

EKONOMSKI HORIZONTI

HRVATSKE UDRUGE POSLODAVACA



HUP

Hrvatska udruga poslodavaca

15. travnja 2026.



EKONOMSKI IZGLEDI

- 1. Sažetak**
- 2. BDP će u 2026. godini rasti 2,5%**
- 3. Očekujemo godišnju stopu inflacije na razini od oko 5%**
- 4. Konkurentnost slabi zbog rasta troškova rada**
- 5. Pritisci na rast mase plaća ugrožavaju stabilnost javnih financija**



EKONOMSKI IZGLEDI

- 6. Potrebno rasteretiti plaće i promovirati zapošljavanje mladih**
- 7. Sukob na Bliskom istoku minimizira rast u euro području**
- 8. SAD je otpornija ekonomija zahvaljujući investicijama i fiskalnim poticajima**
- 9. Cijene energenata i dalje iznad početka godine, uz visoku volatilnost**
- 10. Ključne prognoze**



Sažetak

EKONOMSKI IZGLEDI (2026.-2027.) - STABILAN RAST UZ POJAČANE RIZIKE INFLACIJE, KONKURENTNOSTI I FISKALNE ODRŽIVOSTI

Procjena rasta BDP-a u 2026. trenutačno je na razini od 2,5% pod pretpostavkom da će sukob na Bliskom istoku biti kraći i da će se cijene energenata i drugih sirovina u drugoj polovici godine stabilizirati oko pretkriznih razina. Realni rast BDP-a mogao bi u 2026. dodatno usporiti u slučaju dulje energetske krize pod utjecajem nižeg realnog rasta dohoda, slabijeg fiskalnog impulsa, povišene neizvjesnosti, odgode monetarnog popuštanja ili pak lošijih uvjeta financiranja. Realni rast hrvatskog BDP-a je i dalje relativno snažan zahvaljujući snažnom rastu investicijskih kredita poduzeća u rekordnoj godini prema korištenju EU fondova, snažnijem izvozu kapitalnih dobara, te sigurnosnoj premiji Hrvatske kao turističke destinacije. **Nakon 4,4% u prošloj godini, u 2026. očekujemo ubrzanje inflacije na 5,0%** (prosjeck euro područja je oko 3,3%) zbog poskupljenja energenata, daljnjeg približavanja cijena usluga prosjecima EU te nove faze rasta troškova ključnih inputa u proizvodnji hrane. U takvom kontekstu, potrebno je rezolutno odoljeti pritiscima na rast mase plaća u javnom sektoru i mjere socijalne sigurnosti prilagoditi ciljano kako dodatni fiskalni stimulans ne bi 'dolijevao' ulje na vatru inflacije.

Uz osnovni scenarij (vjerojatnost 40%) razmatrali smo dva alternativna rizična scenarija ako posljedice sukoba na Bliskom istoku budu snažnije i dugotrajnije. U pesimističnijem scenariju (vjerojatnost 30%), prosječna cijena Brent nafte u drugom kvartalu iznad 100 USD za barel i cijena prirodnog plina iznad 80 EUR/MWh povećavaju stopu inflacije u 2026. za 1,2 postotna boda i smanjuju stopu rasta BDP-a za 0,5 postotnih bodova u naredne dvije godine. U stresnom scenariju (vjerojatnost 20%), cijena nafte nadomak 150 USD za barel i cijena plina iznad 100 EUR/MWh te energetske šok i globalni trgovinski i industrijski poremećaji mogli bi povećati prosječnu inflaciju za 2,6 postotnih bodova u 2026., ugroziti turističku sezonu i smanjiti stopu rasta na prosječno 1,5% u naredne dvije godine. Prema EIB-ovoj anketi, **snažno pogoršanje uvjeta eksternog financiranja otprilike dvostruko snažnije pogađa investicije poduzeća u odnosu na geopolitičke rizike** i višestruko snažnije nego eskalirajuće (globalne) trgovinske tenzije poput lanjskih.

Zbog eksplozije mase plaća iz proračuna za 51% tijekom tri godine, bujanja transfera stanovništvu, rasta izdvajanja za obrambeni sustav i zdravstvo te sporijeg rasta osobne potrošnje, Hrvatska je blizu zakonske razine proračunskog deficita od 3% BDP-a. Javni dug je u padu ispod 60% BDP-a, no očekivano usporavanje nominalnog rasta povećava važnost discipline na rashodima. A pritisci na trajni rast rashoda poput mase plaća ne posustaju pa nas manjak discipline može gurnuti u Proceduru prekomjernog deficita. O kakvim se rizicima radi, pored druge najviše mase plaća na ljestvici EU od 13,5% BDP-a, neophodno je gledati i kroz prizmu rasta broja zaposlenih u državnim službama u 2025. od oko 3%.

Standard&Poor's je Hrvatskoj nedavno povisio kreditni rejting Hrvatskoj na rekordnu 'A' razinu zahvaljujući ispunjenju investicijskih i reformskih mjerila u okviru NPOO-a kao i jačanju dugoročnih izgleda rasta. Hrvatska je među članicama EU s niskom i padajućom razinom javnog duga ispod 60% BDP-a, a ključna sidra za javne financije su očekivani ulazak u OECD i politička stabilnost, što podupire predanost reformama i smanjenje primarnog deficita.

GLOBALNI HORIZONTI - EUROPA USPORAVA, SAD OTPORNIJI, ENERGETSKI RIZICI OSTAJU

Unatoč fiskalnom stimulansu od 0,8% BDP-a i rastu kupovne moći stanovništva, **u Njemačkoj u 2026. očekujemo realni rast BDP-a od jedva 0,5% zbog narušene energetske konkurentnosti, mršavih narudžbi iz Kine te činjenice da se veće državne narudžbe obrade u duljem razdoblju.** Dodatni pritisak na ekonomije euro područja dolazi iz trgovinskih politika koje se trajno mijenjaju i podgrijavaju neizvjesnost. Geopolitički rizici, carine i fragmentacija tržišta postali su dominantni čimbenici poslovnih odluka pa čak 65% tvrtki navodi geopolitiku kao ključni rizik za poslovanje. Kako se projekti NGEU (NextGenerationEU) sredstvima privode kraju, rast u zemljama poput Španjolske i Italije usporava u 2026. na 1,8% (s 2,8%), odnosno 0,2%. **Očekujemo i usporavanje rasta BDP-a u euro području na 0,6% s 1,5% u 2025.** U osnovnom scenariju rata u Iranu do sredine proljeća, inflacija će premašiti 3% zbog rasta cijena energenata te iznositi prosječno 3,3% u 2026. Vrhunac temeljne inflacije očekujemo pak sredinom 2027. malo iznad 2,5% uz odgođeni prijenos viših troškova energije i sirovina. U osnovnom scenariju za sada ne očekujemo inflatorni šok poput prethodnih kriza zbog stabilnijih opskrbnih lanaca.

Američka ekonomija ulazi u 2026. u sporijem tempu zbog energetske šoka i ranijih poremećaja, no na razini cijele 2026. očekujemo rast od oko 2,5%. U odnosu na Europu, SAD ostaju otporniji zahvaljujući investicijama, reindustrijalizaciji, fiskalnim poticajima te ulaganjima u umjetnu inteligenciju i 'onshoring', što podupire produktivnost i oporavak aktivnosti u drugoj polovici godine. Restriktivnija imigracija otežava borbu protiv inflacije i odgađa smanjenje kamata, no uz slabljenje učinka carina i narušenu neovisnost Fedu rastu izgledi za rezove krajem ove i u prvoj polovici iduće godine.

Ključna pitanja za ESB su potencijalni sekundarni učinci rasta cijena energenata koji bi mogli dodatno potaknuti temeljnu inflaciju, jer dulji rat ubrzava njezin rast. Ipak, postoje argumenti protiv prebrzog povećanja kamatnih stopa – za razliku od 2022., danas opskrbni lanci (osim nafte i plina) uglavnom funkcioniraju, dok dezinflacijski pritisci dolaze iz preusmjerenja jeftine kineske robe prema Europi i usporavanja rasta plaća. U takvom okruženju **očekujemo da će ESB provesti dva preventivna podizanja kamatnih stopa.**

CARINE I GEOPOLITIKA NASTAVLJAJU STVARATI VOLATILNOST CIJENA ROBA I ENERGENATA

- Cijena nafte Brent oko 90 USD/bbl uz mogućnost stabilizacije prema nižim razinama u slučaju smirivanja napetosti
- Cijena prirodnog plina (TTF) oko 40-45 EUR/MWh uz prostor za blagi pad
- Cijena aluminija iznad 3.400 USD/t zbog ograničenja ponude i visokih troškova energije
- Cijena kukuruza oko 4-4,5 USD/bušel uz blagi silazni trend
- Cijena pšenice stabilizira se oko 200 EUR/t
- Cijena kave u padu uslijed visoke baze lani, globalna ponuda se povećava



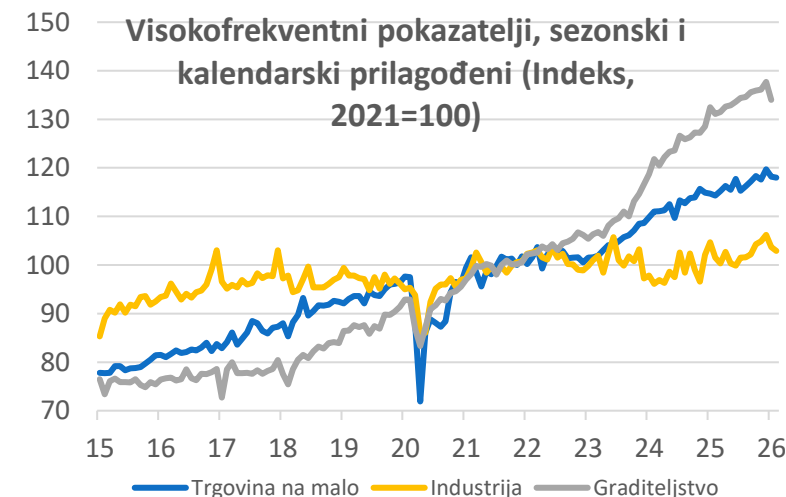
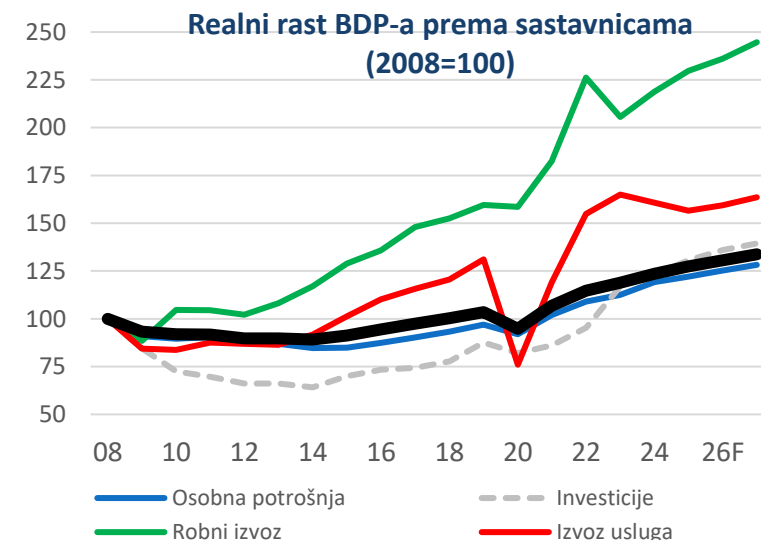
HORIZONTI Hrvatska: BDP će u 2026. godini rasti 2,5%

Usporavanje rasta uz rastuće inflatorne i vanjske rizike

Realni BDP u prvom kvartalu 2026. nastavlja solidan rast (oko 3%) uz podršku ubrzanja osobne potrošnje, što je povezano s pozitivnim baznim učinkom i ranijim Uskrsom. Unatoč sukobima na Bliskom istoku, energetsom šoku i njenom utjecaju na standard građana, sentiment potrošača i dalje je viši na godišnjoj razini zahvaljujući snažnom realnom rastu plaća (+5,5%), boljim financijskim izgledima za 12 mjeseci. Stagnacija zaposlenosti, sklonost štednji i pad potrošačkog kreditiranja pozivaju na oprez. Nakon snažnog rasta od 6,3% potkraj 2025., proizvodnja je usporila zbog lošijeg vremena, pogoršanja konkurentnosti troška rada i skoka cijena energenata, aluminijske i niza proizvodnih inputa. U drugom kvartalu vidimo solidan realni rast BDP-a od oko 2,5% zahvaljujući boljoj turističkoj predsezoni, ubrzanju rasta kredita poduzećima i jačanju građevinskih aktivnosti.

Procjena rasta BDP-a u 2026. trenutačno je na razini od 2,5% pod pretpostavkom da će sukob na Bliskom istoku biti kraći i da će se cijene energenata i drugih sirovina u drugoj polovici godine stabilizirati oko pretkriznih razina. Iako statistički prijenos iz 2025. ima viši učinak na rast BDP-a u 2026. nego što se očekivalo zbog ubrzanja rasta potkraj 2025., rast cijena energenata, povećana neizvjesnost i pad zaposlenosti mogli bi oslabiti domaću potražnju i izvoz u odnosu na ranija očekivanja. Realni rast BDP-a mogao bi u 2026. dodatno usporiti u slučaju dulje energetske krize pod utjecajem nižeg realnog rasta dohodaka, slabijeg fiskalnog impulsa, povišene neizvjesnosti, odgode monetarnog popuštanja ili pak nepovoljnijih uvjeta financiranja. Realni rast hrvatskog BDP-a je i dalje relativno snažan zahvaljujući snažnom rastu investicijskih kredita poduzeća u rekordnoj godini prema korištenju EU fondova, snažnijem izvozu kapitalnih dobara, te našoj sigurnosnoj premiji turističke destinacije.

Godišnja stopa harmonizirane inflacije u ožujku je skočila na 4,7%, za puni postotni bod u odnosu na tromjesečni prosjek uslijed krizne eskalacije cijena energenata te rasta cijena usluga. Daljnji zamah cijena usluga posljedica je snažnog realnog rasta primanja zaposlenih znatno iznad rasta produktivnosti, što usred aktualnog energetske šoka te zbog rastuće ovisnosti i uvozu energenata pospješuje sekundarne učinke koji se mogu odraziti u porastu inflacijskih očekivanja. Hrvatska je također sve izloženija globalnim šokovima cijena hrane zbog stagnacije domaće poljoprivredne proizvodnje i visoke ovisnosti o uvozu hrane i proizvodnih inputa, a vlastitom proizvodnjom pokriva tek 45% potreba za mineralnim gnojivima za domaću proizvodnju.





HORIZONTI Hrvatska: Stopa inflacije će ubrzati na 5,0%

Energenti i hrana glavni pokretači inflacije

Nakon 4,4% u prošloj godini, u 2026. očekujemo ubrzanje inflacije na 5,0% (prosjeck euro područja je oko 3,5%) prvenstveno zbog poskupljenja energenata, daljnjeg približavanja cijena usluga prosjecima EU te nove faze rasta troškova ključnih inputa u proizvodnji hrane. S obzirom na to da fosilna goriva čine oko 35% operativnih troškova pomorskog transporta, snažniji rast cijena energenata može povećati trošak prijevoza za 15-20%, što se brzo prelijeva u više cijene hrane kroz skuplju logistiku i distribuciju. Dodatni problem je rast cijena umjetnih gnojiva nadomak rekordnih razina. Rast cijena hrane predstavlja značajan inflacijski rizik jer hrana i bezalkoholna pića u Hrvatskoj čine 21,8% potrošačke košarice, pa povećanje cijena hrane za jedan postotni bod podiže ukupnu inflaciju za 0,3pb. U takvom kontekstu, potrebno je rezolutno odoljeti pritiscima na rast mase plaća u javnom sektoru i socijalne mjere prilagoditi ciljano kako dodatni fiskalni stimulans ne bi 'dolijevao' ulje na vatru inflacije.

Uz osnovni scenarij (vjerojatnost 40%) razmatrali smo dva alternativna rizična scenarija ako posljedice sukoba na Bliskom istoku budu snažnije i dugotrajnije. U pesimističnijem scenariju (vjerojatnost 30%), prosječna cijena Brent nafte u drugom kvartalu iznad 100 USD za barel i cijena prirodnog plina iznad 80 EUR/MWh povećavaju stopu inflacije u 2026. za 1,2 postotna boda i smanjuju stopu rasta BDP-a za 0,5 postotnih bodova u naredne dvije godine. U stresnom scenariju (vjerojatnost 20%), cijena nafte nadomak 150 USD za barel i cijena plina iznad 100 EUR/MWh te energetske šok i globalni trgovinski i industrijski poremećaji mogli bi povećati prosječnu inflaciju za 2,6 postotnih bodova u 2026., ugroziti turističku sezonu i smanjiti stopu rasta na prosječno 1,5% u naredne dvije godine. Prema EIB-ovoj anketi, **snažno pogoršanje uvjeta eksternog financiranja otprilike dvostruko snažnije pogađa investicije poduzeća u odnosu na geopolitičke rizike** i višestruko snažnije nego eskalirajuće (globalne) trgovinske tenzije poput lanjskih.

Pod pretpostavkom smirivanja sukoba, vanjska potražnja bi mogla biti snažnija i time potaknuti rast izvoza robe i usluga. Poticajnije vanjsko okruženje, više investicija na krilima novca iz EU fondova, rekordna njemačka fiskalna ekspanzija ključni i bolja turistička sezona su (vanjski) 'pozitivni' rizici' za BDP. Geoekonomski rizici, pogoršanje sentimenta potrošača u euro području, viša inflacija, pogoršanje uvjeta financiranja mogu pak otežati rast.

Vjerojatnost (%)	40% Osnovni		30% Pesimistični scenarij	
	2026	2027	2026	2027
Rast BDP	2.5	2.4	2.0	1.8
Inflacija	5.0	2.8	5.9	3.9
Nezaposlenost (% BDP-a)	4.8	4.6	5.5	5.4
Saldo proračuna	-3.0	-2.8	↘	↘
Javni dug	55.2	53.8	↗	↗

Izvor: Eurostat, HUP istraživanja



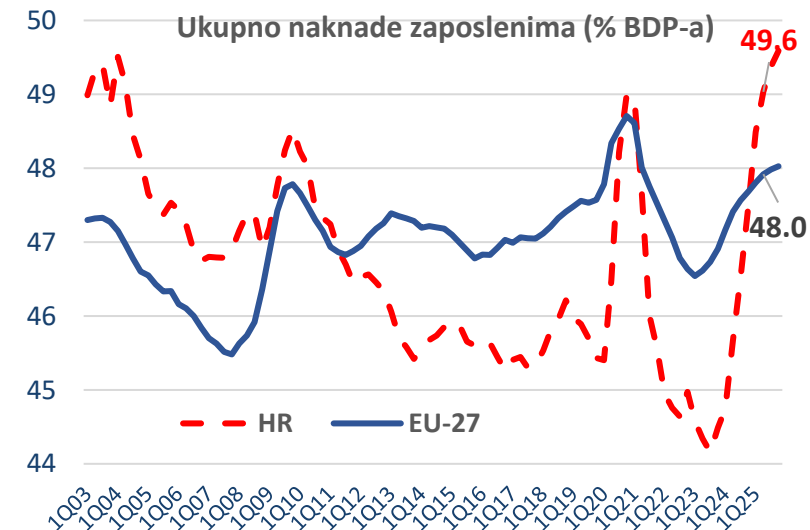
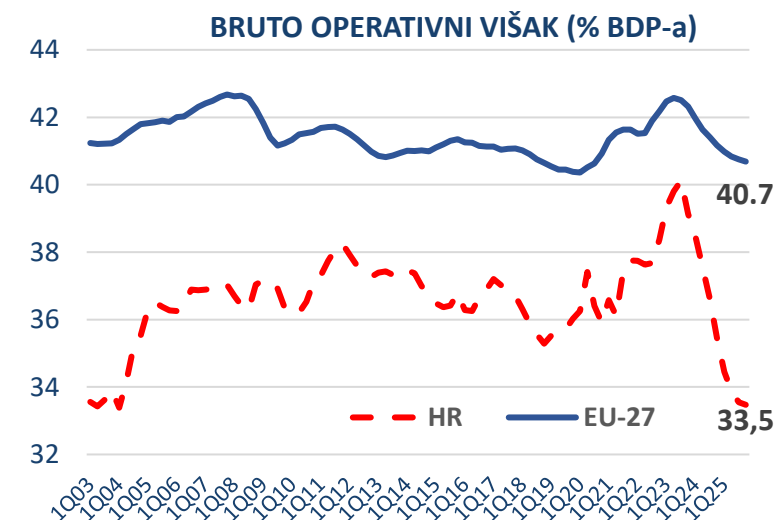
HORIZONTI Hrvatska: Konkurentnost slabi zbog rasta troškova

Niska profitabilnost hrvatskog gospodarstva traži porezno rasterećenje i reforme

Bruto profitabilnost hrvatskih tvrtki po zaposlenom zadnje dvije godine stagnira pa je 23% niža od prosjeka CEE regije i čak 50% niža od prosjeka EU. Udio bruto dobiti u BDP-u kroz dvije je godine pao za 6 postotnih bodova na 33,5%, a udio ukupnih primanja zaposlenih skočio za 5 postotnih bodova na 49,6% BDP-a. Bruto dobit naših tvrtki za 7% je BDP-a niža u odnosu na prosjek EU te 11% ispod prosjeka CEE regije. Istovremeno, primanja zaposlenih su 1,5% BDP-a iznad prosjeka EU te čak 6% BDP-a iznad prosjeka CEE regije. **Prema ovim podacima ni izbliza ne dosežemo razine koje mogu podržati veća ulaganja ni održiv rast primanja zaposlenih, osobito u uvjetima snažnog rasta troškova rada i viših troškova energije u odnosu na pretkrizno razdoblje.**

S obzirom na nastavak rasta produktivnosti ispod prosjeka CEE regije i geopolitičke rizike koji usporavaju oporavak EU, ekonomske politike moraju prioritizirati poboljšanje uvjeta ulaganja i konkurentnosti privatnih poduzeća, uz nastavak poreznog i administrativnog rasterećenja te niže cijene energenata za tvrtke.

- U kontekstu nove energetske krize i prethodno 18% skuplje električne energije od prosjeka EU, nužne su energetske subvencije po uzoru na najbolju praksu EU za industrije koje kombiniraju niže nameta, poreze, mrežarine, trošak CO2 i krizne intervencije, uz poticanje inovacija, efikasnosti i ulaganja za postizanje klimatske i energetske otpornosti vrijedna 34 milijardi EUR do 2030. godine
- Niži porezni klin na srednje/više plaće na prosjek CEE regije je potreban za rast zaposlenosti, naročito mladih kao jedinoj kohorti gdje stopa zaposlenosti pada te je 10pb ispod prosjeka EU. Pa to koincidira s realnim zaostajanjem u produktivnosti. Reformama valja širiti poreznu bazu uz zamjenu prihoda od poreza na rad porezima na najam, jačati beneficije za mlade, aktivne politike zapošljavanja, dualnog i STEM obrazovanja i upariti obrazovne programe s tržištem rada tamo gdje to nije učinjeno. Komplementarno treba restrukturirati državnu administraciju i poduzeća, rezati parafiskalne namete i labaviti regulaciju.
- Po uzoru na najbolju praksu članica EU, nužno je aktivnije kombinirati poticaje za ulaganja s bespovratnim sredstvima iz EU fondova ili nacionalno financiranih poziva. Kritično je jačati sposobnost skaliranja za modernu industriju po uzoru na ulagačke poticaje koje ima turizam od COVID krize i afirmirati kategoriju srednje kapitaliziranih tvrtki u financiranju EU fondovima u korist programa s većim razvojnim otiskom



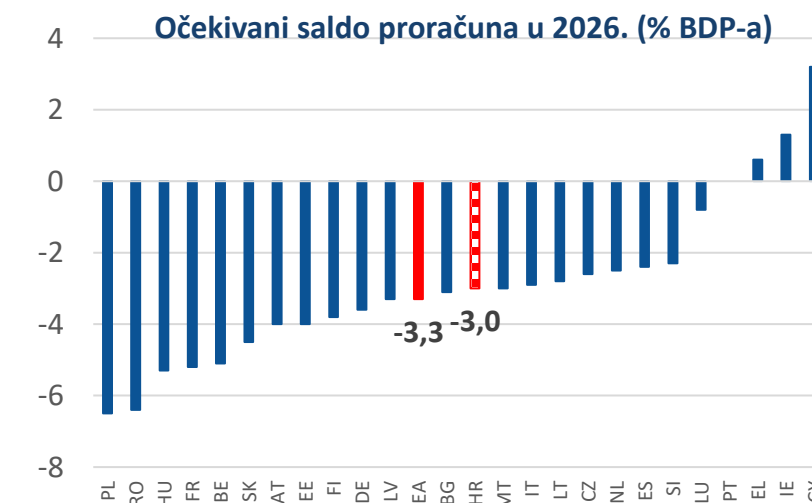
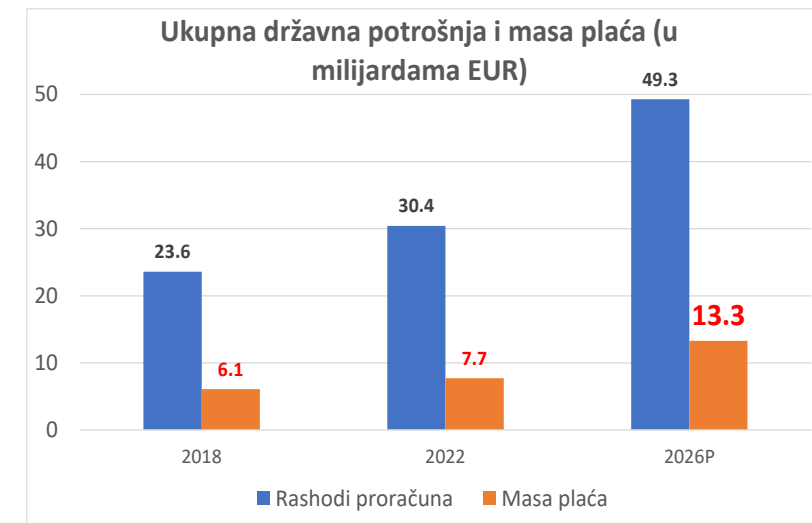
HORIZONTI Hrvatska: Pritisci na rast mase plaća ugrožavaju stabilnost javnih financija

Hrvatska mora obuzdati javnu potrošnju u novim okolnostima

Zbog eksplozije mase plaća za 51% tijekom tri godine, bujanja transfera stanovništvu, rasta izdvajanja za obrambeni sustav i zdravstvo te sporijeg rasta osobne potrošnje, Hrvatska je blizu zakonske razine proračunskog deficita od 3% BDP-a. Javni dug je u padu ispod 60% BDP-a, no očekivano usporavanje nominalnog rasta povećava važnost discipline na rashodima. A pritisci na trajni rast rashoda poput mase plaća ne posustaju pa nas manjak discipline na toj ili drugim stavkama rashoda može gurnuti u Proceduru prekomjernog deficita. I baš kao u periodu od 2014. do 2017. ograničiti razvojne mogućnosti. O kakvim se rizicima radi, pored druge najviše mase plaća na ljestvici EU od 13,5% BDP-a, neophodno je gledati i kroz prizmu rasta broja zaposlenih u državnim službama u 2025. od oko 3% nasuprot padu od 3% u industriji.

Dodatno brine činjenica kako se država u podmirenju mase plaća danas više nego ikada oslanja na prihode od PDV-a - izrazito ciklične i ovisne o osobnoj potrošnji i turizmu. U kontekstu daljnjih pritisaka na rast plaća, takva struktura financiranja i geopolitičke neizvjesnosti jačaju fiskalne rizike, osobito u slučaju energetske krize, osjetnog usporavanja rasta BDP-a, širenja energetske subvencija te pada realnog prihoda od turizma. Trenutačno najslabije percipirani rizik je rast kamata uslijed obnavljanja inflatornih rizika te gomilanja fiskalnih rizika u euro području, što i Hrvatskoj može povisiti cijenu financiranja. Za otplatu kamata, Hrvatska izdvaja oko 3% proračunskih prihoda, znatno manje od prosjeka zemalja s 'A' rejtingom od oko 5% prihoda.

Standard&Poor's je nedavno povisio kreditni rejting Hrvatskoj na rekordnu 'A' razinu zahvaljujući ispunjenju investicijskih i reformskih mjerila u okviru NPOO-a kao i jačanju dugoročnih izgleda rasta. Hrvatska je i dalje među članicama EU s niskom i padajućom razinom javnog duga ispod 60% BDP-a, a ključna sidra za javne financije su očekivani ulazak u OECD i politička stabilnost, što podupire predanost reformama (uključujući prenošenje tereta s dohotka na imovinu) i pad primarnog deficita. Putanja javnog duga u srednjem roku sve više ovisi o primarnom saldu kako nominalni rast usporava zbog niže inflacije. Za Hrvatsku je pohvalno i to što je deficit na tekućem računu bilance plaćanja financiran izravnim stranim investicijama te EU grantovima.





HORIZONTI Hrvatska: Potrebno rasteretiti plaće i promovirati zapošljavanje mladih

Niži dug i stabilni prinosi potiču priliku za jačim reformama

S obzirom na visok rast plaća od 8% uz rast zaposlenosti od 1,5%, **rast prihoda lokalne države iznad plana i uravnoteženje salda otvaraju prostor za rasterećenje srednjih i viših plaća uz agilniji porezni tretman turističkog najma** nalik dugoročnom najmu. Među drugim mjerama za širenja porezne baze predlažemo daljnju digitalizaciju plaćanja i administrativno rasterećenje poslovanja, bolju kontrolu naplate PDV-a uz smanjenje broja sniženih stopa PDV-a koje bi trebale ciljati samo socijalno osjetljive proizvode, reformu poreznog režima 'paušalaca' i samozaposlenih i uklanjanje neučinkovitih izuzeća i povlastica. Relevantna istraživanja pokazuju kako rasterećenje dohotka za jedan postotni bod može podići rast BDP-a do dva postotna boda.

Iznimno je važno rasteretiti dohodak visokokvalificirane radne snage i promovirati zapošljavanje mladih kako bismo produktivnost digli sa svega dvije trećine prosjeka EU. Hrvatska bi po uzoru na prosjek TOP5 najboljih članica EU mogla spustiti porezni klin za 10-ak postotnih bodova s 43,5% kroz povećanje praga primjene više stope poreza na dohodak, ograničenje osnovice za zdravstveni doprinos i poticaje za mlade.

Prodajom 2,0 mlrd EUR euroobveznica i refinanciranjem 'narodnih' obveznica, Hrvatska već pokriva oko 50% ovogodišnjih potreba za financiranjem u neizvjesnoj godini kad bruto volumen financiranja doseže nemalih 12% BDP-a. Ministarstvo financija pritom raspolaže proračunskom rezervom od oko 12% BDP-a, što značajno olakšava (re)financiranje u slučaju tržišnih turbulencija i efektivno spušta neto javni dug ispod 50% BDP-a. Iako neizvjesni kamatni izgledi nose određenu neizvjesnost po pitanju uvjeta financiranja u ostatku godine, smatramo da članstvo u euro području, agilnije reforme pred ulazak u OECD, snažniji srednjoročni izgledi rasta produktivnosti i BDP-a i snažna domaća baza investitora pozitivno utječu na sužavanje spreadova na hrvatske obveznice uz pozitivne reakcije preostalih rejting agencija u iduće dvije godine. Sužavanje od otprilike 30 baznih bodova odgovara prosjeku Portugala i Slovačke u odnosu na koje Hrvatska ima bolje kreditne fundamente kroz urednije javne financije (stabilniji profil javnog duga), viši potencijalni rast BDP-a i općenito veću fleksibilnost ekonomije.

Spreadovi članica euro područja s A rejtingom (3M prosjek, bazni bodovi)

IT	69
HR	51
ES	43
SI	39
SK	39
PT	37

Izvor: Bloomberg, HUP istraživanja



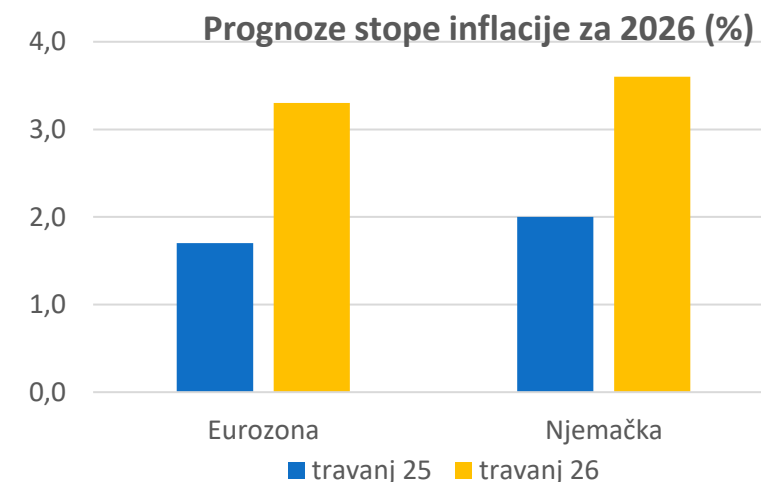
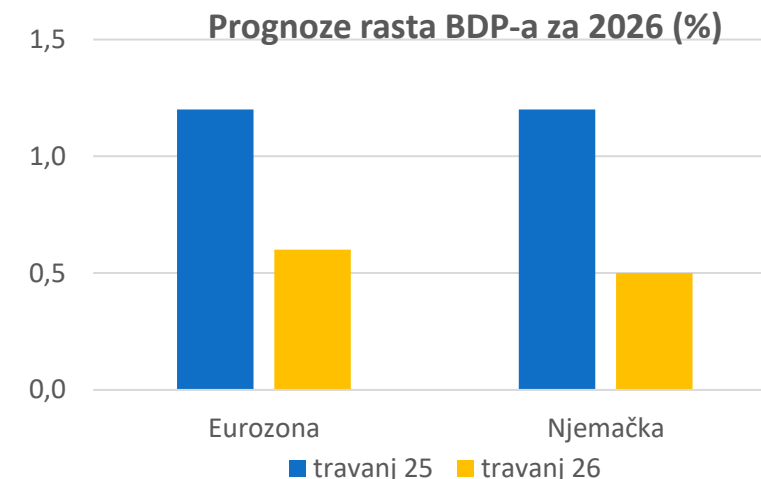
Globalni HORIZONTI: Sukob na Bliskom istoku usporava rast u euro području

Globalni rast slabi svakom daljnjom eskalacijom koja utječe na ponudu ključnih industrijskih inputa

Pad poslovnog optimizma prema IFO i PMI indeksima menadžera nabave održava strah od geopolitičkih rizika. Glavni negativni rizik je produljeni vojni sukob na Bliskom istoku, zadržavanje Brent nafte iznad 100 USD po barelu i rast cijene europskog plina iznad 60 EUR/MWh, što podiže trošak proizvodnje, transporta i inflacijske pritiske. U energetsom šoku koji podiže prosječnu stopu inflacije za jedan postotni bod smanjuju se izgledi rasta u euro području u 2026. za 0,5-0,75pb, uz odgodu monetarnog popuštanja i slabija ulaganja. Tvrtkama nedostaje povjerenja u oporavak ekonomije zbog visokih troškova energenata i izostanka strukturnih reformi koje potiču oporavak industrije van obrambenog sektora. Unatoč fiskalnom stimulansu od 0,8% BDP-a i rastu kupovne moći stanovništva, zbog narušene energetske konkurentnosti, mršavih narudžbi iz Kine i realnosti da se veće državne narudžbe obrade u duljem razdoblju, **u Njemačkoj u 2026. očekujemo rast od jedva 0,5%.**

Dodatni pritisak na euro područje dolazi iz trgovinskih politika koje trajno mijenjaju odnose. Geopolitički rizici, carine i fragmentacija tržišta postali su dominantni čimbenici poslovnih odluka pa čak 65% tvrtki navodi geopolitiku kao ključni rizik za poslovanje. Posljedično, kompanije ubrzano diverzificiraju dobavne lance, dižu zalihe i mijenjaju logističke rute, što podiže troškove i smanjuje efikasnost trgovine. Kako se projekti NGEU sredstvima privode kraju, rast u zemljama poput Španjolske i Italije usporit će rast u 2026. na 1,8% (s 2,8%), odnosno jedva 0,2%. **Očekujemo i usporavanje rasta BDP-a na razini euro područja na 0,6% s 1,5% u 2025.**

U osnovnom scenariju rata u Iranu koji završava sredinom cijena energenata, osobito benzina i dizela. S druge strane, temeljna inflacija (bez energenata, hrane i pića) mogla bi blago oslabjeti s privremeno povišenih razina zbog zimskih olimpijskih igri u Italiji. Viši troškovi energije te skuplje sirovine u kemijskoj industriji zbog rata s Iranom bit će vidljivi s određenim vremenskim odmakom, a vrhunac temeljne inflacije očekuje se sredinom 2027. malo iznad 2,5%. Zbog rasta cijena gnojiva, maloprodajne cijene hrane će ponovo ubrzati u drugoj polovici godine. Unatoč spomenutim pritiscima, ne očekujemo ponavljanje inflatornog šoka zabilježenog tijekom pandemije ili rata u Ukrajini s obzirom da ključni opskrbeni lanci trenutno nisu poremećeni u mjeri kao prije četiri godine. Sve u svemu, očekujemo rast prosječne stope inflacije u 2026. na 3,3% (s 2,1% u 2025.) uz otprilike sličnu temeljnu inflaciju od 2,4%.



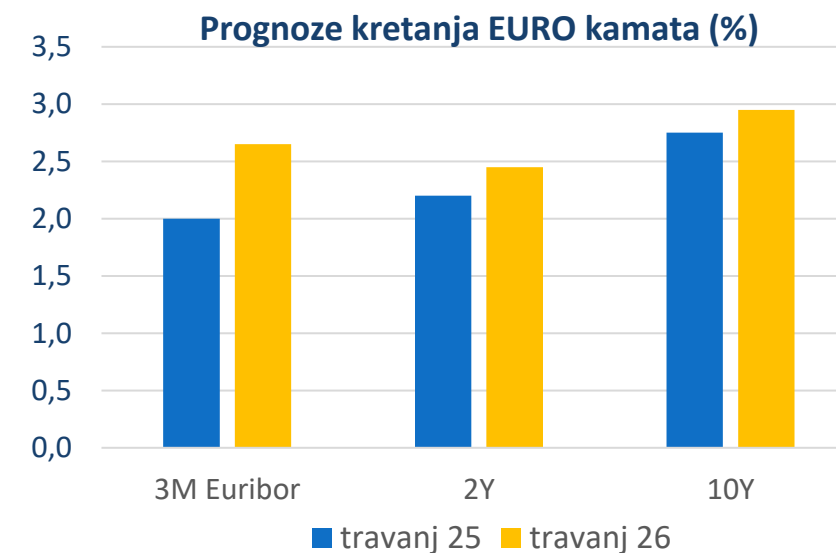


Globalni HORIZONTI: SAD otporniji uz fiskalne i investicijske poticaje

Monetarne politike divergiraju između SAD-a i Europe

Američka ekonomija ulazi u 2026. s vidljivim usporavanjem nakon snažnog rasta u ranijim godinama. Rast BDP-a 2026. vidimo oko 2,4%, uz slabiji početak godine zbog energetske šoka i sporije dinamike potkraj 2025. prouzročen privremenim zatvaranjem javnih službi. U usporedbi s Europom, SAD pokazuju veću otpornost zahvaljujući snažnoj investicijskoj aktivnosti, reindustrijalizaciji te fiskalnim poticajima. Ulaganja u umjetnu inteligenciju uz kontinuirani 'onshoring' proizvodnje iz geopolitički osjetljivih lokacija (Kina) sada te u srednjem roku imaju izražene pozitivne implikacije na rast produktivnosti. Po ublažavanju utjecaja energetske šoka na potrošnju, smanjenje neizvjesnosti i učinci fiskalnih potpora podupiru aktivnost u drugoj polovici ove godine dok financijski uvjeti ostaju relativno povoljni. Štoviše, američka administracija fokusirana je na investicijske politike uz ogroman značaj poboljšanih pravila amortizacije i regulatorne prilagodbe daljnjim ulaganjima u visoke tehnologije koja ostaju glavni pokretač rasta. Zbog restriktivnije imigracije na štetu kretanja troška na tržištu rada usred energetske šoka otežana je borba protiv inflacije. Iako spomenuto odgađa daljnje smanjenje kamata u 2026., u Fed-u se nadaju da će učinci lanjskog rasta carina postupno nestati iz međugodišnje usporedbe. U kombinaciji s narušenom neovisnosti centralne banke povećava izgleda smanjenja kamata krajem ove te naročito u prvoj polovici sljedeće godine.

S druge strane, ključna pitanja za ESB su potencijalni sekundarni učinci rasta cijena energenata koji bi mogli dodatno potaknuti temeljnu inflaciju, jer dulji rat nedvojbeno ubrzava njezin značajan rast. U ovom trenutku međutim postoje argumenti protiv prebrzog povećanja kamatnih stopa - za razliku od 2022., kada su poremećaji u globalnim opskrbnim lancima i oporavak potražnje nakon ukidanja COVID-19 mjera već poticali inflaciju prije energetske krize, danas ključni industrijski opskrbni lanci (izuzev nafte i plina) uglavnom funkcioniraju. Dodatno, postoje i dezinflacijski čimbenici s obzirom na to da su trgovinske tenzije između SAD-a i Kine preusmjerile je jeftinu kinesku robu prema Europi, a rast plaća je osjetno usporio. U takvom okruženju očekujemo da će ESB provesti dva preventivna podizanja referentne deponitne stope, a prije nego ponovo smanji kamatne stope u 2027.





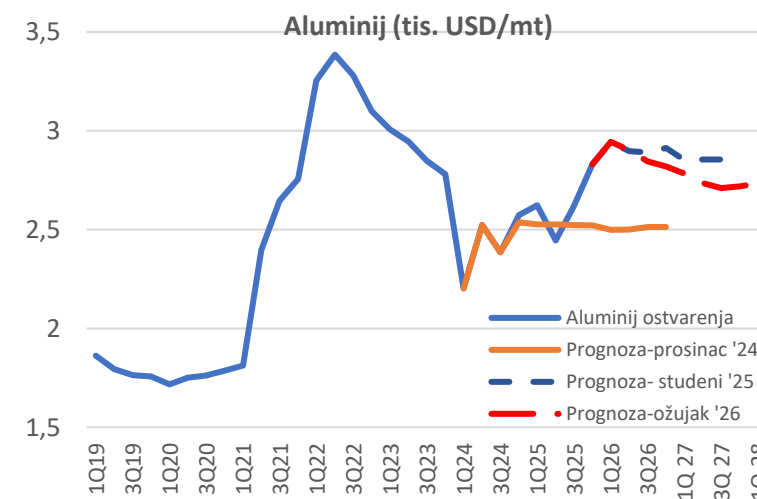
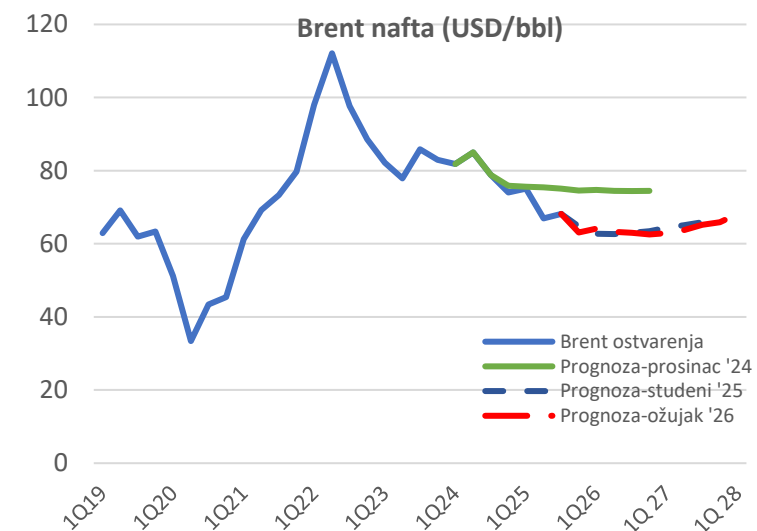
Burzovne robe: Cijene energenata i dalje iznad početka godine, uz visoku volatilnost

Cijena nafte trebala bi nastaviti korekciju prema razini od 80 USD po barelu

Cijena nafte tipa Brent pala je za oko 22% od kraja ožujka, na približno 93 USD po barelu, uz nastavak silaznog trenda koji ponajprije odražava smirivanje geopolitičkih napetosti nakon privremenog prekida sukoba između SAD-a i Irana te najava otvaranja Hormušskog tjesnaca, kroz koji prolazi oko petine svjetske trgovine naftom. Time se postupno normaliziraju globalni pomorski tokovi i ublažava pritisak na ponudu, dok signal spremnosti Irana na nastavak pregovora dodatno smanjuje premiju rizika u cijeni. Važno je istaknuti kako je cijena nafte od početka godine i dalje značajno viša (oko +53%, što odražava snažan rast u ožujku ove godine usred geopolitičkog šoka). **U slučaju stabilizacije sigurnosne situacije očekujemo nastavak korekcije prema razini od oko 80 USD po barelu, uz zadržavanje povišene volatilnosti.**

Europska cijena plina (TTF) pala je za gotovo 10% od kraja ožujka i trenutno se nalazi na oko 45,8 EUR po megavatsatu, prateći smirivanje geopolitičkih rizika i postupnu normalizaciju globalnih tokova energenata. Ipak, unatoč recentnoj korekciji, cijene su i dalje povišene u odnosu na početak godine, nakon snažnog rasta u prvom tromjesečju potaknutog poremećajima u opskrbi i rizicima vezanim uz LNG tokove. Dodatno, ograničenja na strani ponude ostaju izražena, s obzirom na to da je jedno od ključnih LNG postrojenja u Kataru, odgovorno za oko 20% globalne ponude, djelomično izvan funkcije zbog oštećenja nastalih u sukobu. **U slučaju daljnje stabilizacije geopolitičke situacije očekujemo kako bi se cijena plina mogla postupno spustiti prema razini od oko 40 EUR/MWh.**

Za razliku od energenata, cijena aluminija porasla je na četverogodišnji maksimum od 3.464 USD po toni, što predstavlja rast od oko 10% u odnosu na razine s početka sukoba, ponajprije zbog poremećaja u opskrbi i prekida proizvodnje u regionalnim talionicama. Promatrano od početka godine, aluminij bilježi izražen uzlazni trend, uz kumulativni rast od približno 16% YTD, reflektirajući ograničenja na strani ponude i rastuće troškove energije u proizvodnji. **S obzirom na to da ponovno pokretanje proizvodnje zahtijeva dulje razdoblje, očekuje se kako će ograničenja u ponudi potrajati i nakon potpune normalizacije transportnih tokova, što otvara prostor za daljnji rast cijene iznad razine od 3.500 USD/t.**



Izvor: Focus Economics



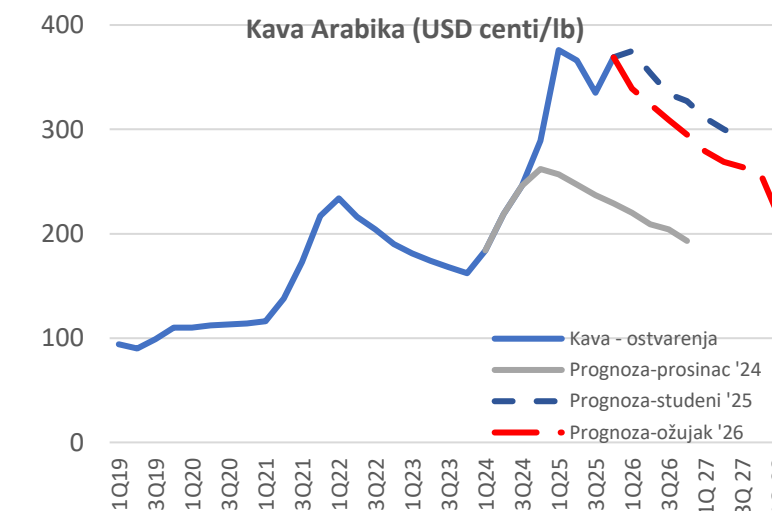
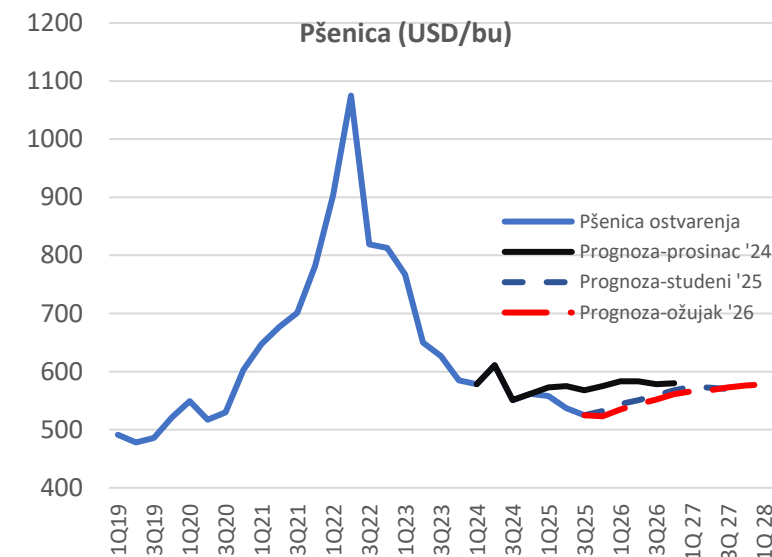
Burzovne robe: Cijena žitarica i kave u padu

Tržište roba u svijetu pod geopolitičkim pritiskom

Cijena kukuruza pala je za gotovo 3% u odnosu na kraj ožujka, na oko 4,5 USD po bušelu, pod utjecajem smanjene zabrinutosti oko opskrbe gnojivima i poboljšanih izgleda za globalne trgovinske tokove nakon smirivanja geopolitičkih napetosti. Međutim, za razliku od kratkoročnih kretanja, cijena kukuruza od početka godine pokazuje blagi silazni trend, uz pad od nekoliko postotaka (oko -2% YTD), što odražava slabljenje potražnje i normalizaciju tržišnih uvjeta. Dodatni pritisak dolazi od pada cijene nafte, koji smanjuje potražnju za etanolom, dok očekivano smanjenje zasijanih površina u SAD-u za oko 4 milijuna hektara zasad ne mijenja ukupni trend. **U takvom okruženju očekujemo daljnju korekciju cijene prema razini od oko 4 USD po bušelu.**

Cijena europske pšenice blago je pala za 1,1% u odnosu na kraj ožujka te se trenutačno kreće oko 202,5 EUR po toni, ponajprije zbog smanjenja rizika u opskrbnim lancima i jačanja eura u odnosu na dolar. Promatrano od početka godine, cijena pšenice također bilježi umjeren pad (oko -7% YTD), što odražava poboljšane izgleda za proizvodnju i stabilizaciju tržišta. Istodobno, COCERAL procjenjuje kako će proizvodnja žitarica u EU i UK-u dosegnuti oko 298,8 milijuna tona u 2026., što dodatno potvrđuje smanjenje pritiska na strani ponude. **U takvim uvjetima očekuje se stabilizacija cijene oko 200 EUR po toni.**

Cijena kave pala je za 3,5% u odnosu na kraj ožujka, na oko 2,9 USD po funti, uz očekivanja globalnog suficita od približno 10 milijuna vreća. Nakon snažnog rasta u 2025., cijena od početka godine bilježi izražen pad od oko 18%, ponajprije zbog poboljšanja globalne ponude. Ključni faktor je rekordna proizvodnja u Brazilu (75,3 milijuna vreća; +21% godišnje), dok snažna ponuda iz Vijetnama dodatno pritišće cijene. Globalne zalihe trebale bi porasti na oko 48 milijuna vreća, potvrđujući prijelaz tržišta iz ograničene ponude u višak i smanjujući prostor za rast cijena. **U takvom okruženju očekuje se nastavak silaznog pritiska, uz moguć pad prema 2,5 USD po funti, iako volatilnost ostaje povišena zbog klimatskih rizika, osobito u Brazilu.**





HUP HORIZONTI: Ključne prognoze

	Hrvatska					Euro područje				
	2023	2024	2025	2026p	2027p	2023	2024	2025	2026p	2027p
<i>(realne stope promjene, %)</i>										
Rast BDP-a	3.8	3.8	3.2	2.5	2.4	0.5	0.9	1.5	0.6	1.0
Osobna potrošnja	3.2	5.9	2.5	2.6	2.4	0.6	1.3	1.5	0.6	0.7
Investicije	22.7	5.3	6.1	4.0	2.6	2.0	-2.6	3.1	1.2	1.2
Izvoz dobara i usluga	-1.4	1.6	0.9	2.6	3.1	-1.0	0.5	2.1	1.5	1.2
Uvoz dobara i usluga	-4.2	8.4	2.8	2.9	3.3	-1.8	-0.2	3.7	2.5	2.2
Inflacija (stopa promjene, %)	8.4	4.0	4.4	5.0	2.8	5.5	2.4	2.1	3.3	2.1
Nezaposlenost (%)	6.1	5.0	4.9	4.8	4.6	6.5	6.4	6.3	6.5	6.7
Zaposlenost (stopa promjene, %)	2.5	3.3	2.5	0.7	0.7	1.5	1.0	0.7	0.3	0.2
Plaće (stopa promjene, %)	14.7	15.0	10.8	7.0	4.7	5.3	4.5	3.9	3.4	3.2
Saldo proračuna (% BDP-a)	-0.8	-2.4	-2.8	-3.0	-2.8	-3.5	-3.1	-3.3	-3.7	-3.5
Javni dug (% BDP-a)	61.8	57.6	56.6	55.2	53.8	87.4	87.1	89	90.7	90.9
Tekući račun (% BDP-a)	0.4	-1.2	-2.8	-2.0	-1.6	1.6	2.7	2.3	2.3	2.1
3-mjesečni EURIBOR (%)						3.91	2.71	2.03	2.65	1.80

Izvor: Eurostat, HUP istraživanja

Za više informacija:

Hrvoje Stojić
+385 91 4976 509
hrvoje.stojic@hup.hr



HUP

Hrvatska udruga poslodavaca

Radnička cesta 37a, 10000 Zagreb

t +385 1 4897 555

f +385 1 4897 592

e hup@hup.hr

w www.hup.hr