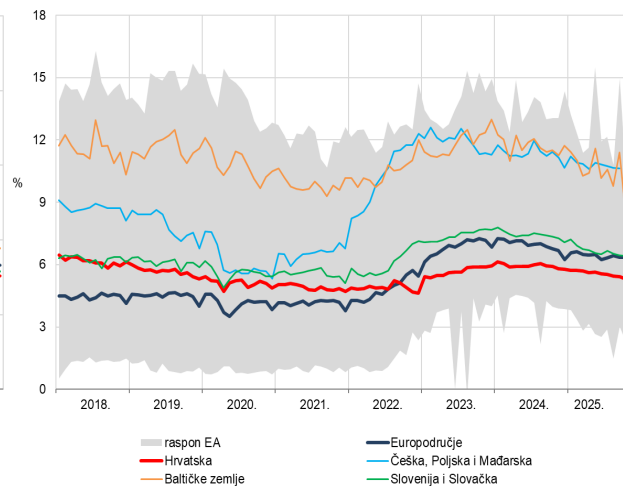
Izvor: ESB

## Kamatne stope na nove stambene kredite stanovništvu



Izvor: ESB

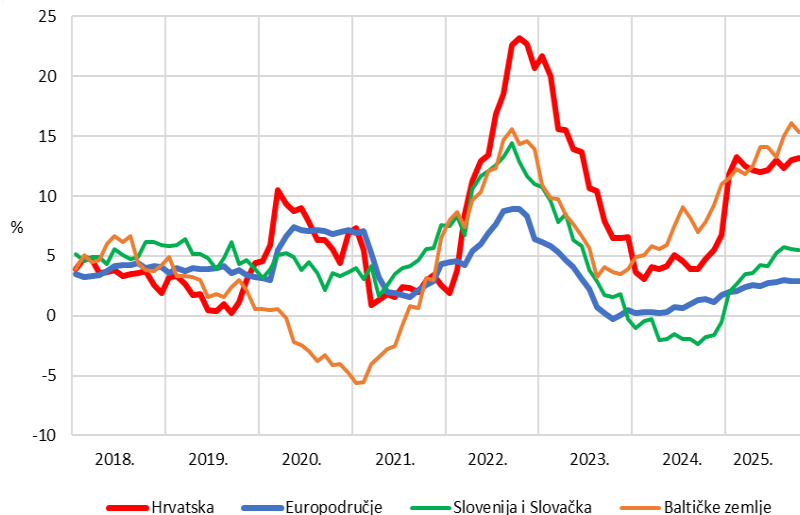
## Kamatne stope na nove potrošačke i ostale kredite stanovništvu



Izvor: ESB

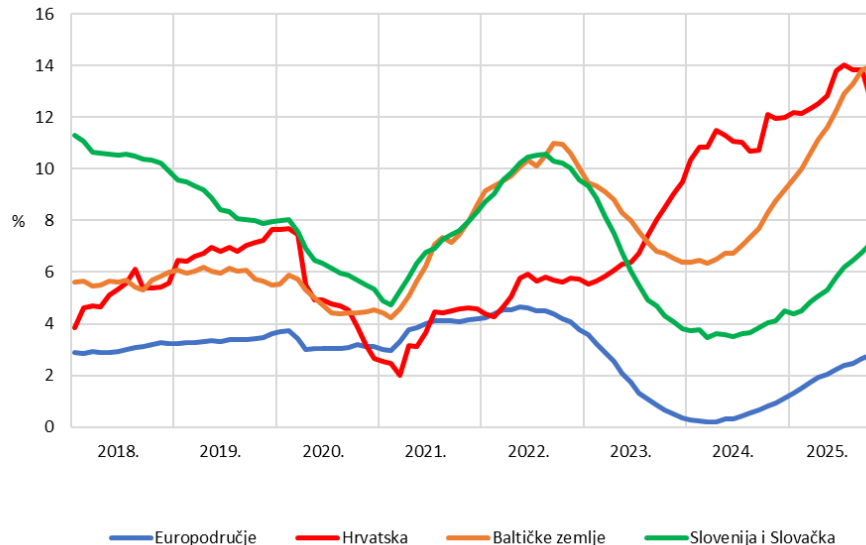
# Kreditna aktivnost u europodručju postupno se oporavlja, dok u Hrvatskoj krediti snažno rastu uz naznake usporavanja rasta kredita stanovništvu

**Krediti poduzećima**  
godišnja stopa promjene



Izvor: ESB.

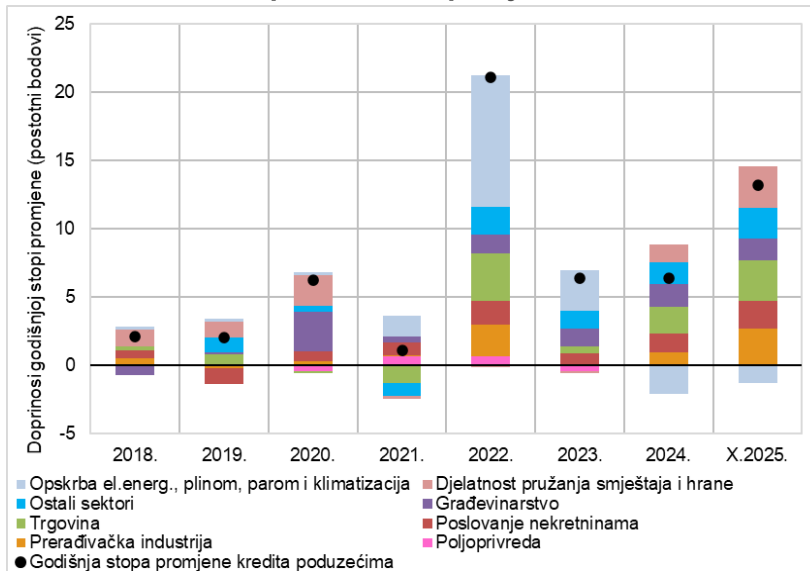
**Kreditni stanovništvu**  
godišnja stopa promjene



napomena: Podaci za Hrvatsku nisu prikladni za učinak pripajanja Erste Čarš Cluba. Izvor: ESB.

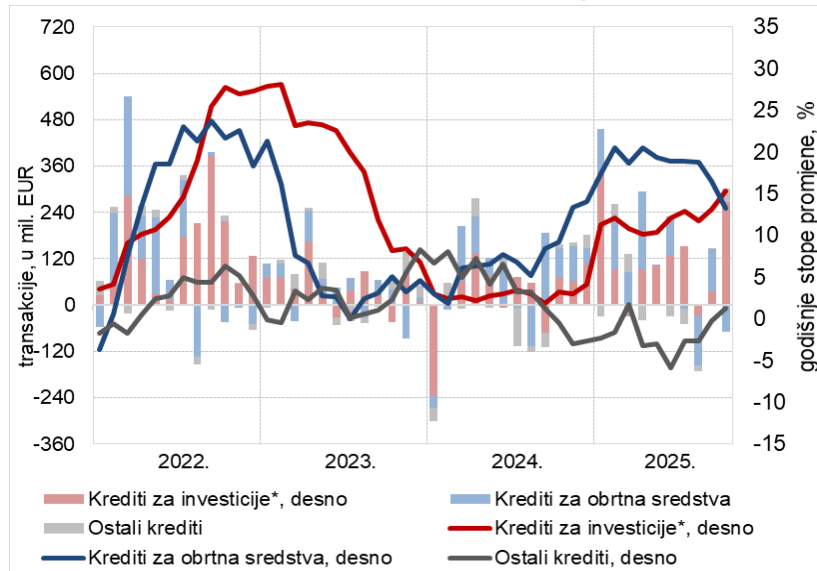
## U Hrvatskoj rastu kredita poduzećima u 2025. najviše pridonose krediti za investicije, a od djelatnosti ističu se prerađivačka industrija, trgovina i pružanje usluge smještaja i hrane

Kreditu poduzećima po djelatnostima



Izvor: HNB

Kreditu poduzećima prema namjeni

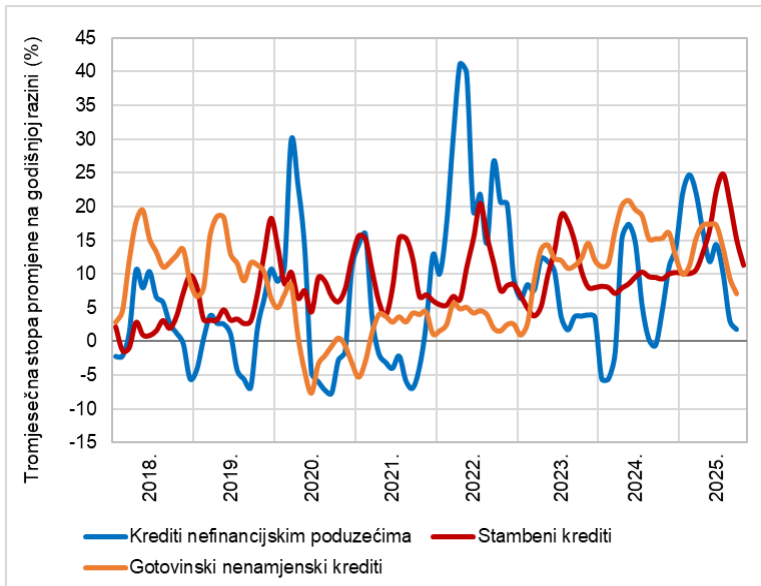


Napomena: Krediti za investicije uključuju sindicirane kredite, kredite za investicije u užem smislu, kredite za građevinarstvo, kredite za turizam i kredite za poljoprivredu.

Izvor: HNB

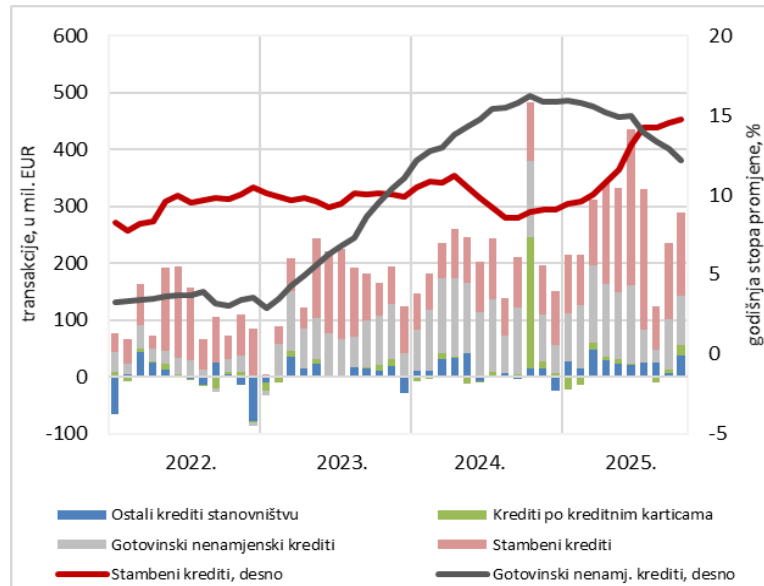
## Dinamika rasta kredita stanovništvu slabija je nego u mjesecima kada se stanovništvo pojačano zaduživalo u uvjetima "akcijskih" kamatnih stopa uvedenih uoči najave makrobonitetnih mjera

Zamah (moment) kredita poduzećima i stanovništvu



Izvor: HNB

Kreditni stanovništvu prema instrumentima



Napomena: Transakcije se odnose na iznos novoodobrenih kredita (prvi put odobreni krediti) umanjeno za otplate postojećih kredita te djelomično prodaje kredita.

Izvor: HNB

## Rane procjene učinaka ograničavanja kriterija kreditiranja

- Pad udjela visokorizičnih kredita ( $DSTI > 40\%$  za nestambene,  $DSTI > 45\%$  za nestambene):
  - 31% u 2. tr. 2025. → 18% u 3. tr. 2025. za stambene kredite\*
  - 28% → 10% za nestambene kredite u istom razdoblju
- Pad udjela stambenih kredita s visokim LTV omjerom ( $LTV > 90\%$ ) u istom razdoblju
  - 30% → 19%\*
- Usporio je zamah kredita, no rano je za pouzdanu i potpunu kvantifikaciju zbog učinka ranijeg ugovaranja i sezonskih učinaka
  - stambeni: 23% u lipnju 2025. na 12% u listopadu
  - nestambeni: 17% na 7% u istom razdoblju

Napomena: \*prosjeck za treće tromjesečje 2025. odnosi se na skup stambenih kredita ugovorenih i isplaćenih nakon 1.7.2025., odnosno na one na koje se primjenjuju odredbe Odluke o kriterijima kreditiranja potrošača.

## Zaključna razmatranja

- Domaće gospodarstvo nastavlja razmjerno snažno rasti
- Tržište rada u Hrvatskoj je i dalje snažno, no očekuje se postupno usporavanje rasta zaposlenosti i plaća
- Važnost tržišta rada za monetarnu politiku, posebno kroz utjecaj troškova rada na inflaciju
- Na kretanje plaća utječe i način određivanja plaća (eng. *wage-setting*), uključujući stupanj i raširenost kolektivnog pregovaranja
- Veza između inflacije i plaća je dvosmjerna, a korelacija među njima ovisi o prevladavajućem makroekonomskom okružju (razmjerno visoka i pozitivna u uvjetima snažne potražnje)
- Dugoročno inflacija će ovisiti o cijelom nizu faktora koji utječu na cijenu dobara i usluga



Hvala na pozornosti!