

## BR. 947, 15. LIPNJA 2026.

## ESB povisila kamatne stope za 0,25 baznih bodova

- Sukladno očekivanjima, prošlog četvrtka Upravno vijeće Europske središnje banke (ESB) odlučilo je povećati tri ključne kamatne stope za 25 baznih bodova. U skladu s tim, kamatna stopa na novčani depozit povećat će se na 2,25%, kamatna stopa za glavne operacije refinanciranja na 2,40% a kamatna stopa za mogućnost posudbe na kraju dana na 2,65%. Povećanje će stupiti na snagu 17. lipnja.

Istovremeno, prema novim osnovnim projekcijama stručnjaci Eurosustava očekuju da će prosječna stopa ukupne inflacije iznositi 3,0% u 2026., 2,3% u 2027. i 2,0% u 2028. Temeljna inflacija (ukupna bez energije i hrane) u osnovnom scenariju iznosi 2,5% u 2026. i 2027. te 2,2% u 2028. U odnosu na projekcije iz ožujka navise su revidirane projekcije inflacije u 2026. i 2027. zbog više putanje cijena energije, za koje se očekuje da će u određenoj mjeri utjecati na inflaciju hrane, robe i usluga. U osnovnom scenariju predviđa se prosječna stopa gospodarskog rasta od 0,8% u 2026., 1,2% u 2027. i 1,5% u 2028., što predstavlja reviziju naniže za 2026. i 2027. zbog izraženijeg utjecaja rata na tržišta sirovina, realne dohotke i povjerenje. U usporedbi s osnovnim scenarijem iz ožujka, tehničke pretpostavke podrazumijevaju osjetno više cijene nafte, blago jači euro, više kamatne stope te povećanje efektivne američke carinske stope na uvoz iz europodručja. Pretpostavka je da će cijena nafte u 2Q2026. u prosjeku iznositi 112 USD po barelu, što je 25% više nego u projekcijama iz ožujka i više od 75% više nego u projekcijama iz prosinca 2025. Pretpostavke o cijenama nafte za razdoblje 2027.–2028. također su revidirane navise, iako u manjoj mjeri, što implicira snažniji pretpostavljeni pad tijekom projekcijskog horizonta (-32% do kraja 2028. u usporedbi s -22% u projekcijama iz ožujka). Pretpostavke o cijenama plina, nasuprot tome, blago su snižene u kratkom roku zbog slabije potražnje, ali su povećane u kasnijem dijelu projekcijskog horizonta, jer se očekuje da će poremećaji u opskrbi plinom biti dugotrajniji.

Uz opisani osnovni scenarij, objavljeni su i ažurirani alternativni nepovoljan i izrazito nepovoljan scenarij ali i dodatni tzv. blagi scenarij. Alternativni scenariji koriste distribucije izvedene iz opcijskih cijena kako bi definirali alternativne putanje cijena nafte i veleprodajnih cijena plina. Pretpostavlja se da će od 3Q2026. cijene nafte i plina u blažem scenariju pratiti 25. percentil tržišno utemeljenih distribucija, u nepovoljnom scenariju 75. percentil, a u izrazito nepovoljnom scenariju 95. percentil. Percentili pružaju tržišno utemeljenu procjenu trenutačnih rizika povezanih s cijenama energije te implicitno obuhvaćaju alternativne razvojne putanje rata na Bliskom istoku i njihove implikacije na poremećaje u opskrbi energijom. U blažem scenariju cijena nafte pada na 88 USD po barelu, a cijena plina na 41 EUR po MWh u 3Q26., pri čemu tijekom cijelog horizonta ostaju oko 15–20% ispod razina iz osnovnog scenarija. Takva projicirana putanja odražava očekivanja ulagača da bi se sukob mogao vrlo brzo okončati, što bi dovelo do brze normalizacije globalnih tržišta nafte i plina te povratka cijena na predkrizne razine do kraja 2026. U nepovoljnom scenariju cijena nafte raste na 122 USD po barelu, a cijena plina na 60 EUR po MWh u 3Q, te tijekom cijelog horizonta ostaju oko 20–30% iznad razina iz osnovnog scenarija, što odražava tržišna očekivanja duljeg trajanja sukoba

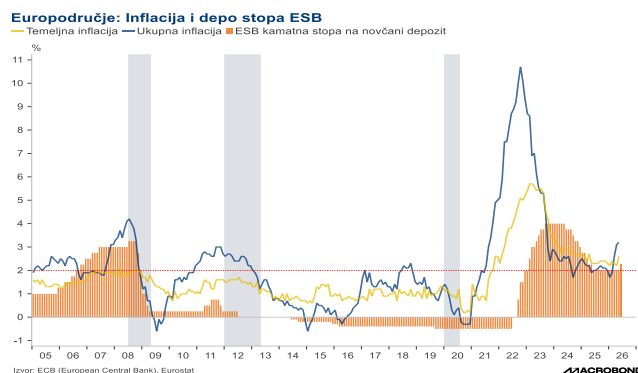
Revidirane projekcije  
inflacije i rasta

Ažurirani i alternati-  
vni scenariji

nego što se pretpostavlja u osnovnom scenariju. U izrazito nepovoljnom scenariju cijene nafte rastu za oko 60%, a cijene plina se udvostručuju, dosežući 166 USD po barelu odnosno 98 EUR po MWh u 3Q26. Šokovi su pritom i vrlo postojani, pa su odstupanja od osnovnog scenarija i na kraju projekcijskog horizonta slične veličine. Ta postojanost djelomično odražava dugotrajniju veću neizvjesnost, no također može odražavati tržišna očekivanja dugotrajnog sukoba praćenog znatnim oštećenjima regionalne infrastrukture za proizvodnju nafte i plina, što bi cijene energije zadržalo povišenima kroz dulje razdoblje. I nepovoljni i izrazito nepovoljni scenarij upućuju na postupno slabiji rast BDP-a europodručja (tijekom 2026.–2027.) te višu i dugotrajniju inflaciju (tijekom cijelog horizonta) u usporedbi s osnovnim projekcijama, pri čemu izrazito nepovoljni scenarij ukazuje na izraženo pogoršanje izgleda potaknuto trajnim šokovima cijena energije i povećanom neizvjesnošću. U blažem scenariju gospodarska bi se aktivnost brže oporavila, a inflacija brže smirivala.

**Projekcije rasta i inflacije u europodručju**

		lipanj 2026.				
		ožujak 26.	lipanj 2026.			
		osnovni scenarij	osnovni scenarij	blagi scenarij	nepovoljan scenarij	izrazito nepovoljan scenarij
Realni BDP	2025	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
	2026	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5
	2027	1.3	1.2	1.4	0.9	0.4
	2028	1.4	1.5	1.6	1.5	1.6
HIPC	2025	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
	2026	2.6	3.0	2.9	3.3	4.0
	2027	2.0	2.3	1.8	3.0	5.3
	2028	2.1	2.0	1.8	2.3	3.0
HIPC ex energija i hrana	2025	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
	2026	2.3	2.5	2.4	2.5	2.5
	2027	2.2	2.5	2.3	2.7	3.8
	2028	2.1	2.2	2.1	2.3	2.9

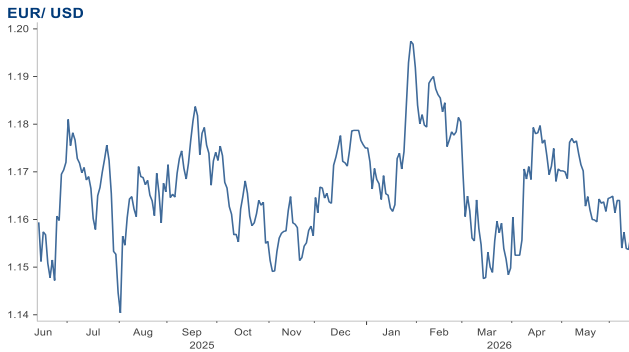


Izvor: ESB

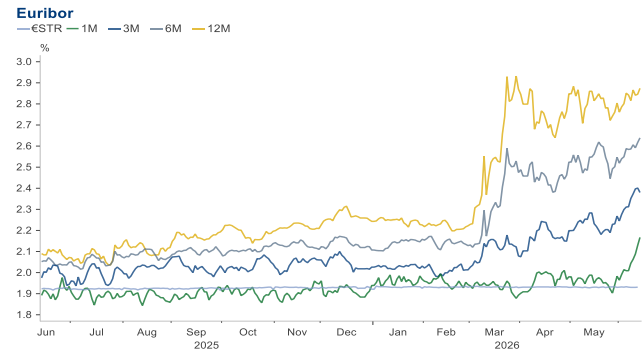
Za sada naš osnovni scenarij ostaje nepromijenjen. I dalje pretpostavljamo da će cijene nafte pasti u trećem tromjesečju, zahvaljujući ponovnom otvaranju Hormuškog tjesnaca. Ako se to ostvari, prilagodba monetarne politike biti će postupna i ograničena. U tom je slučaju malo vjerojatno da bi kamatne stope ponovno rasle u srpnju: ESB bi se našao u okruženju naftnog protu-šoka i usporavanja inflacijskog procesa, što bi smanjilo potrebu za obuzdavanjem domaće potražnje kako bi se spriječio rast cijena. Ipak, mogli bismo očekivati drugo povećanje u rujnu, nakon čega bi moglo uslijediti i treće krajem 2026. ili početkom 2027., kao prilagodba jačanju potražnje. To je ujedno i trenutni prevladavajući tržišni scenarij: implicitna vjerojatnost povećanja u srpnju trenutno je oko 34%, dok je vjerojatnost poteza u rujnu 100%. Ako bi se, međutim, blokada Hormuškog tjesnaca produljila, trebalo bi se pripremiti na mogućnost češćeg i dugotrajnijeg ciklusa povećanja kamatnih stopa, pri čemu bi terminalna stopa mogla premašiti 3%.

**I dalje očekujemo da će naredno povećanje kamatnih stopa uslijediti u rujnu**

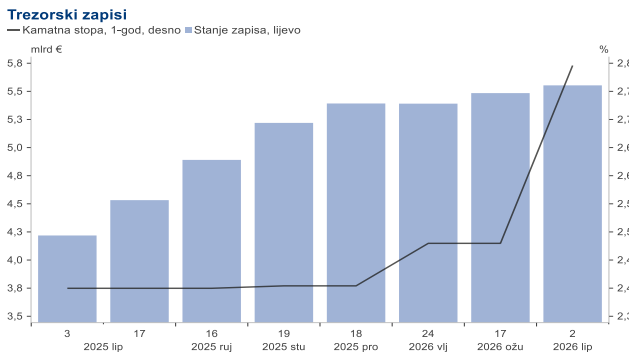
- Tečaj EUR/USD u petak je zaključen na 1,157 dolara za euro odnosno -0,6% na tjednoj razini.
- U odnosu na petak tjedan dana ranije, 3M Euribor tjedan je zaključio na 2,38% tj. +7 baznih bodova, dok je 6M Euribor tjedan zaključio na 2,64% (+5), a 12M na 2,87% (+3 bazna boda).
- Crobex je tjedan zaključio na 4.371 bodova odnosno +1,5% na tjednoj razini, pri čemu su CROBEXnutris i CROBEXturist zabilježili rast od 1,2% (na 836) i 1,1% (na 6.013), dok je CROBEXindustrija zabilježio pad od 2,6% na 3.957 bodova. Crobis je mirovao na 98 bodova.



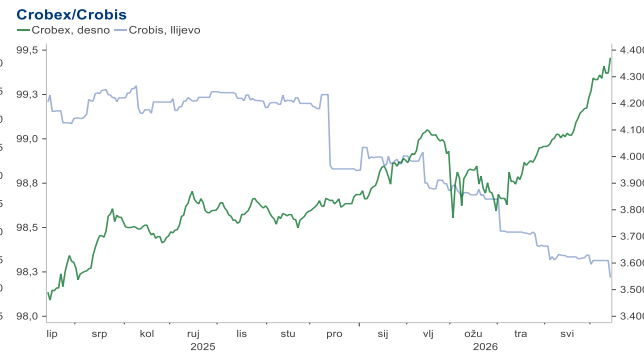
Izvor: ESB



Izvor: EMMI, ESB



Izvor: MF



Izvor: ZSE

**PRAVNE NAPOMENE**

Ovu publikaciju izdaje PRIVREDNA BANKA ZAGREB-DIONIČKO DRUŠTVO, Zagreb, Radnička 50 (dalje: PBZ) i namijenjena je klijentima Grupe PBZ. Ova publikacija je načinjena samo sa svrhom informiranja i ne može se ni na koji način smatrati ponudom ili pozivom na kupnju bilo koje imovine ili prava koji se u njoj spominju. Informativni karakter ove publikacije znači da ona ne može služiti kao zamjena za vlastitu prosudbu i procjenu bilo kojeg čitatelja ili primatelja ove publikacije. Informacije, mišljenja, analize, zaključci, prognoze i projekcije koji se ovdje iznose zasnovani su na javno dostupnim podacima u čiju se točnost PBZ pouzdaje, ali istu ne može jamčiti. U skladu s navedenim, svi stavovi, mišljenja, zaključci, prognoze i projekcije izneseni u ovoj publikaciji podložni su promjenama koje ovise o promjenama podataka kako ih objavljuju korišteni izvori. PBZ dopušta daljnje korištenje podataka iz ove publikacije, uz obavezno navođenje ove publikacije kao izvora. Svaka imovina koja se spominje u ovoj publikaciji i čije se kretanje komentira može, s vremena na vrijeme, biti predmet trgovanja, odnosno zauzimanja pozicije od strane PBZ-a.

**EKONOMSKA  
ISTRAŽIVANJA**

Ivana Jović

[www.pbz.hr](http://www.pbz.hr)