

EKONOMSKI HORIZONTI

HRVATSKE UDRUGE POSLODAVACA



HUP

Hrvatska udruga poslodavaca

28. studenog 2025.

EKONOMSKI IZGLEDI

- 1. Sažetak**
- 2. HORIZONTI Hrvatska: BDP će u 2026. godini rasti 2,5%**
- 3. HORIZONTI Hrvatska: Inflacija će pasti na 3,4%, rast izvoza u niskoj brzini**
- 4. HORIZONTI Hrvatska: Deficit proračuna od 3% BDP-a je na granici fiskalnih pravila EU**
- 5. HORIZONTI Hrvatska: Porezno rasterećenja rada je ulog u konkurentnost**

EKONOMSKI IZGLEDI

6. Globalni HORIZONTI: Njemačka se oporavlja, ali EU stagnira

7. Globalni HORIZONTI: Fed spušta kamate, ESB drži ručnu - kamate i dalje visoko?

8. Burzovni HORIZONTI: Cijena nafte i plina u padu, aluminij skuplji

9. Burzovni HORIZONTI: Cijena kave u godinu dana skočila preko 20%

10. HORIZONTI: Ključne prognoze

EKONOMSKI IZGLEDI 2026.-2027. – SPORIJI RAST, NIŽA INFLACIJA I FISKALNI RIZICI

Rast BDP-a snažno je usporio u trećem kvartalu 2025. na 2,3% godišnje, nakon snažnije prve polovice godine kad je rast iznosio 3,4%. Osobna potrošnja snažno je usporila u odnosu na prvu polovicu godine zbog slabijeg zapošljavanja, realnog pada prihoda od turizma u špici sezone i rasta štednje. Industrija bilježi pad u energiji i potrošačkim dobrima, ali ohrabruje snažan rast izvozno-orijentiranih kapitalnih i intermedijarnih dobara uz povećanje produktivnosti. Robni izvoz porastao je 4,1% nasuprot padu uvoza od -4,6%, no smanjenje inozemnih prihoda turizma rezultiralo je negativnim doprinosom neto izvoza od -2 postotna boda. U četvrtom kvartalu očekujemo usporavanje rasta prema 2% uslijed pogoršanja poslovne klime na tržištima ključnih trgovinskih partnera Hrvatske i stagnacije industrijske proizvodnje. Visoka razina zaliha i pad iskorištenosti kapaciteta signal su opreza oko ino potražnje i trgovinskih napetosti.

Prognozu rasta za 2026. godinu zadržavamo na 2,5%, no prevladavaju rizici: slabiji priljev sredstava iz EU fondova, usporavanje rasta plaća, hladniji sentiment u eurozoni i manje fiskalnog impulsa. Iako su investicije podržane rastom investicijskih kredita i niskim realnim kamatama, privatne investicije koče visoki trošak rada i energije, regulatorna nekonkurentnost i opća neizvjesnost. Hrvatska mora ojačati instrumente poticanja ulaganja, uključujući delimitiranje iznosa potpora ili uvođenje novih instrumentata po uzoru na one koje već imamo u turizmu kao i uvođenje proporcionalnih olakšica za R&D i reinvestiranu dobit. Bruto profitabilnost domaćih tvrtki i dalje je 25% niža od CEE prosjeka i 55% niža od prosjeka EU, dok udio mase plaća snažno raste. To smanjuje prostor za investicije i održivi rast plaća. Potreban je nastavak poreznog i administrativnog rasterećenja, smanjivanje troškova energije za gospodarstvo te jače ciljane reforme tržišta rada, obrazovanja i javnog sektora.

Inflacija se stabilizira oko 4%, a u 2026. očekujemo pad na 3,4% (prosjeak euro područja je oko 1,8%). Cijene usluga nastavljaju snažno rasti zbog turizma te snažnog rasta plaća pokretanog državnim intervencijama kroz masu plaća i minimalaca. Rizik spirale rasta plaća i rasta cijena ostaje prisutan sve dok rast primanja višestruko nadmašuje rast produktivnosti. Zbog slabosti europske industrije, očekujemo realni rast robnog izvoza u 2026. tek oko 4%. Deficit robne razmjene procjenjujemo na razini od 20,5% BDP-a, a tekući račun je u minusu zbog slabljenja turističkih prihoda.

Fiskalna slika se pogoršala – Hrvatska je izbjegla probijanje praga deficita od 3% BDP-a jer je lokalna država, umjesto planiranog suficita, završila u deficitu od 333 milijuna EUR, a konsolidirana država snažno povećala masu plaća (+46% u dvije godine). Podbačaj prihoda od PDV-a i rast trajnih rashoda pozicioniraju Hrvatsku na rub Procedure prekomjernog deficita u 2026. Unatoč tomu, javni dug je niži od 60% BDP-a, ali očekivano usporavanje nominalnog rasta zbog niže inflacije povećava važnost discipline na stavkama rashoda. Sidra fiskalne stabilnosti ostaju ulazak u OECD, politička stabilnost i nastavak reformi. Rast prihoda lokalne države omogućuje smanjenje poreznog klina, osobito na srednje i visoke plaće, uz adekvatniji porezni tretman turističkog najma. Hrvatska može smanjiti porezni klin za 10 postotnih bodova, uz povećanje praga više porezne stope, ograničenje zdravstvenih doprinosa i jačanje poticaja za mlade. Snažna baza malih ulagača i uspješna prodaja „narodnih obveznica“ stabiliziraju prinose i podupiru kreditni rejting.

Sažetak

GLOBALNI HORIZONTI – NJEMAČKA U BLAGOM OPORAVKU, EUROPA STAGNIRA, AMERIKA RASTERETUJE KAMATE

Njemačka bilježi pad poslovnog optimizma zbog slabog izvoza, rasta eura i neizvjesne industrijske tranzicije. Unatoč rekordnom fiskalnom paketu (500 mlrd EUR), visokim troškovima energije i nedostatku strukturnog zaokreta, oporavak će biti spor. Očekujemo stagnaciju u 2025., a u 2026. rast od 1,2%, zahvaljujući fiskalnom impulsu i većem broju radnih dana. Ostatak euro područja raste znatno sporije zbog slabljenja učinka NGEU fondova i negativnog učinka američkih carina (−0,3 do −0,6 p.b. u dvije godine).

Inflacija u eurozoni pada prema 1,8% u 2026., ali temeljna inflacija povremeno će prelaziti 2% zbog snažnog rasta plaća, skupljih vozarina, troškova tranzicije i pritisaka na industrijske ulazne cijene. Kinesko povećanje izvoza u EU ograničava rast cijena robe.

U SAD-u, snažan rast investicija u AI infrastrukturu, proizvodna postrojenja i „onshoring“ podržava nastavak ekspanzije. Očekujemo rast BDP-a od 2,0% u 2025. i 2,2% u 2026. godini. Unatoč trgovinskim napetostima i restriktivnijoj imigraciji, fiskalni poticaji i dobra financijska likvidnost drže američko gospodarstvo na razini višoj od očekivanja. Financijska tržišta računaju na smanjenje Fed stope na 2,5–3,0% do kraja 2026. Unutar Feda postoje razlike u stavovima, no tržišta očekuju mekši pristup novog vodstva. ESB je stopu zadržao u visokom području i vjerojatno je neće dodatno snižavati jer su uvjeti financiranja stabilizirani, a inflacija blizu ciljanih 2%. Smanjenje kreditiranja tvrtki i spor oporavak eurozone sugeriraju da će kamate u EU ostati „visoke duže vrijeme“ u odnosu na SAD.

CARINE NASTAVLJAJU STVARATI VOLATILNOST CIJENA ROBA I ENERGENATA

- Cijena nafte Brent sredinom studenog kreće se oko 63 USD po barelu što je 13% niža cijena nego lani; uz višak ponude i blaži rast potražnje, **do kraja godine očekuje se razina oko 65 USD/bbl.**
- Cijena plina za Europu (TTF) čak je 40% niža nego lani i kreće se oko 30 EUR/MWh; uz stabilna skladišta i LNG opskrbu, **scenarij za kraj 2025. je spuštanje cijene prema oko 31 EUR/MWh uz blažu zimu.**
- Cijena aluminija je 15% viša nego u istom razdoblju 2024. godine, **a do kraja godine očekujemo ga u rasponu 2.900–3.000 USD/t.**
- Cijena kukuruza se kreće oko 4,4 USD/bušel ili 4–5% više na godišnjoj razini, dok je **projekcija za kraj godine da će se kretati na trenutačnoj razini.**
- Cijena pšenice je pod pritiskom rekordne globalne proizvodnje, uz snažan izvoz Rusije i EU, **stoga očekujemo stabilizaciju do kraja 2025. oko 190 EUR/t.**
- Cijena kave Arabica bilježi trenutačno oko 380 centi/lb, gotovo 20% više nego lani, potaknuto padom zaliha i klimatskim rizicima, **a do kraja godine očekuje se raspon oko 400–420 centi/lb.**



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

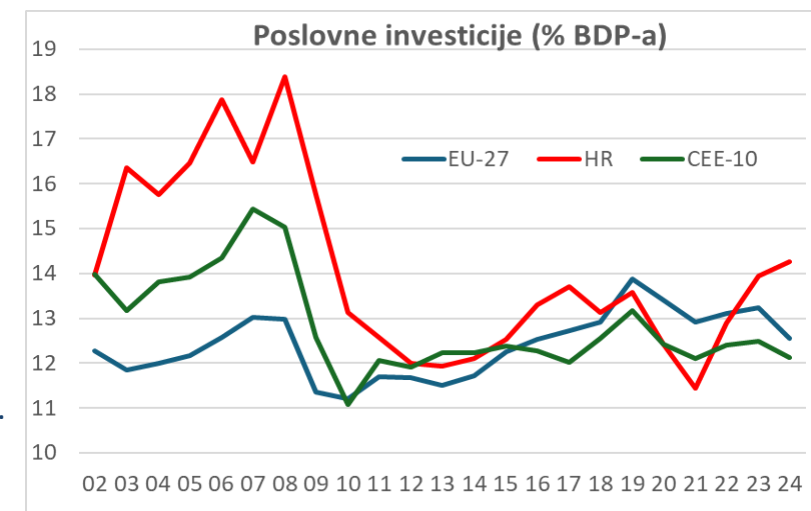
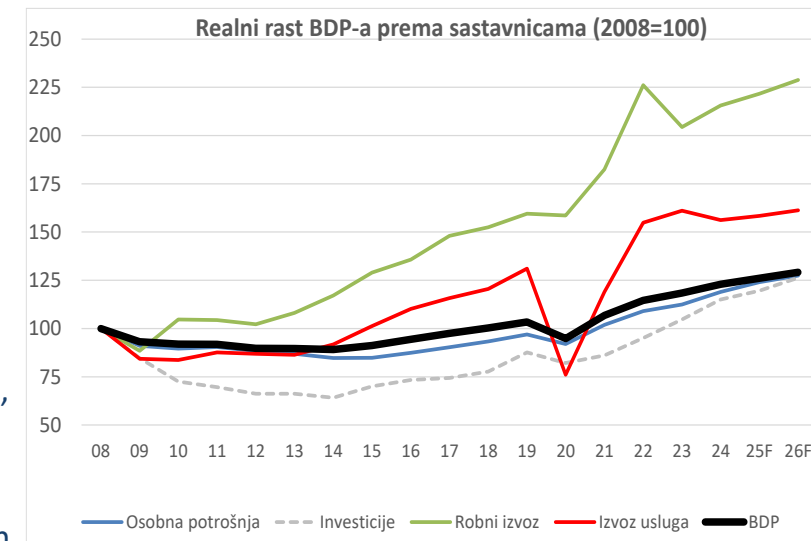
Prognoza rasta za 2026. je stabilna uz negativne rizike izgleda u euro području

Rast BDP-a u trećem kvartalu je snažno usporio na 2,3% godišnje (sa 3,4% u prvoj polovini godine) zbog sporijeg rasta i osobne potrošnje i industrijske proizvodnje te pada izvoza usluga. Iako eksplozija mase plaća u javnom sektoru i subvencija podržavaju kupovnu moć građana, gotovo upola sporiji rast osobne potrošnje nego u prvoj polovini godine odražava sporiji rast zaposlenosti, pad inozemnih noćenja na vrhuncu turističke sezone i rast sklonosti štednji. A pad nenamjenskog potrošačkog kreditiranja zbog mjera HNB-a tek slijedi. Snažno usporavanje proizvodnje je pod utjecajem pada proizvodnje energije i potrošačkih dobara, no ohrabruje znatno ubrzanje rasta izvozno-orijentiranih kapitalnih dobara (električna oprema, transportna sredstva, gotovi metalni proizvodi), kao i intermedijarnih dobara uz snažan rast produktivnosti u oba sektora. Robni izvoz porastao je 4,1% a uvoz pao 4,6%, no smanjenje inozemnih prihoda turizma rezultiralo je negativnim doprinosom neto izvoza od -2 postotna boda.

U četvrtom kvartalu očekujemo malo sporiji rast od oko 2% zbog pogoršanja trenutačne poslovne klime na tržištima najvećih trgovinskih partnera Hrvatske, manjeg rasta izvoza te stagnacije industrijske proizvodnje. Snažan rast zaliha gotovih proizvoda uz pad iskorištenosti kapaciteta industrije upućuje na oprez oko inozemne potražnje pod konstantnim utjecajem previranja u lancima dobave. Stabilizacija u europskoj industriji na krilima ulaganja u obranu i infrastrukturu uz male pomake u deregulaciji poslovanja je dobrodošao poticaj za re-industrijalizaciju kontinenta, no u međuvremenu očekujemo negativni utjecaj carina na međunarodnu trgovinu.

Zbog jenjavanja domaće eksplozije plaća, Hrvatska će u 2026. godini sve više dijeliti ekonomsku sudbinu euro područja gdje analitičari kontinuirano 'režu' prognoze rasta BDP-a ispod 1%.

Procjenu rasta BDP-a zadržali smo na 2,5% zbog nepovoljnog utjecaja temeljnih globalnih trgovinskih politika, manjeg fiskalnog impulsa i hlađenja tržišta rada. Iako su poslovne investicije vođene ulaganjima u produktivnost, rastom investicijskih kredita (oko 10%) i vrlo niskim realnim kamatama, na privatne investicije nepovoljno djeluju nekonkurentan trošak rada, električne energije, nekonkurentni regulatorni poticaji, kao i neizvjesnost u okruženju. Jedan od glavnih alata za jačanje Hrvatske kao investicijske destinacije je sveukupna regulativa poticanja ulaganja u smjeru delimitiranja iznosa porezne potpore neovisno o vrijednosti ulaganja. Treba razmotriti i proporcionalne modele poreznih olakšica na temelju udjela ulaganja u opremu i R&D (kao Slovenija, UK) ili reinvestirane dobiti.





HORIZONTI Hrvatska: Fokus staviti na konkurentnost privatnih tvrtki

Hitno smanjiti porezni klin na srednje i više plaće i aktivirati mladu radnu snagu

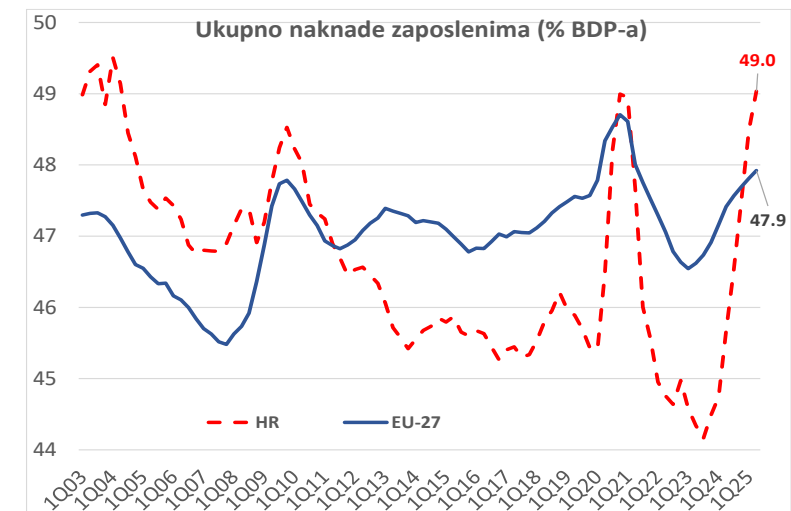
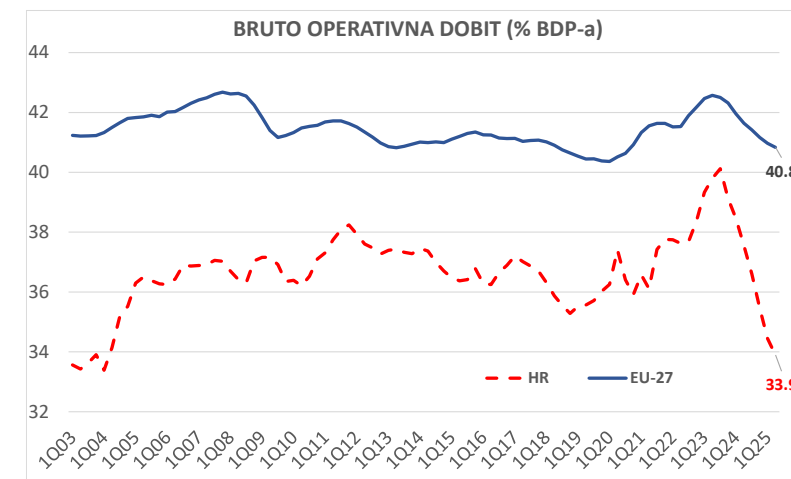
Bruto profitabilnost hrvatskih tvrtki, unatoč rastu zadnjih godina, i dalje je 25% niža od prosjeka CEE regije i čak 55% niža od prosjeka EU. Udio bruto dobiti u BDP-u u dvije je godine pao za 6 postotnih bodova na 34%, a udio ukupnih primanja zaposlenih skočio za 5 postotnih bodova na 49% BDP-a. Bruto dobit naših tvrtki 7% je BDP-a niža u odnosu na prosjek EU te čak 11% ispod prosjeka CEE regije. Istovremeno, primanja zaposlenih su 1% BDP-a iznad prosjeka EU te čak 4% BDP-a iznad prosjeka CEE regije. To znači da ni izbliza ne dosežemo razine koje podržavaju veće investicije i održiv rast plaća, osobito u uvjetima snažnog rasta troškova rada i viših troškova energije u odnosu na pretkrizno razdoblje.

S obzirom na to da u idućim godinama očekujemo sporiji rast produktivnosti ispod prosjeka CEE regije i da carine usporavaju rast, ekonomske politike moraju se usmjeriti na poboljšanje uvjeta ulaganja i konkurentnosti privatnih tvrtki, uz nastavak poreznog i administrativnog rasterećenja te niže cijene energenata za tvrtke.

HUP se zalaže za manji porezni klin na srednje i više plaće kroz smanjenje poreznog klina na razinu TOP5 najkonkurentnijih članica EU, niže parafiskalne namete, daljnju supstituciju prihoda od poreza na rad porezima na (kratkoročnu) rentu, kao i širu poreznu bazu i jednostavniji porezni sustav. Reformama valja olakšati ulaganja u energetske kapacitete, nastaviti fleksibilizaciju tržišta rada, proizvoda i usluga, upariti obrazovne programe s potrebama na tržištu rada tamo gdje to još nije učinjeno, restrukturirati državnu administraciju i poduzeća te olakšati uvjete poslovanja.

Poticajnije vanjsko okruženje, više investicija na krilima novca iz EU fondova i rekordna njemačka fiskalna ekspanzija ključni su (vanjski) 'pozitivni' rizici' za BDP. Geoekonomske rizici, pogoršanje sentimenta potrošača u euro području, viša inflacija, pogoršanje uvjeta financiranja mogu pak otežati rast.

Očekujući pad radne populacije za više od 100.000 do 2030. pored daljnjeg uvoza strane radne snage apsolutni imperativ je aktivacija domaće mlade radne snage u kojoj je stopa zaposlenosti svega 25,7% ili čak 9,3 postotna boda ispod prosjeka EU i niža nego 2019., osobito kod mladih žena. Nužno je slijediti najbolju praksu članica EU poput Portugala koji daje oko 0,25% BDP-a kroz porezne olakšice za mlade, što premašuje vrijednost svih aktivnih politika zapošljavanja u Hrvatskoj (0,18% BDP-a). Austrija, Poljska i Italija dodatno subvencioniraju zaposlenost mladih do 50% bruto plaće pa Hrvatska treba sličnu razinu poticaja ako želi biti konkurentna.



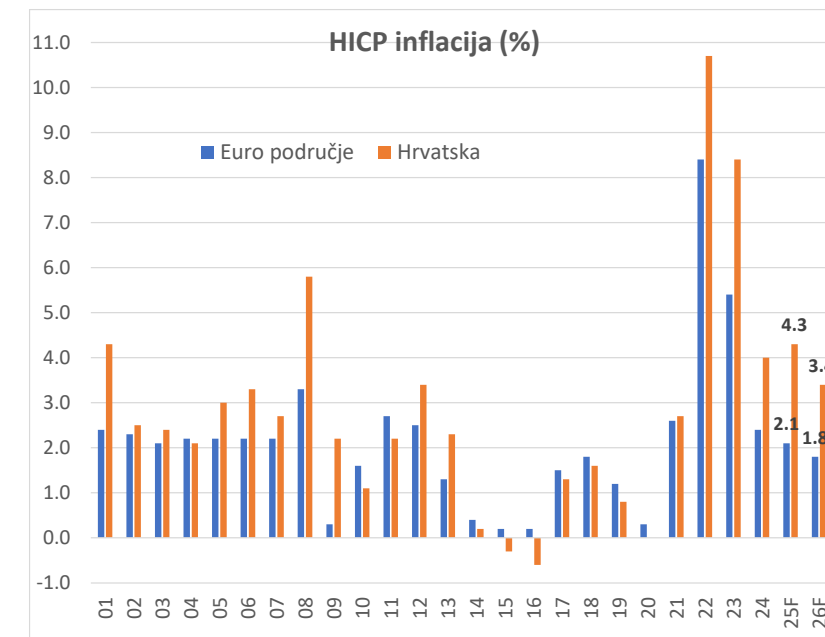
HORIZONTI Hrvatska: Inflacija će pasti na 3,5%

Realni rast robnog izvoza ostaje u niskoj brzini

Godišnja stopa harmonizirane inflacije stabilizirala se na oko 4% zahvaljujući smanjenju pritiska na sve komponente osim upornih cijena usluga u kombinaciji s povoljnim baznim efektom. Dvostruko snažniji rast cijena usluga posljedica je snažnog realnog rasta primanja zaposlenih, visoke orijentacije ekonomije na turizam te pritiska na brže približavanje EU cjenovnim prosjecima za kojima zaostajemo od 10% do 30%. Hrvatska predvodi u rastu primanja zaposlenih i kreditiranju stanovništva na razini EU, a također bilježimo uvjerljivo najveći raskorak ukupnog troška rada i kretanja bruto dodane vrijednosti kao orijentira za produktivnost. Snažan rast plaća u uvjetima niske i stagnantne produktivnosti rada je inflatoran.

Nakon 4,2% lani, u 2026. godini očekujemo stopu inflacije od oko 3,5% (prosjeck euro područja je oko 1,8%) i to zbog snažnijeg rasta cijena usluga, naročito u turizmu, i dalje snažne osobne potrošnje uslijed snažnijeg rasta ukupnih primanja od oko 8% (realno 4,5%, tri i pol puta brže nego u euro području) a na temelju kontinuiranih pritiska na konsolidirani rast mase plaća u javnom sektoru (+10%), povećanja 'minimalca' za 8,2% te 'indeksacije' velikog broja primanja zaposlenih u ekonomiji na isti. Te okolnosti podižu rizik spirale rasta plaća i maloprodajnih cijena sve dok plaće rastu znatno brže od produktivnosti, a na štetu konkurentnosti u međunarodnoj razmjeni. Za utjehu se očekuje blago popuštanje inflacije uvoznih cijena roba zbog povećanog kineskog izvoza na europska tržišta.

Zbog daljnjeg pada robnog izvoza u glavnim članicama EU, u 2026. godini očekujemo **usporavanje realnog rasta robnog izvoza prema 4% nakon gotovo 5% rasta u 2025. godini**. Prema anketi EK, inozemna potražnja uvjerljivo je glavni ograničavajući faktor po rast proizvodnje diljem CEE regije, a njemački Institut IW očekuje maksimalni negativni utjecaj američkih tarifa tek u 2026. godine na razini 0,5-0,7% outputa. Zbog snažnog usporavanja uvozno-intenzivne investicijske potražnje, snizili smo procjenu deficita u robnoj razmjeni u 2026. godini na 20,5% BDP-a, te smanjili prognozu salda na tekućem računu bilance plaćanja na -2,0% BDP-a.



Izvor: Eurostat, HUP

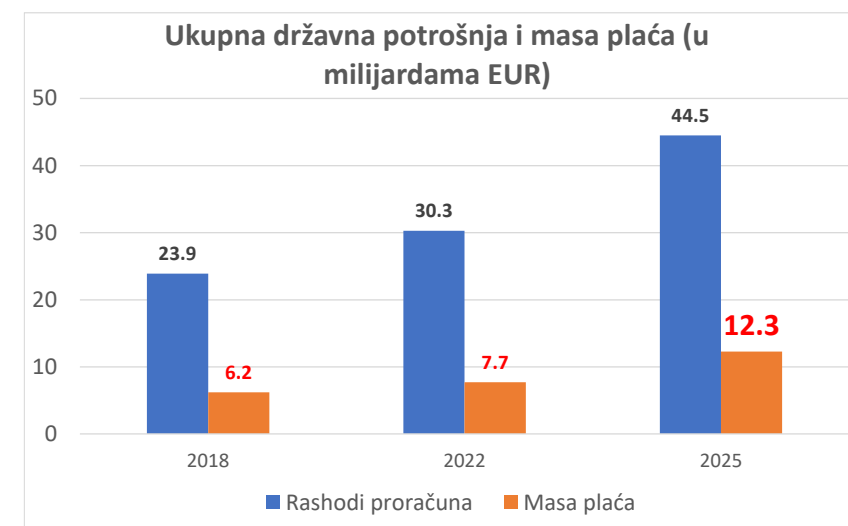
HORIZONTI Hrvatska: Deficit proračuna od 3% BDP-a je na granici fiskalnih pravila EU

Na rubu Procedure prekomjernog deficita koja bi dodatno usporila rast

Hrvatska je spriječila proboj deficita proračuna iznad 3% BDP-a, pri čemu je za istaknuti podbačaj lokalne države koja je umjesto planirano viška od 520 milijuna EUR zabilježila čak 333 milijuna EUR deficita. Promašaj od 1% BDP-a rezultat je pak akcija središnje države - masa plaća iz proračuna rasla je 46% u dvije godine, bujaju transferi stanovništvu, a pritisci na trajni rast rashoda ne slabe. Zbog toga, uz podbačaj PDV-a (-381 milijuna EUR), Hrvatska ima jedno od najvećih pogoršanja salda u EU u tri godine. Takva fiskalna politika nepotrebno jača ekonomske cikluse, povećava rizik manjkova i guši prostor za djelovanje kad dođe do usporavanja ili krize.

Hrvatska je i dalje među članicama EU s relativno niskom i padajućom razinom javnog duga ispod 60% BDP-a. Ta paradigma je vrijedila u periodu 'honeymoona' oko te nakon ulaska u euro područje kad bilježimo snažan rast BDP-a na krilima provedenih reformi, privremenog ubrzanja rasta produktivnosti, privremene pozitivne anomalije u uvjetima financiranja, rekordnih EU fondova, ali i posljedično povišenu inflaciju koja 'puní' proračun i smanjuje relativnu razinu duga na krilima snažne domaće potražnje, odnosno nominalnog rasta BDP-a za što i sama Vlada priznaje da 'ponestaje goriva'. A zbog gomilanja rizika za proračuna u 2026. - od sporijeg rasta osobne potrošnje, izostanak oporavka u euro području pa do većih izdataka za **masu plaća, mirovine, obrambeni sustav i zdravstvo, kao i troška financiranja u euro području, Hrvatska je i u 2026. na rubu proboja zakonske razine deficita u EU od 3% BDP-a pa nas svaki manjak discipline na spomenutim stavkama rashoda lako može gurnuti u Proceduru prekomjernog deficita.** I baš kao u periodu od 2014. do 2017. značajno ograničiti razvojne mogućnosti.

Potencijalna 'sidra' za hrvatske javne financije su očekivani ulazak u OECD kao i politička stabilnost u iduće tri godine nakon lokalnih izbora ove godine podupire predanost fiskalnim reformama (uključujući migraciju poreznog tereta s dohotka na imovinu), smanjenje strukturnog primarnog deficita na 0,4% do 2028. Kretanje javnog duga uvelike će ovisiti o primarnim saldima, budući da nominalni rast usporava zbog niže inflacije.



Izvor: Eurostat, HUP istraživanja

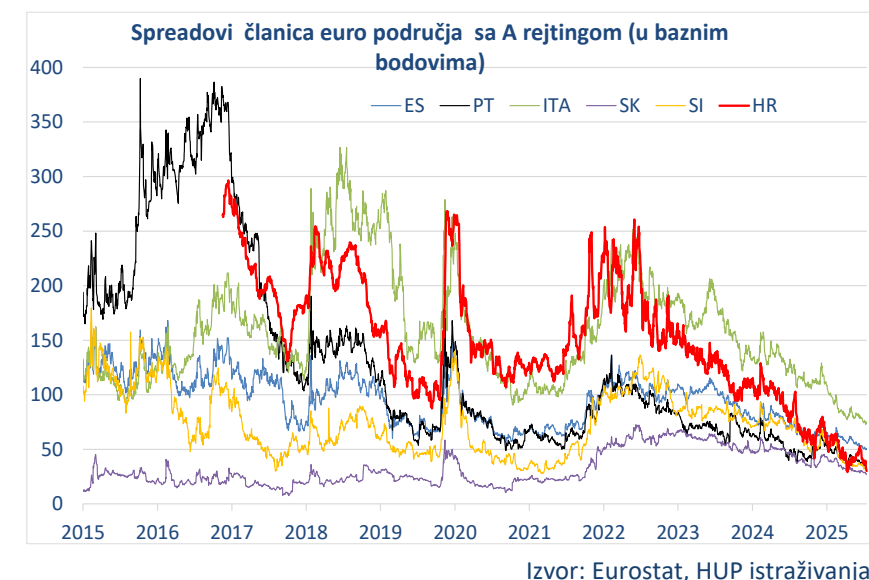
HORIZONTI Hrvatska: Porezno rasterećenja rada - ulog u konkurentnost

Pad javnog duga i šira baza ulagača stabiliziraju prinose na obveznice

S obzirom na snažan rast primanja od 8% nakon 10% lani uz rast zaposlenosti od 1,5%, **rast prihoda lokalne države mogao bi ponovo premašiti planove, što otvara prostor za rasterećenje srednjih i viših plaća uz agilniji porezni tretman turističkog najma** koji ima smisla izjednačiti s dugoročnim najmom. Aktivno korištenje fiskalnog prostora lokalne države potiče konkurenciju u poslovnoj klimi, cjenovnu konkurentnost rada kao i poduzetništvo. I ne zaboravimo, 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 te povećati izrazito nisku stopu zaposlenosti mladih (15-29 godina) kako bismo produktivnost digli sa svega dvije trećine prosjeka EU. Hrvatska bi u sklopu ambicioznog rasterećenja dohotka na razinu TOP5 najboljih članica EU mogla spustiti porezni klin za 10-ak postotnih bodova s 43,5% kroz daljnje povećanje praga primjene više stope poreza na dohodak, ograničenje osnovice za zdravstveni doprinos i povratak poticaja za mlade.

Hrvatska je u prvoj polovini godine pokrila neto potrebe za financiranjem uz pojačan fokus na izdavanje 'narodnih' obveznica pa je izloženost stanovništva rasla na rekordnih 4,5 milijardi EUR. U ostatku godine treba refinancirati oko 3 milijarde EUR uz fokus na male ulagače, a slična je situacija u prvoj polovini 2026. **Bruto volumen financiranja pada s 13% u 2025 na 9,5% BDP-a u 2026., od čega su 4,8 milijardi EUR (5,3% BDP-a) dospjeća, što u kombinaciji s agilnijim reformskim procesom pred ulazak u OECD, solidnim srednjoročnim izgledima rasta produktivnosti i BDP-a, kao i snažnom domaćom bazom domaćih investitora pozitivno utječu na kretanje spreadova na hrvatske obveznice**, čija trenutačna razina od 50ak baznih bodova implicira povoljniji kreditni rejting zemlje u odnosu na trenutačnu razinu A-. Spomenuta razina 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 veću fleksibilnost. Hrvatska pritom raspolaže proračunskom rezervom višom od oko 10% BDP-a, a na raspolaganju su i ECB-ovi instrumenti za likvidnost i kupnju obveznica, što značajno olakšava (re)financiranje u slučaju tržišnih turbulencija te efektivno spušta neto javni dug nadomak 50% BDP-a.



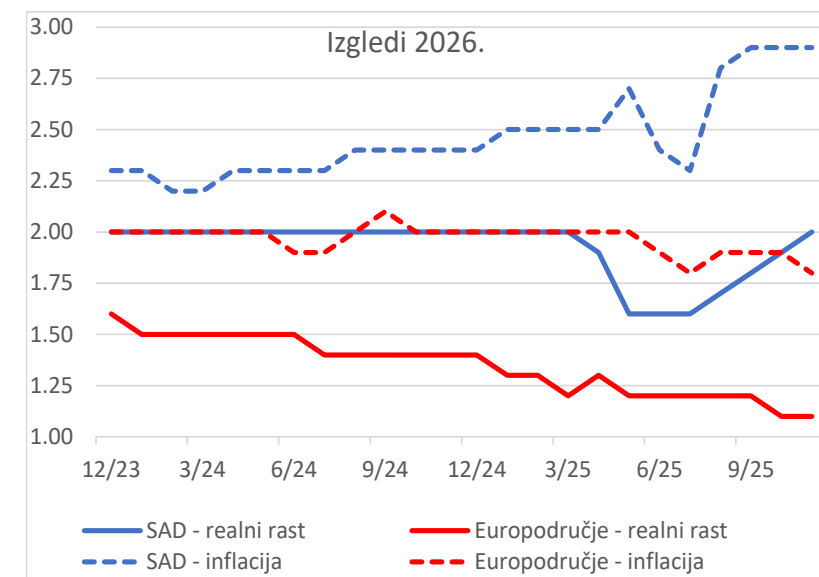
Globalni HORIZONTI: Njemačka se oporavlja, ali EU stagnira

Prosječna temeljna inflacija ponovo probija 2%?

Poslovni optimizam u Njemačkoj doživio je hladan tuš zbog gubitka povjerenja u oporavak realnog sektora zbog slabe inozemne potražnje, rasta eura te neizvjesnosti oko smjera ekonomske politike. Izostanak strukturnog zaokreta, visoki troškovi energije i neizvjesnost oko industrijske tranzicije i dalje opterećuju poslovni sektor, što upućuje da će oporavak Njemačke - i šireg euro područja - biti sporiji od očekivanog, unatoč najavljenjanoj fiskalnoj ekspanziji i još uvijek povoljnim uvjetima financiranja. Rast javne potrošnje donosi povećane izdatke za obranu i infrastrukturu (500 milijardi EUR), posebni dodatak na mirovine roditelja, ubrzanu amortizaciju za tvrtke, niže cijene električne energije za tvrtke i niži PDV u ugostiteljstvu. U tom kontekstu, očekujemo ubrzanje njemačkog rasta u 2026. na 1,2% iz stagnacije u ovoj godini i to zahvaljujući fiskalnom stimulansu (0,8% BDP-a) te znatno većem broju radnih dana (doprinos 0,4% BDP-a).

Prognoze za ostatak euro područja su slabije s obzirom na to da je poticajna politika ECB glavni 'poguranac', dok je učinak fiskalnih potpora poput EU fonda za oporavak (NGEU) u padu. Dodatno, američke carine usporit će rast eurozone za 0,3-0,6pb BDP-a u dvije godine. Kako se projekti NGEU sredstvima sad privode kraju, rast u zemljama poput Španjolske i Italije usporit će rast u 2026. na 1,8% (s 2,6%), odnosno svega 0,5%. Očekujemo stoga usporavanje rasta BDP-a na razini euro područja na 0,9% s 1,2% u 2025.

U euro području u 2026. očekujemo pad prosječne stope inflacije do 1,8% (prosječno) s 2,2% u 2025. zbog kronično slabe agregatne potražnje, nižih cijena energenata te fiskalnog stezanja izvan izdataka za obrambene svrhe. Rast cijena roba bit će ograničen povećanom ponudom kineskih proizvoda na europskom tržištu, zbog trgovinskih napetosti između Kine i SAD-a, što pojačava pritisak na pad cijena. Početkom iduće godine inflacija će se znatno smanjiti zbog baznih učinaka povezanih s cijenama energenata. S druge strane, snažan rast kolektivno-ugovorenih plaća od 4-5% godišnje nasuprot malim pomacima u produktivnosti, ponovni rast inflacije prehrambenih sirovina, industrijskih dobara zbog skupljih vozarina te troškova energetske tranzicije, također potiču inflaciju. **Stoga je izglednije da će prosječna temeljna inflacija u nastavku godine povremeno probijati ciljanu razinu ESB-a od oko 2%.**



Izvor: Focus Economics

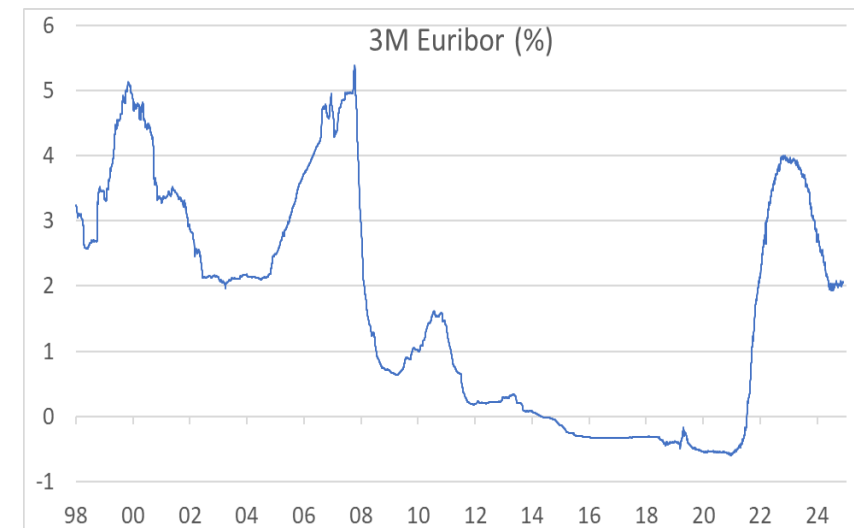
Globalni HORIZONTI: Investicije guraju američki rast, Europa pred izazovima

Fed spušta kamate, ESB drži ručnu - kamate i dalje visoke?

Izgledi rasta američkog BDP-a su pozitivni na krilima snažnih ulaganja u infrastrukturu umjetne inteligencije, kao i u nova postrojenja i opremu uz jačanje inozemnih investicija tvrtki u cilju postizanja boljeg poreznog tretmana sa SAD. Kontinuirani 'onshoring' proizvodnje iz geopolitički osjetljivih lokacija (Kina) te snažan rast investicija tvrtki izvan građevinskog sektora prošlih godina ima pozitivne implikacije na produktivnost u srednjem roku. Smanjenje neizvjesnosti i učinci fiskalnih poticaja dodatno podupiru ekonomsku aktivnost, pa u 2026. očekujemo blago ubrzanje rasta BDP-a na 2,2% s 2,0% u 2025., štoviše, zahvaljujući poboljšanju uvjeta financiranja. Unatoč nemalim očekivanjima u pogledu recesije (oko 30%), američka administracija fokusirana je na investicijske politike te želi izbjeći potrebe na financijskim tržištima koje bi imali nesagledive posljedice na ekonomska kretanja. Zbog uvoznih carina i strožih imigracijskih mjera koje ograničavaju tržište rada cijene i dalje rastu što otežava borbu protiv inflacije. Iako to smanjuje šanse za daljnje smanjenje Fed-ovih kamatnih stopa u sljedećoj godini, unutar Feda postoje 'značajne razlike u mišljenjima' pa se u očekivanju izbora (novog) guvernera sklonijeg rezanju kamata financijska tržišta 'klade' na rezanje Fed Funds kamate na 2,5-3,0% do kraja 2026.

ESB vjerojatno više neće rezati kamate jer su se okolnosti u euro području stabilizirale i rizici smanjili, dok inflacija ostaje blizu cilja od oko 2%. No s obzirom na gubitak konkurentnosti zbog daljnjeg jačanja eura, selektivnije odobravanje kredita tvrtkama i nekonkurentni trošak energenata, smatramo da je ekonomiji potreban monetarni stimulans, a otpor prema pravodobnom smanjenju kamata imat će cijenu.

Zbog snažnog povećanja fiskalnog stimulansa u vodećim ekonomijama euro područja, europski prinosi s dospijećem od 5 godina naviše će vjerojatno dodatno rasti prema 2,70%, odnosno 3,00% na 5, odnosno 10 godina. Rizici inflacije mogli bi dodatno potaknuti taj trend u srednjem roku, iako veća prijetnja ne prijeti prije 2027. godine. Francuska sve više preuzima ulogu 'seizmografa rizika' u javnim financijama članica euro područja – prinosi na francuske državne obveznice mogli bi nadmašiti one Italije i Grčke duž cijele obvezničke krivulje.



3M Euribor (%) - očekivanja

kraj 2026.

kraj 2027.

Minimum	1.60	1.94
Maximum	2.25	2.55
Median	2.06	2.10
Consensus	2.03	2.13

Izvor: Eurostat, ESB

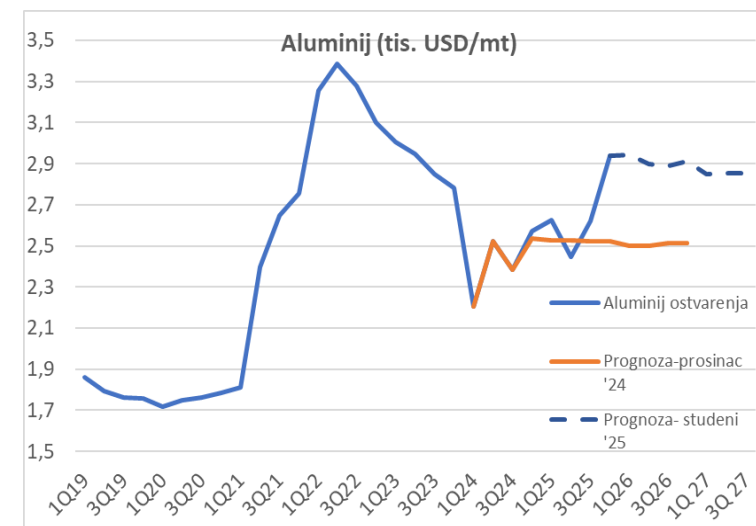
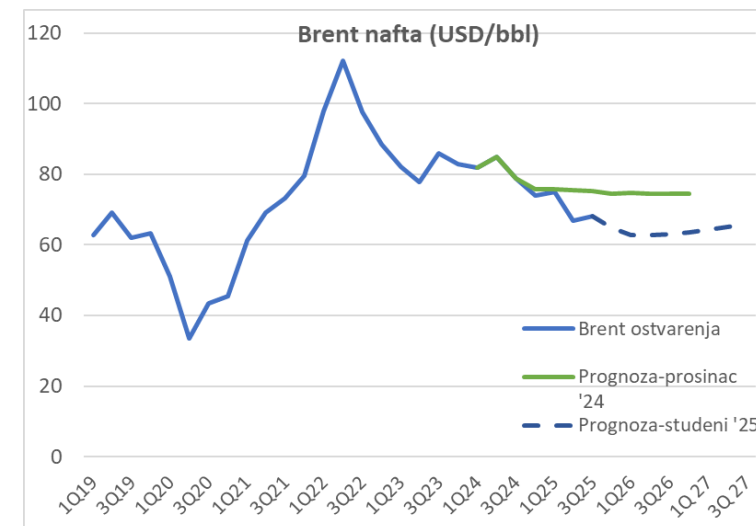
Burzovne robe: Cijena nafte i plina u padu, aluminij skuplji

Cijena plina do kraja 2025. na razini oko 31 EUR po MWh

Cijena nafte po Brent indexu sredinom studenoga iznosila je oko 63 USD po barelu, što je oko 1,5% više nego mjesec ranije, ali i gotovo 13% niže nego u istom razdoblju prethodne godine. Tako je cijelu godinu zbog rasta globalnih zaliha, usporavanja industrijske aktivnosti i povremenih trgovinskih napetosti između SAD-a i Kine. Američka agencija EIA procjenjuje da bi višak ponude mogao zadržati Brent u rasponu 60 do 70 dolara te da bi u prvoj polovini 2026. prosječna cijena mogla pasti ispod 60 dolara. Tržište stoga ulazi u završnicu godine s konsenzusom da će cijene ostati umjerenije, uz ključni utjecaj proizvodne politike OPEC+ i globalne potražnje. **S tim na umu, cijena bi do kraja godine mogla biti na razini oko 65 USD po barelu.**

Europska (TTF) cijena plina trenutačno iznosi oko 30 EUR po MWh, što predstavlja pad od oko 5% u odnosu na listopad i niža je za 40% u odnosu na prošlu godinu. Nakon kratkog zimskog skoka u siječnju i veljači, koji je, prema Međunarodnoj agenciji za energiju, dosegnuo najvišu razinu u dvije godine, tržište se smirilo zbog obilnih LNG isporuka, slabije potražnje u Aziji i povoljnih vremenskih prilika. Europski regulator ACER ocjenjuje treći kvartal kao najstabilniji u posljednje vrijeme, premda terminski ugovori i dalje ukazuju na blagu premiju rizika, s početkom 2026. oko 31 EUR po MWh. Cijela godina tako je označila prijelaz iz postkrizne volatilnosti u stabilniji, ali strukturno skuplji režim cijena. **Cijena europskog plina bi do kraja godine mogla biti na razini od oko 31 EUR/MWh, pod uvjetom blažeg vremena.**

Aluminijem se sredinom studenoga trguje po cijeni od oko 2.900 USD po toni, što je oko 5% više nego prije mjesec dana i oko 15% više nego lani u isto vrijeme. Rast cijena rezultat je jače potražnje povezan s energetsom tranzicijom i očekivanjima popuštanja monetarne politike u SAD-u te istodobnih poremećaja na strani ponude. Pojedine zemlje uvele su nova ograničenja izvoza boksita, dok su kapaciteti u Australiji i jugoistočnoj Aziji kasnili s proširenjem. Premije u SAD-u dosegnule su najviše razine u povijesti, što dodatno pojačava globalni uzlazni pritisak. Tržište ostaje osjetljivo na trgovinske odluke, ali potražnja iz infrastrukture i obnovljivih izvora energije drži cijenu visokom. **Do kraja godine, očekuje se kako će cijena aluminija biti na razini oko 2.900-3.000 USD po toni.**





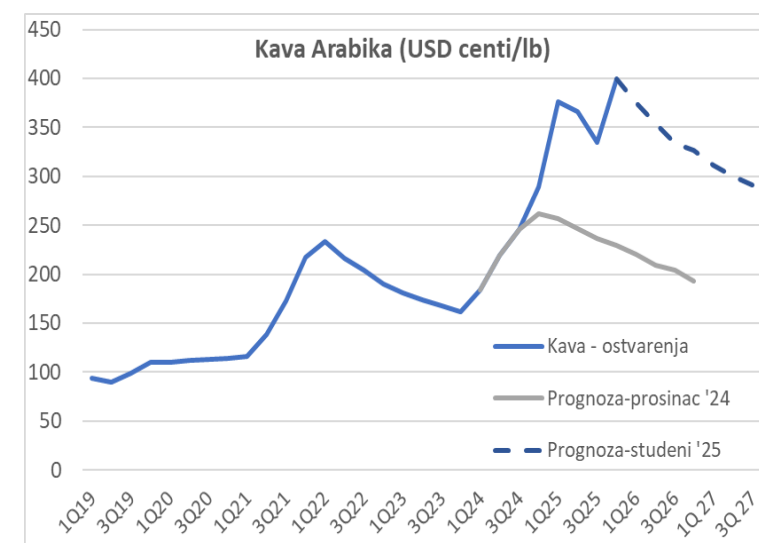
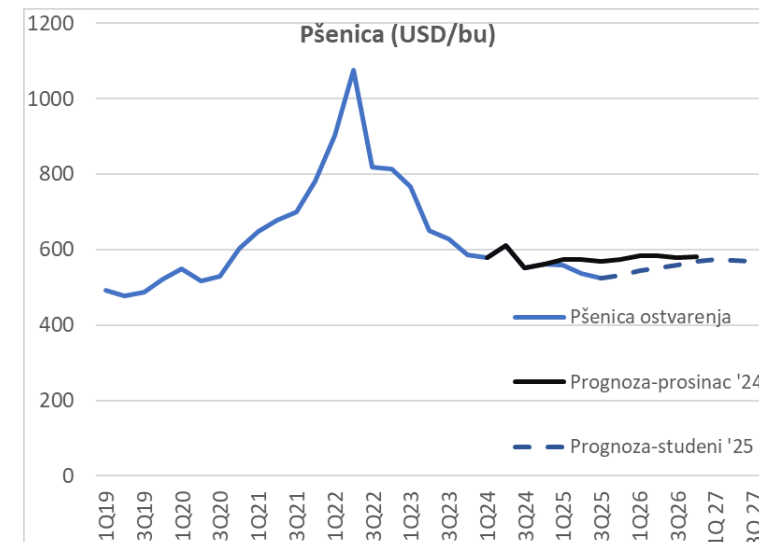
Burzovne robe: Cijena kave u godinu dana skočila preko 20%!

Tržište roba u svijetu pod pritiskom carina i vremenskih uvjeta

Cijena kukuruza sredinom studenog iznosi oko 4,4 USD po bušelu, što je približno 5% više nego mjesec ranije i 4% više nego prije godinu dana. Stabilan rast tijekom godine temelji se na povremenim vremenskim poremećajima u SAD-u, slabijem dolaru i neizvjesnosti oko izvoza prema Kini, dok vrlo visoki američki prinosi ipak ograničavaju snažniji cjenovni skok. Tržište se tako kreće u rasponu koji odražava ravnotežu između obilne ponude i umjerenog rasta potražnje, pri čemu se jesenski trend smatra tipičnim za fazu kada se viškovi nakon žetve postupno apsorbiraju kroz izvoz i stočarsku industriju. **Očekuje se kako će cijena kukuruza do kraja godine biti na razini oko 4,4 USD po bušelu.**

Cijena pšenice ostaje pod pritiskom rekordne globalne proizvodnje koja se prema procjenama USDA i IGC-a kreće između 816 i 819 milijuna tona. Rusija i Europska unija zadržale su snažan izvoz, a ukidanje izvoznih carina u Argentini dodatno je povećalo konkurenciju. Od srpnja do studenoga Europska unija izvezla je više od 8 milijuna tona pšenice, što potvrđuje obilje ponude. U takvim okolnostima tržište ostaje usmjereno na održanje niskih cijena koje ublažavaju prehrambenu inflaciju, ali povećavaju pritisak na proizvođače. **S tim na umu, očekujemo kako će cijena europske pšenice do kraja godine biti na razini od oko 190 EUR po toni.**

Cijena kave Arabica iznosi oko 380 centi po funti i čak je preko 20% viša nego u istom razdoblju prošle godine. Snažan rast rezultat je naglog pada zaliha, koji su se približili najnižim razinama u proteklih 18 mjeseci, te klimatskih rizika u Brazilu i Srednjoj Americi. Iako se povremeno bilježe kratkotrajne korekcije zbog prilagodbi carinske politike ili tehničkih faktora, tržište ostaje visoko osjetljivo na loše vremenske uvjete i logističke zastoje. Arabica je zato u 2025. godini jedna od rijetkih prehrambenih sirovina koja i dalje prenosi znatan inflacijski pritisak prema maloprodajnim cijenama pića i ugostiteljskih proizvoda. **Do kraja godine očekujemo stabilizaciju cijene kave u rasponu od 400-420 centi po funti.**





HUP HORIZONTI: Ključne prognoze

	Hrvatska					Euro područje				
	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2023	2024	2025p	2026p	2027p
<i>(realne stope promjene, %)</i>										
Rast BDP	3.8	3.8	3.0	2.5	2.8	0.5	0.8	1.0	0.9	1.4
Osobna potrošnja	3.2	5.9	3.1	2.8	2.6	0.6	1.1	1.2	1.1	1.1
Investicije	22.7	5.3	4.8	3.3	4.6	2.0	-1.8	2.2	0.5	2.3
Izvoz dobara i usluga	-1.4	1.6	2.1	2.5	3.6	-1.0	0.4	1.5	0.9	2.0
Uvoz dobara i usluga	-4.2	8.4	4.4	3.5	4.1	-1.7	-0.4	2.6	1.6	2.9
Inflacija (stopa promjene, %)	8.4	4.0	4.3	3.4	2.8	5.5	2.4	2.1	1.8	1.8
Nezaposlenost (%)	6.1	5.0	4.7	4.5	4.5	6.5	6.6	6.8	7.0	6.9
Zaposlenost (stopa promjene, %)	2.5	3.3	2.6	1.5	1.5	1.4	1.0	0.6	0.5	0.5
Plaće (stopa promjene, %)	14.7	15.0	10.0	6.0	4.0	5.7	4.5	3.7	2.8	2.7
Saldo proračuna (% BDP-a)	-0.8	-2.4	-3.0	-3.0	-2.8	-3.5	-3.1	-3.6	-3.8	-3.6
Javni dug (% BDP-a)	61.8	57.6	56.6	55.2	53.8	87.4	87.5	90.2	91.9	91.8
Tekući račun (% BDP-a)	0.4	-1.2	-2.8	-2.0	-1.6	1.6	2.7	2.3	2.4	2.2
3-mjesečni EURIBOR (%)						3.91	2.71	2.00	2.03	2.13

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