



HNB

EUROSUSTAV

Makroekonomska kretanja i prognoze

godina IX · broj 17 · prosinac 2024.







HNB

EUROSUSTAV

Makroekonomska kretanja i prognoze

Zagreb, prosinac 2024.

godina IX, broj 17

HRVATSKA NARODNA BANKA

EUROSUSTAV



Sadržaj

Sažetak	2
1. Svjetsko gospodarstvo	5
2. Europodručje	9
2.1. Realna kretanja	9
2.2. Cjenovna kretanja	11
2.3. Monetarna politika	13
2.4. Financijska tržišta i bankovni sustav	15
Okvir 1. Kada je rejting hrvatskih državnih obveznica ušao u razred A iz perspektive investitora?	18
3. Hrvatsko gospodarstvo	21
3.1. Realna kretanja	21
Okvir 2. Kako je procedura pri prekomjernom manjku djelovala na smjer fiskalne politike u EU-u?	26
3.2. Tržište rada	31
3.3. Cjenovna kretanja	34
Okvir 3. Zašto se povećala razlika između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije?	40
Okvir 4. Razine cijena i ulazak u europodručje: pouke iz analize cijena u maloprodajnom lancu	44
3.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom	48
Okvir 5. Cjenovna konkurentnost hrvatskoga turističkog sektora na tržištu Mediterana	51
3.5. Bankovni sustav	59
Okvir 6. Zašto se rast depozita usporio?	65
4. Projekcije za Hrvatsku	69
4.1. Temeljne pretpostavke	69
4.2. Projekcije makroekonomskih varijabli	70
Kratice i znakovi	76
Kratice	76
Troslovne oznake za valute	77
Dvoslovne oznake za zemlje	77
Znakovi	78

Sažetak

Stabilan rast realnog BDP-a globalnoga gospodarstva nastavio se u 2024., ali i dalje uz neujednačene trendove po sektorima. Prerađivački sektor nastavio je zaostajati za uslužnim zbog još uvijek relativno slabe potražnje za robom, trgovinskih tenzija i geopolitičke neizvjesnosti. Najveće svjetsko gospodarstvo, Sjedinjene Američke Države, bilježi snažan rast zahvaljujući potrošnji kućanstava i investicijama, dok kineski gospodarski rast usporavaju problemi u sektoru nekretnina. Globalna je trgovina nastavila rasti, ali po povijesno niskim stopama. Energetsko tržište bilo je tijekom 2024. godine razmjerno stabilno, uz povremena razdoblja povećane kolebljivosti povezane s geopolitičkim napetostima. S druge strane, cijene prehrambenih i industrijskih sirovina nastavljaju rasti, potaknute klimatskim nepogodama i poremećajima u opskrbi. Globalna se dezinflacija nastavlja, ali inflacija usluga i nadalje je postojana, posebice u razvijenim zemljama, zbog jake potražnje i pritiska na tržištu rada. Većina središnjih banaka popušta monetarnu politiku, no intenzitet popuštanja razlikuje se ovisno o razini inflacije i gospodarskim kretanjima u pojedinim zemljama.

Gospodarski rast europodručja oživio je u 2024., nakon stagnacije u prethodnoj godini. Glavni pokretači bili su uslužni sektori u zemljama poput Španjolske i Francuske, gdje su rast u ljetnim mjesecima dodatno potaknuli putovanja i potrošnja povezani s Olimpijskim igrama. S druge strane, gospodarski je zamah slabiji u članicama s većim značenjem prerađivačke industrije, kao što je Njemačka. Pritom je srednjoročni oporavak europske industrije neizvjestan zbog strukturnih manjkavosti poput visoke energetske intenzivnosti i slabe konkurentnosti. Osim toga, izvozni sektor mogao bi biti dodatno pogođen jačanjem protekcionizma u ključnim vanjskotrgovinskim partnerima. Istodobno, uslužni sektor ostaje ključni pokretač rasta, iako je zabilježeno pogoršanje raspoloženja krajem godine. Tržište rada europodručja i dalje je snažno, s rekordno niskom stopom nezaposlenosti, dok se manjak radne snage, posebno u industriji, postupno smanjuje. Unatoč perzistentnosti inflacije cijena usluga, kojoj uvelike pridonosi snažno tržište rada uz daljnji povišeni rast plaća, inflacija u europodručju u prvih se jedanaest mjeseci 2024. dodatno usporila zahvaljujući usporavanju inflacije cijena hrane i industrijskih proizvoda, čemu je pridonijela i restriktivna monetarna politika.

Upravno vijeće ESB-a smanjilo je ključne kamatne stope za 25 baznih bodova na sastanku održanom 12. prosinca pa se nastavilo postupno smanjivanje restriktivnosti monetarne politike započeto u lipnju. Upravno vijeće tako je u razdoblju od lipnja do prosinca 2024. smanjilo kamatnu stopu na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke, koja je u trenutačnim uvjetima visokih viškova likvidnosti relevantan pokazatelj monetarne politike ESB-a, za 100 baznih bodova na razinu od 3,00%, nakon što je ključne kamatne stope držalo stabilnima od rujna 2023. godine. Upravno vijeće odlučno je postojano stabilizirati inflaciju na srednjoročnoj ciljanoj razini od 2%, pri čemu će se odluke i nadalje zasnivati na pristiglim podacima.

Ublažavanje restriktivnosti monetarne politike ESB-a tijekom druge polovine godine odrazilo se na povoljnije uvjete financiranja poduzeća u Hrvatskoj, dok je u istom razdoblju trošak zaduživanja stanovništva ostao gotovo nepromijenjen. Istodobno, vidljiv je pad

kamatnih stopa na oročene depozite poduzeća, dok su one za stanovništvo oscilirale oko razina iz prve polovine godine. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima se smanjuju, dok su kamatne stope na kredite stanovništvu i dalje stabilne na razinama s kraja protekle godine. Rezultati Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka također upućuju na prestanak pooštavanja uvjeta financiranja poduzeća i stambenih kredita stanovništvu, dok je financiranje potrošnje stanovništva tek blago pooštreno zbog negativne percepcije povezane s kreditnom sposobnosti klijenta, kao i manjom tolerancijom rizika. Prema rezultatima Ankete, potražnja poduzeća za kreditima ostaje prigušena uz istodobni blagi pad potražnje stanovništva za stambenim te potrošačkim i ostalim kreditima. Krediti poduzećima su tek skromno porasli tijekom druge polovine godine uz blage naznake oporavka, nakon što su stagnerali od kraja protekle godine, a krediti stanovništvu nastavili su razmjerno snažno rasti. U segmentu depozita, tijekom druge polovine godine smanjili su se priljevi sredstava poduzeća i kućanstava u banke s ciljem njihovog oročavanja, što je posljedica postupnog pada kamatnih stopa na oročene depozite poduzeća, dok se smanjenje priljeva depozita kućanstava dijelom može objasniti inercijom deponenata koja pridonosi zadržavanju depozitnih stopa na relativno niskim razinama.

Slabi ekonomski izgledi za europodručje utjecali su na promjenu tržišnih očekivanja prema jačem spuštanju ključnih kamatnih stopa ESB-a, što je usporedno s promjenom tržišnih očekivanja prema slabijem smanjenju ključnih kamatnih stopa Fedu utjecalo na deprecijaciju tečaja eura prema američkom dolaru. Smanjenje ključnih kamatnih stopa ESB-a u listopadu brzo se odrazilo na kamatne stope na novčanom tržištu. Kamatna stopa €STR spustila se u listopadu za iznos smanjenja ključnih kamatnih stopa, na 3,2%, i na toj se razini zadržala do kraja studenoga. Prinosi na dugoročne državne obveznice europodručja postupno su rasli nakon sastanka Upravnog vijeća u listopadu, uglavnom zrcaleći rast dugoročnih prinosa u SAD-u, a nakon američkih izbora počeli su postupno padati zbog zabrinutosti glede mogućih utjecaja ekonomskih politika nove američke administracije na gospodarstvo europodručja. Slabi ekonomski pokazatelji za europodručje objavljeni krajem studenoga također su utjecali na promjenu tržišnih očekivanja prema jačem smanjenju ključnih kamatnih stopa ESB-a. Tečaj eura prema američkom dolaru snažno je deprecirao nakon rujna. Na to je najviše utjecala promjena tržišnih očekivanja prema slabijem smanjenju ključnih kamatnih stopa u SAD-u i jačem smanjenju ključnih kamatnih stopa u europodručju, jer se američko gospodarstvo pokazalo otpornijim nego što se očekivalo, dok su se ekonomski izgledi za europodručje pogoršali.

Rast hrvatskoga gospodarstva mogao bi se ubrzati u 2024., nakon čega se u sljedeće dvije godine očekuje njegovo usporavanje, ali bi i dalje mogao ostati razmjerno snažan. Ekonomska ekspanzija, koja je obilježila prvu polovinu 2024. godine, nastavila se i u trećem tromjesečju, a visokofrekventni podaci upućuju na robustan rast i krajem godine te bi na razini cijele 2024. godine BDP mogao porasti 3,7%. Jačanje rasta gospodarske aktivnosti u tekućoj godini poglavito odražava snažnu domaću potražnju, podržanu povoljnim kretanjima na tržištu rada, ekspanzivnom fiskalnom politikom, kao i snažnom investicijskom aktivnosti privatnog sektora. Ojačao je i robni izvoz, dok bi se izvoz usluga mogao smanjiti. U sljedeće dvije godine i dalje se očekuje razmjerno snažan rast realnog BDP-a, ali bi se ekspanzija ipak mogla donekle usporiti. Pritom se očekuje veći doprinos izvoza robe i usluga rastu zbog očekivanog jačanja vanjske

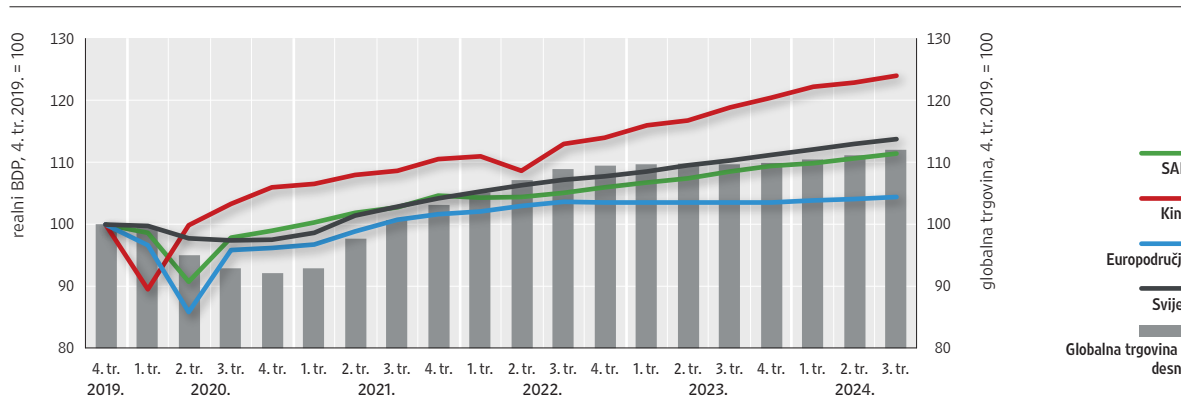
potražnje, čemu bi trebalo pridonijeti i ublažavanje restriktivnosti monetarne politike. Dinamika rasta domaće potražnje mogla bi oslabiti, što se prije svega odnosi na rast investicija, koji bi, nakon dvoznamenkastog rasta u posljednje tri godine, i dalje mogao ostati razmjerno snažan.

Unatoč ubrzavanju u razdoblju od rujna do studenoga 2024., prosječna godišnja stopa inflacije u cijeloj bi se 2024. mogla više nego prepoloviti u odnosu na prethodnu godinu, uz daljnje usporavanje u sljedeće dvije godine. Nakon što se u kolovozu spustila na 3% (mjereno harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena), najnižu razinu od kolovoza 2021., u iduća tri mjeseca inflacija se ubrzala te je u studenome 2024. iznosila 4,0%. Na ubrzavanje inflacije u posljednja tri mjeseca djelovali su nepovoljni bazni učinci, povećanje administrativnih cijena struje, plina i toplinske energije, kao i jačanje tekućih pritisaka kod inflacije cijena hrane. Unatoč tome, prosječna godišnja stopa inflacije u 2024. mogla bi biti primjetno niža nego prethodne godine i iznositi 4,0%, nakon 8,4% u 2023., uz dodatno usporavanje na 3,5% u 2025. te na 2,5% u 2026. godini. Pritom očekivani nastavak usporavanja inflacije odražava pretpostavku odsutnosti vanjskih šokova i slabljenje pritisaka na strani potražnje (usporavanje rasta plaća i rasta osobne potrošnje) djelomično pod utjecajem restriktivne monetarne politike.

1. Svjetsko gospodarstvo

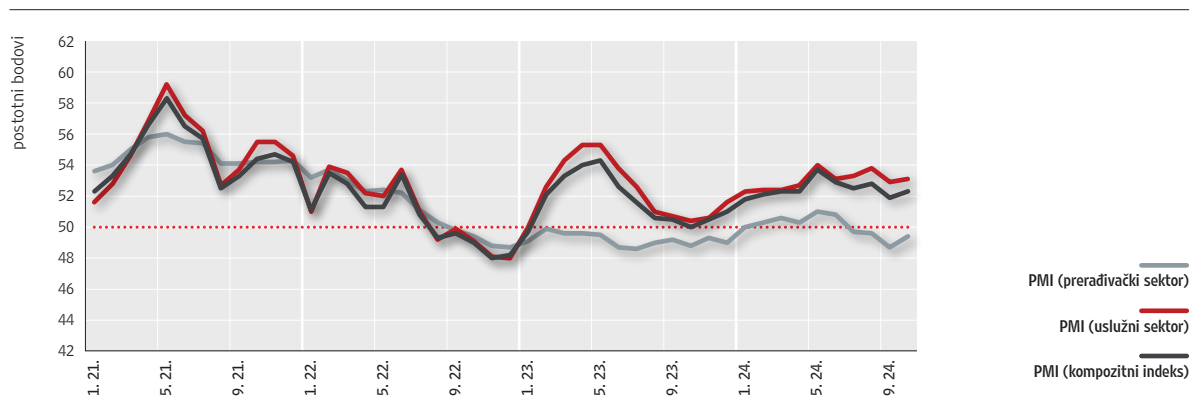
Stabilan rast realnog BDP-a globalnoga gospodarstva nastavio se u 2024., ali i nadalje uz neujednačene trendove po sektorima. Pritom prerađivački sektor nastavlja zaostajati za uslužnim, čemu uz razmjerno slabu potražnju za robom i rastuće geopolitičke rizike pridonose i sve veće trgovinske napetosti te fragmentacija globalnog tržišta. Unatoč povećanoj neizvjesnosti američko gospodarstvo već kontinuirano bilježi snažan rast, koji je u trećem tromjesečju 2024. iznosio 0,7% u odnosu na prethodna tri mjeseca (Slika 1.1.). Pritom je potrošnja američkih kućanstava, podprta rastom raspoloživog dohotka i snažnim tržištem rada, uz investicije privatnog sektora glavni pokretač gospodarskog rasta. U istom je razdoblju kinesko gospodarstvo zabilježilo rast BDP-a od 0,9% tromjesečno praćen jačanjem rasta maloprodaje i izvoza početkom četvrtog tromjesečja. Unatoč poteškoćama u sektoru nekretnina industrijska proizvodnja u Kini i dalje stabilno raste.

Slika 1.1. Gospodarska aktivnost na najvećim tržištima i globalna trgovina



IZVORI: Eurostat; BEA; NBS; UNCTAD

Slika 1.2. Pokazatelji pouzdanja za globalno gospodarstvo



Napomena: Vrijednost indeksa PMI iznad 50 označuje ekspanziju, a vrijednost ispod 50 kontrakciju gospodarske aktivnosti. Podaci zaključno s listopadom.

IZVOR: S&P Global

Globalni kompozitni indeks menadžera nabave poboljšao se na početku četvrtog tromjesečja, što upućuje na daljnje jačanje svjetske gospodarske aktivnosti. Pritom je oporavak proizvodnog sektora, posebno u Kini, bio glavni činitelj poboljšanja kompozitnog indeksa (Slika 1.2.).

Ipak, za razliku od pokazatelja uslužnog sektora, koji je i nadalje na povišenoj razini, indeks PMI za prerađivački sektor u posljednjih se nekoliko mjeseci ponovno našao u području kontrakcije, nakon što je početkom godine kratkotrajno prešao u područje ekspanzije. To odražava naglašenu neizvjesnost glede oporavka prerađivačkog sektora, unatoč padu cijena energije i normalizaciji globalnih lanaca opskrbe. Naime, neizvjesnost zbog globalne trgovinske politike sve više ograničava oporavak prerađivačkog sektora, posebno izvozno orijentiranih djelatnosti.

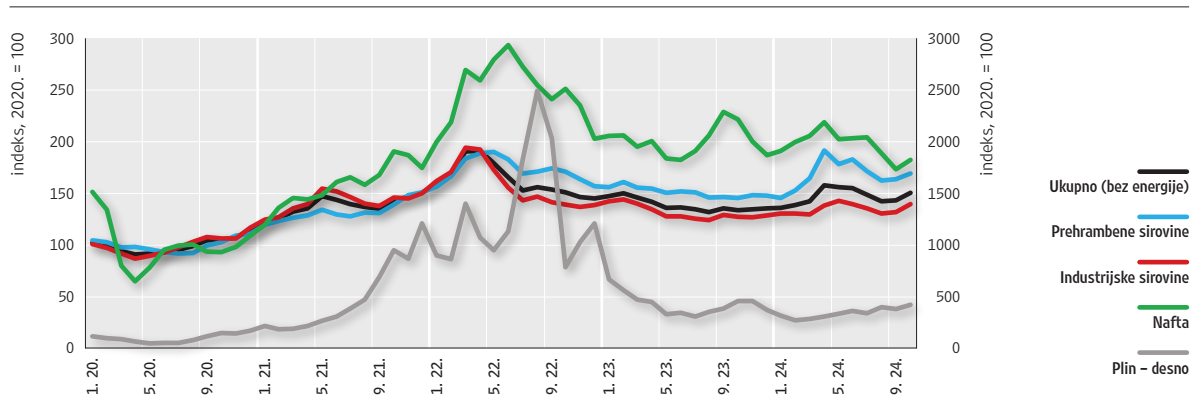
Globalna je trgovina nastavila rasti tijekom 2024. godine, iako po povijesno niskim stopama.

Osim što su vidljive naznake djelomičnog oporavka globalne potražnje za robom, osobito u segmentu robe vezane uz energetska tranziciju, rastu globalne trgovine pridonosi i dalje razmjerno snažna potražnja za trgovinski intenzivnijim uslugama poput turizma. Opskrbni lanci najvećim su se dijelom potpuno normalizirali, premda su pritisci ponovno blago porasli tijekom ljetnih mjeseci nakon kratkotrajnih poremećaja uzrokovanih klimatskim neprilikama. Rast globalne trgovine dodatno je ojačao tijekom trećeg tromjesečja, a glavni pokretač bio je SAD, gdje je pojačan uvoz odraz neizvjesnosti zbog trgovinske politike. Najavljeno pooštavanje i proširenje trgovinskih barijera od strane novoizabrane američke administracije dodatno je nastavilo poticati trgovinu u kratkom roku.

Globalno energetska tržišta bila je tijekom 2024. godine razmjerno stabilno, uz povremena razdoblja povećane kolebljivosti povezane s geopolitičkim napetostima.

Nakon što su cijene sirove nafte primjetno porasle početkom godine, nakon zaoštavanja sukoba na Bliskom istoku, sredinom godine uglavnom su se kretale na nešto nižim razinama (**Slika 1.3.**). Pritisak na pad cijena proizlazio je iz bojazni od slabljenja globalne potražnje, posebno iz Kine. Iranski napad na Izrael početkom listopada izazvao je zabrinutost glede sigurnosti isporuke nafte na svjetsko tržište i doveo ponovno do privremenog skoka cijena. Taj je rast bio dodatno potaknut poboljšanjem globalnog raspoloženja, između ostaloga zbog smanjenja kamatnih stopa američkog Fed-a. Stoga se cijena sirove nafte do kraja studenoga vratila na razinu od oko 75 USD/barel, koliko je iznosila i početkom 2024. Cijene plina u Europi kretale su se od početka 2024. na nižim razinama nego godinu prije (oko 30 EUR/MWh) zahvaljujući vrlo visokim zalihama uskladištenog plina i očekivanom povećanju LNG kapaciteta. Ipak, posljednjih mjeseci ponovno su ojačali pritisci na rast cijena, najviše zbog zabrinutosti zbog izostanka dogovora između Ukrajine i Rusije o tranzitu plina koji istječe krajem godine. Cjenovni pritisci proizlaze i iz predviđanja nešto hladnije zime u sjeverozapadnoj Europi te ubrzanog trošenja zaliha plina.

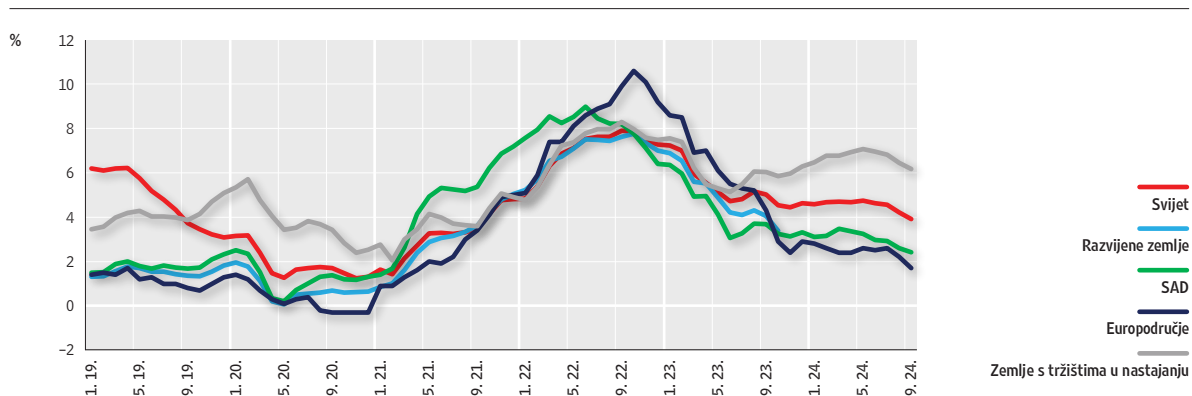
Slika 1.3. Cijene energenata i drugih sirovina



IZVOR: HWWI (Euroland, EUR)

Cijene ostalih sirovina na svjetskom tržištu uglavnom su u porastu, posebice cijene prehrambenih sirovina. Rast cijena prehrambenih sirovina intenzivirao se sredinom 2024. zbog naglog rasta cijena kakaa s obzirom na izražene nestašice u opskrbi iz zemalja zapadne Afrike. Nakon njihove djelomične normalizacije u drugom polugodištu, uslijedio je rast cijena nekih drugih poljoprivrednih i prehrambenih kultura, također pod utjecajem nepovoljnih klimatskih prilika. Tako su izrazite suše u Brazilu tijekom ljetnih mjeseci dovele do pritiska na rast cijena kave i soje, čiji je Brazil najveći svjetski proizvođač i opskrbljivač tržišta. Nastavio se i blagi rast cijena industrijskih sirovina, posebice metala, pod utjecajem poboljšanoga tržišnog raspoloženja nakon smanjenja kamatnih stopa Feda (Slika 1.3.).

Slika 1.4. Globalna inflacija

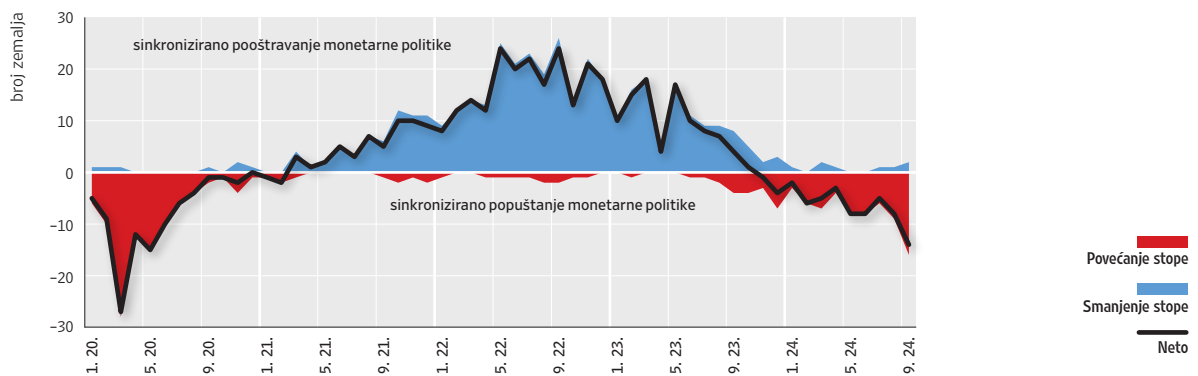


IZVORI: Federal Reserve Bank of Dallas; prilagodba HNB-a

Trend globalne dezinflacije nastavio se tijekom 2024., premda su rizici povezani s trgovinskim i geopolitičkim napetostima ostali razmjerno povišeni. Uz iznimku nekoliko afričkih zemalja, većina zemalja s tržištima u nastajanju ipak je nastavila bilježiti trend usporavanja inflacije (Slika 1.4.). Ipak, u nekim je slučajevima taj trend ograničen nepovoljnim učincima prošle deprecijacije tečaja njihovih valuta, a izraženo slabljenje prema američkom dolaru zabilježeno nakon izbora u SAD-u moglo bi dodatno pojačati uvozne inflatorne pritiske u sljedećem razdoblju. Kod razvijenih je zemalja trend dezinflacije izraženiji, a u njihovu se slučaju posebno ustrajnom

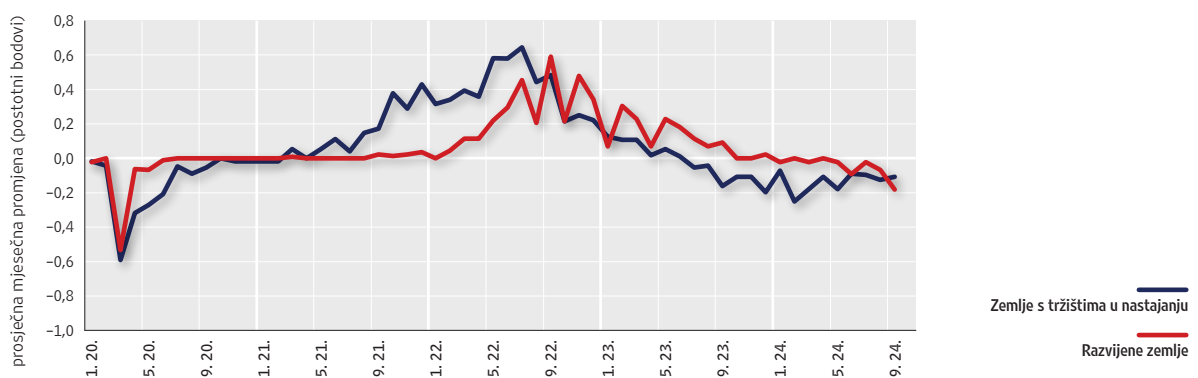
pokazala inflacija cijena usluga, čemu pridonose troškovni pritisci s tržišta rada te i dalje naglašena potražnja za uslugama. Istodobno se inflacija cijena industrijske robe na globalnoj razini stabilizirala na vrlo niskim razinama. U takvim je okolnostima sve više središnjih banaka počelo ili nastavilo popuštati monetarnu politiku (**Slika 1.5.**), pri čemu se intenzitet popuštanja u zemljama s tržištima u nastajanju usporio (**Slika 1.6.**).

Slika 1.5. Promjene smjera monetarne politike odabranih središnjih banaka



Napomena: Podaci prikazuju promjene ključnih kamatnih stopa 38 središnjih banaka.
IZVOR: BIS

Slika 1.6. Promjene ključnih stopa središnjih banaka prema skupinama zemalja



Napomena: Podaci prikazuju prosječnu mjesečnu promjenu ključnih kamatnih stopa 38 središnjih banaka.
IZVOR: BIS

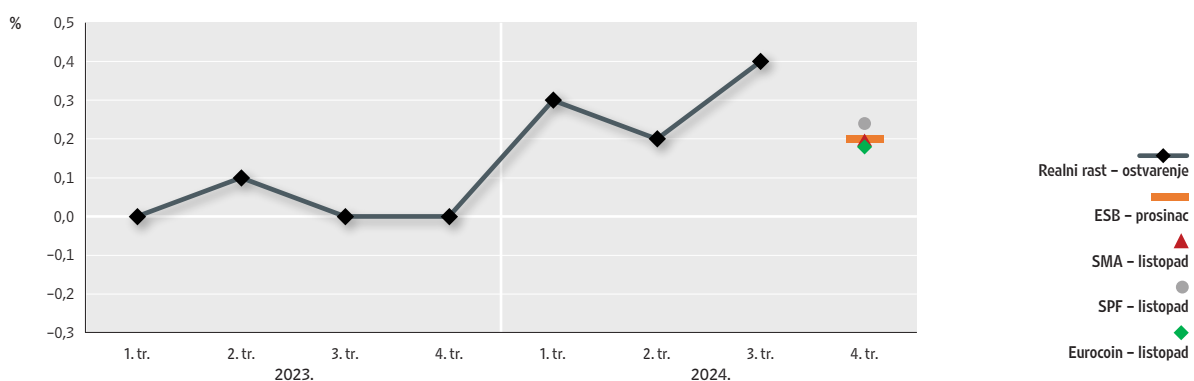
2. Europodručje

2.1. Realna kretanja

Nakon stagnacije tijekom prošle godine, u prvih devet mjeseci 2024. zabilježen je primjetan oporavak gospodarstva europodručja. Pritom se rast tijekom ljetnih mjeseci dodatno intenzivirao te je prema preliminarnoj procjeni Eurostata dosegnuo 0,4% na tromjesečnoj razini (Slika 2.1.1.). Rastu gospodarske aktivnosti, i tijekom trećeg tromjesečja i u prvoj polovini godine, uglavnom su najviše pridonosile zemlje sa snažnim uslužnim sektorom poput Španjolske te Francuske, čiji se rast osjetno ubrzao tijekom ljetnih mjeseci zahvaljujući održavanju Olimpijskih igara. S druge strane, rast je bio vidljivo slabiji u članicama s većim značenjem prerađivačke industrije, poput Njemačke. Većina procjena za posljednje tromjesečje pokazuje da bi se rast mogao nastaviti, iako nešto slabijim intenzitetom nego tijekom ljeta.

Slabost u industrijskom sektoru nastavila se negativno odražavati na rast europodručja. Dostupni visokofrekventni pokazatelji, poput indeksa menadžera nabave (PMI) i indeksa ekonomskog raspoloženja (ESI), upućuju na nastavak kontrakcije u industriji i u četvrtom tromjesečju 2024. godine (Slika 2.1.2.). Istodobno je srednjoročni oporavak europske industrije neizvjestan zbog strukturnih manjkavosti poput visoke energetske intenzivnosti i slabe konkurentnosti. Osim toga, izvozni sektor mogao bi biti dodatno pogođen jačanjem protekcionizma u ključnim vanjskotrgovinskim partnerima. Istodobno je uslužni sektor nastavio nadomještati slabosti u proizvodnom sektoru i tako je ostao glavni pokretač gospodarskog rasta europodručja, iako najnoviji visokofrekventni pokazatelji (PMI) upućuju na primjetno pogoršanje raspoloženja u uslugama s približavanjem kraja godine.

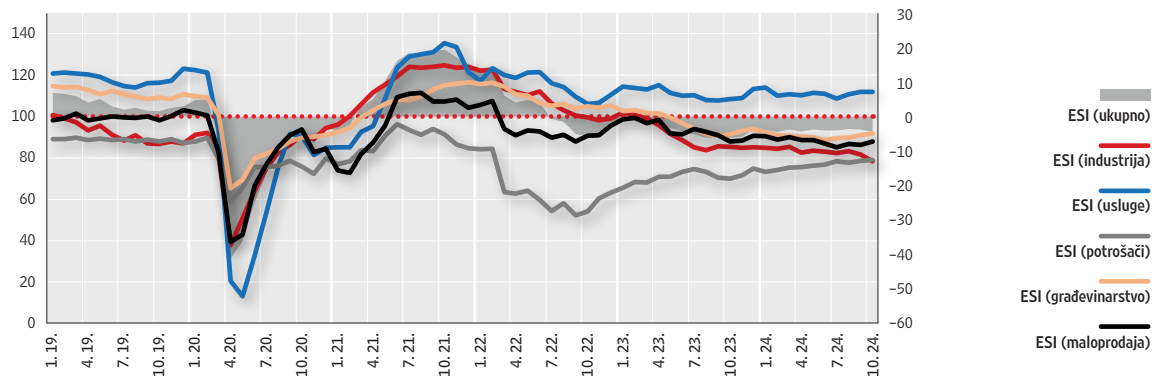
Slika 2.1.1. Gospodarska aktivnost u europodručju



Napomena: Kratica ESB – prosinac odnosi se na ESB-ovu projekciju iz prosinca 2024. Kratice SMA (engl. *Survey of Monetary Analysts*) i SPF (engl. *Survey of Professional Forecasters*) odnose se na rezultate ESB-ovih anketa tržišnih sudionika iz listopada. Pokazatelj Eurocoin razvila je Banka Italije, a predstavlja brzu modelsku procjenu tromjesečne promjene realnog BDP-a europodručja izvedene iz dostupnih visokofrekventnih podataka (ocjena iz listopada).

IZVOR: Eurostat

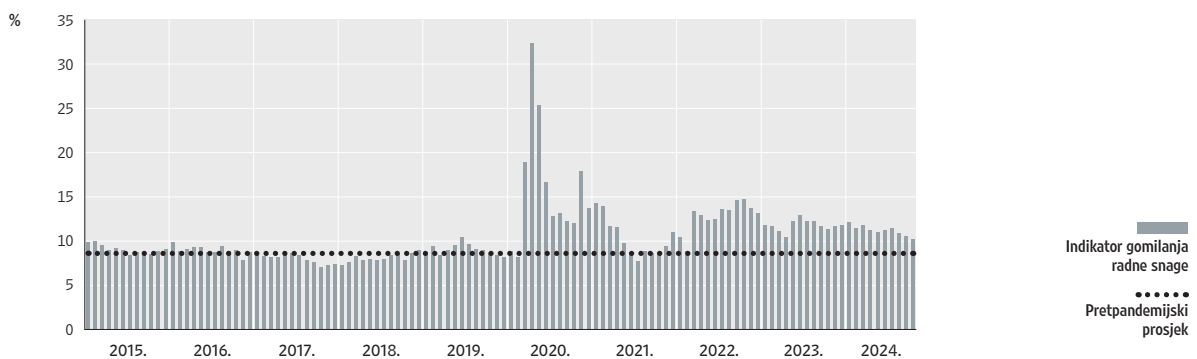
Slika 2.1.2. Pokazatelji pouzdanja za europodručje



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

Tržište rada europodručja ostalo je vrlo robusno uz daljnju prisutnost manjka radne snage i rekordno nisku nezaposlenost. Tako se stopa nezaposlenosti dodatno smanjila pa je na kraju rujna iznosila 6,3% radne snage te se na istoj razini zadržala i u listopadu. Osim na stopu nezaposlenosti, povoljna kretanja u realnom sektoru odrazila su se i na druge pokazatelje tržišta rada pa se tako pokazatelj gomilanja radne snage primjetno smanjio do listopada 2024. godine te se značajno približio pretpandemijskom prosjeku (Slika 2.1.3.), dok je rast nominalnih plaća ostao snažan u svim djelatnostima. Istodobno su se pokazatelji manjka radne snage nastavili smanjivati, i to najviše u industriji, što se može povezati sa slabosti industrijskog sektora (Slika 2.1.4.). Također, promotri li se rast zaposlenosti, iako pozitivan, bio je nešto slabiji od rasta BDP-a te se primjetljivo usporio u odnosu na prethodna razdoblja, što upućuje na zaključak da su ciklički faktori koji su prije pridonosili snažnom rastu, poput manjka radne snage, donekle iščeznuli.

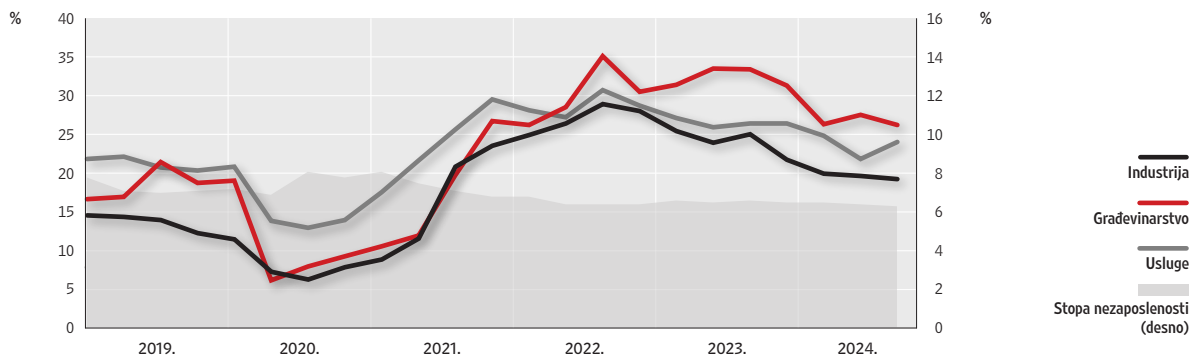
Slika 2.1.3. Indikator gomilanja radne snage u europodručju



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

IZVOR: EK

Slika 2.1.4. Manjak radne snage i stopa nezaposlenosti u europodručju

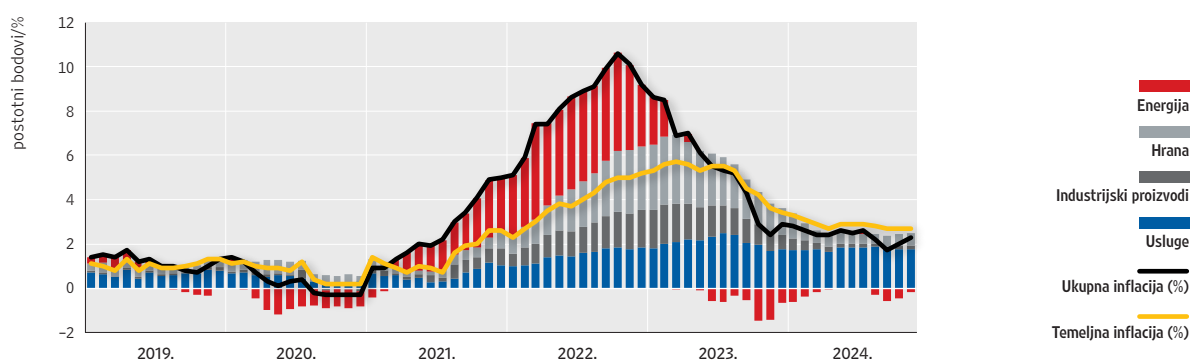


Napomena: Manjak radne snage mjereno je tromjesečnom anketom te prikazuje postotak poduzeća koja se izjašnjavaju da je manjak radne snage glavna prepreka poslovanju.
IZVOR: Eurostat

2.2. Cjenovna kretanja

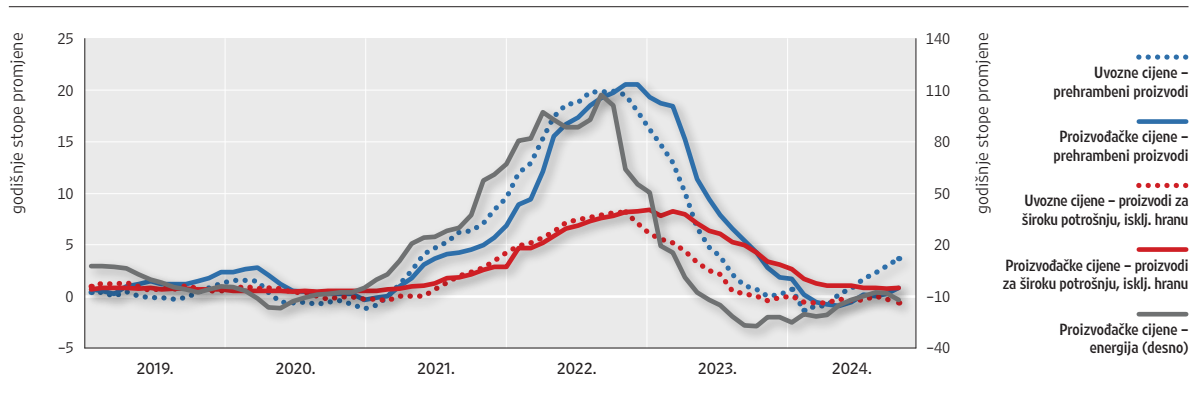
Nakon što se tijekom 2023. primjetno usporila, inflacija u europodručju tijekom prvih se jedanaest mjeseci 2024. uz blagu kolebljivost dodatno usporila (s 2,9% u prosincu 2023. na 2,3% u studenome 2024.). Usporavanje inflacije pritom primarno odražava snažno usporavanje inflacije cijena hrane i industrijskih proizvoda (Slika 2.2.1.). Za razliku od toga, inflacija cijena energije povećala se, uglavnom kao rezultat nepovoljnih baznih učinaka (s obzirom na to da su znatna mjesečna smanjenja cijena energije zabilježena u većem dijelu 2023. postupno ispadala iz izračuna godišnje stope promjene cijena energije tijekom 2024. godine), kao i ukidanja dijela fiskalnih mjera kojima je cilj bilo ublažavanje učinaka prijašnjih poskupljenja energenata.

Slika 2.2.1. Pokazatelji inflacije u europodručju



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

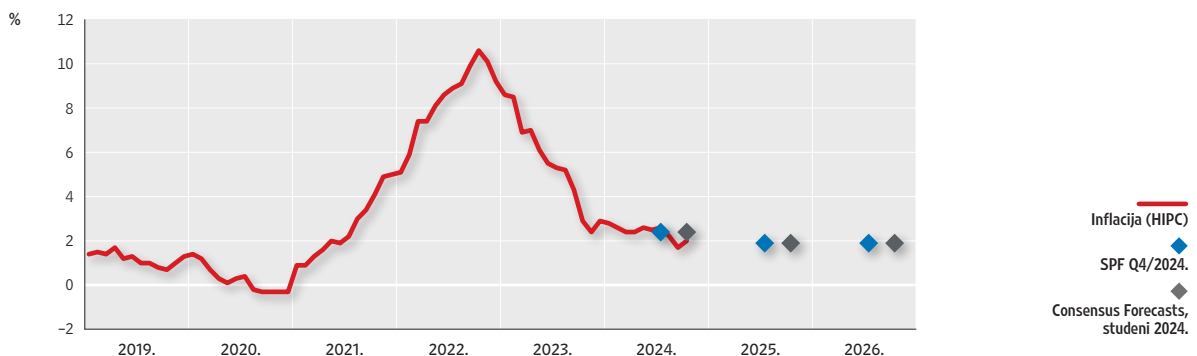
Slika 2.2.2. Pokazatelji inflacijskih pritisaka u cjenovnom lancu u europodručju



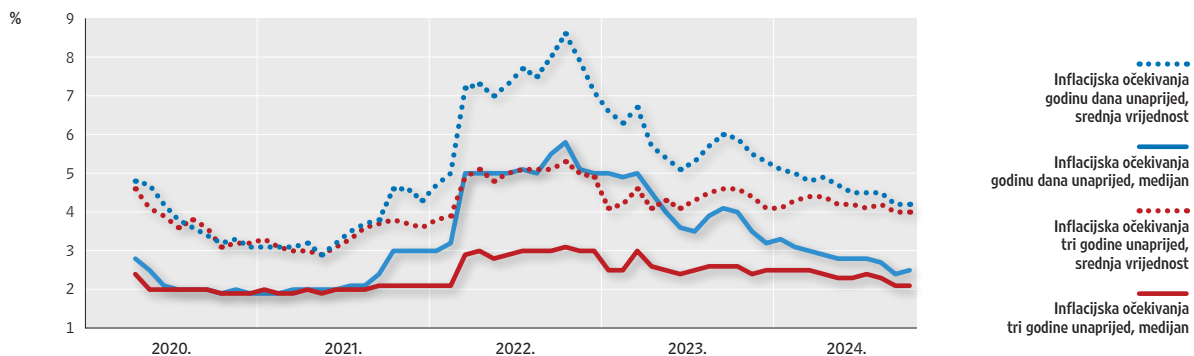
Napomena: Proizvođačke cijene odnose se na domaće tržište. Cijene prehrambenih proizvoda uključuju pića i duhan.
IZVOR: Eurostat

Temeljna inflacija (koja isključuje cijene energije i hrane) u europodručju se tijekom prvih jedanaest mjeseci 2024. također usporila (s 3,4% u prosincu 2023. na 2,7% u studenome 2024.), čemu je pridonijelo popuštanje inflatornih pritisaka na strani ponude, kao i slabljenje pritiska na strani potražnje, djelomično pod utjecajem restriktivne monetarne politike. Usporavanje pritom gotovo u cijelosti odražava smanjenje inflacije cijena industrijskih proizvoda (s 2,5% u prosincu na 0,7% u studenome). Inflacija cijena industrijskih proizvoda usporava se uvelike zahvaljujući jeftinijim energentima, nižim i stabilnijim cijenama drugih sirovina na svjetskom tržištu te nižim vozarinama u odnosu na vrhunce zabilježene u 2022. godini, što se odražava na pad uvoznih cijena i nisku godišnju stopu rasta proizvođačkih cijena proizvoda za široku potrošnju (Slika 2.2.2.). Istodobno se inflacija cijena usluga od kraja 2023. kreće u uskom rasponu oko prosječnih 4,0%, a u studenome je iznosila neznatno nižih 3,9%. I dalje povišen rast nominalnih plaća u europodručju, kao i prilagodba cijena u onim potkomponentama usluga koje su djelomično ili u potpunosti indeksirane uz prošlu inflaciju pritom su glavni činitelji koji pridonose zadržavanju inflacije cijena usluga na povišenoj razini.

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



Napomena: SPF Q2/2024. (engl. *Survey of Professional Forecasters*) odnosi se na rezultate ESB-ove ankete stručnjaka za prognoziranje koja je provedena od 1. do 3. listopada 2024.
IZVORI: *Survey of Professional Forecasters* (SPF), ESB; Consensus Forecasts

Slika 2.2.4. Kratkoročna i srednjoročna inflacijska očekivanja potrošača u europodručju

IZVOR: *Consumer Expectations Survey (CES)* – listopad 2024., ESB, 29. studenoga 2024.

Iz rezultata ankete za četvrto tromjesečje 2024. koju provodi ESB vidljivo je da profesionalni prognostičari očekuju usporavanje prosječne godišnje stope inflacije u europodručju na 2,4% u 2024. te na 1,9% u 2025. i 2026. godini (Slika 2.2.3.). Pritom ekonomski stručnjaci očekuju da će daljnje usporavanje rasta plaća u znatnoj mjeri pridonijeti povratku inflacije na ciljane razine. Takva su očekivanja gotovo u potpunosti u skladu s najnovijom projekcijom ESB-a, prema kojoj bi prosječna godišnja stopa inflacije u europodručju mogla iznositi 2,4% u 2024., 2,1% u 2025. i 1,9% u 2026. godini. Kada je riječ o potrošačima, ESB-ova anketa (Slika 2.2.4.) upućuje na to da su kratkoročna inflacijska očekivanja u europodručju (za godinu dana unaprijed, medijan) u listopadu iznosila 2,5%, a srednjoročna očekivanja (za tri godine unaprijed, medijan) 2,1% te su oba pokazatelja bila nešto niža u usporedbi s onima zabilježenima sredinom 2024. godine.

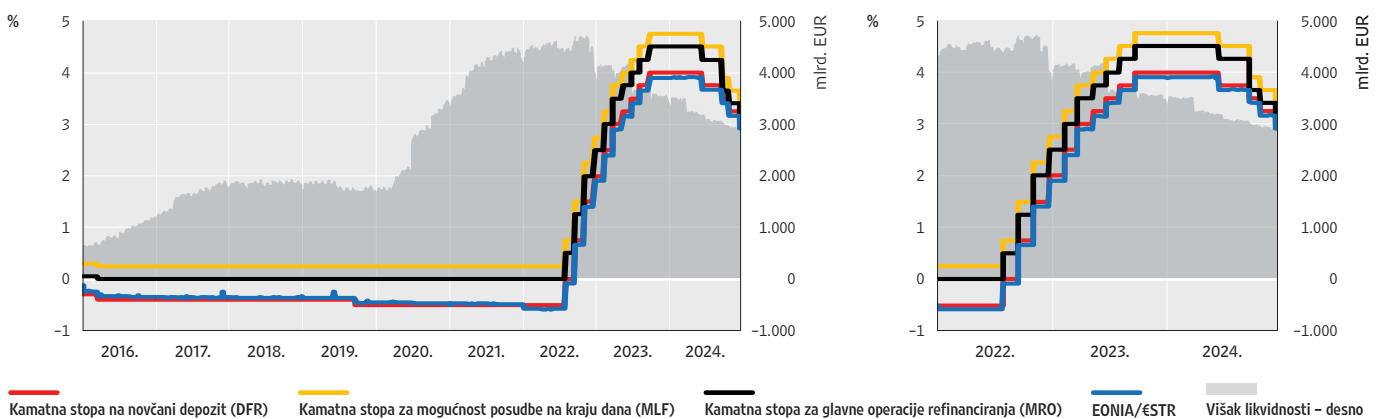
2.3. Monetarna politika

Upravno vijeće ESB-a smanjilo je ključne kamatne stope za 25 baznih bodova na sastanku održanom 12. prosinca pa se nastavilo postupno smanjivanje restriktivnosti monetarne politike započeto u lipnju. Upravno vijeće tako je u razdoblju od lipnja do prosinca 2024. smanjilo kamatnu stopu na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke (engl. *deposit facility rate*, DFR, koja je u trenutačnim uvjetima visokih viškova likvidnosti relevantan pokazatelj monetarne politike ESB-a) za 100 baznih bodova, nakon što je ključne kamatne stope držalo stabilnima od rujna 2023. godine. Navedeno ublažavanje stupnja restriktivnosti monetarne politike uslijedilo je nakon najsnažnijeg ciklusa pooštavanja od uvođenja eura kao valute, tijekom kojeg su ključne kamatne stope u razdoblju od srpnja 2022. do rujna 2023. porasle za 450 baznih bodova.

U obrazloženju odluke Upravno vijeće naglasilo je da dezinflacija dobro napreduje te da većina mjera temeljne inflacije upućuje na to da će se inflacija postojano stabilizirati na razinama oko srednjoročnog cilja od 2%. Pritom se domaća inflacija blago smanjila, ali je i nadalje povišena, prije svega zato što se plaće i cijene u određenim sektorima još prilagođavaju prošlom povećanju inflacije sa znatnim vremenskim odmakom. Uvjeti financiranja ublažavaju se postupnim smanjivanjem troškova zaduživanja poduzeća i kućanstava zbog pada ključnih kamatnih stopa u posljednje vrijeme. Međutim, uvjeti financiranja ostaju pooštreni jer je monetarna politika i dalje restriktivna, a prošla povećanja kamatnih stopa još se prenose na postojeće kredite.

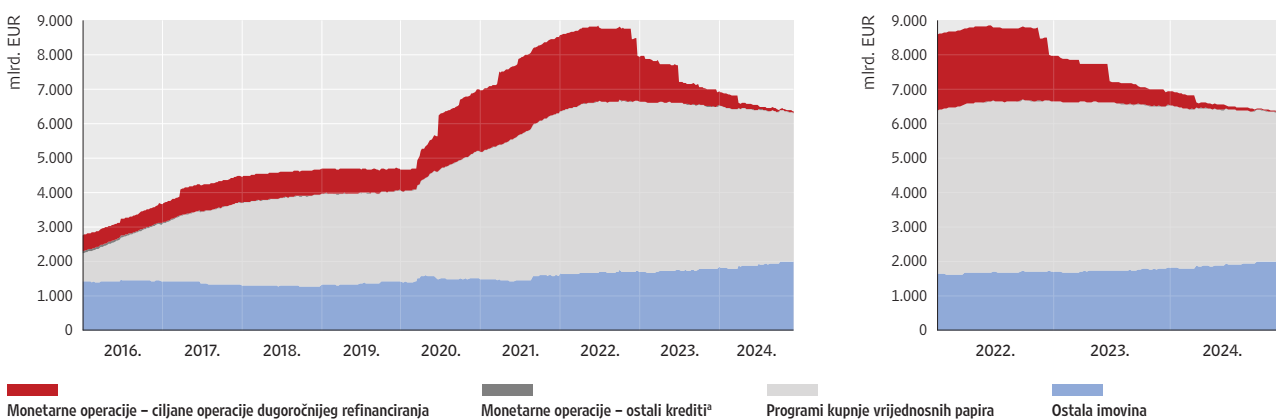
Odlukom u prosincu kamatna stopa na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke smanjena je s 3,25% na 3,00%, kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja (engl. *main refinancing operations, MRO*) s 3,40% na 3,15% te kamatna stopa na mogućnost posudbe na kraju dana (engl. *marginal lending facility, MLF*) s 3,65% na 3,40%. Upravno vijeće odlučno je postojano stabilizirati inflaciju na srednjoročnoj ciljanoj razini od 2%, pri čemu će se odluke i nadalje zasnivati na pristiglim podacima (engl. *data-dependent approach*). Pritom se Upravno vijeće ne opredjeljuje unaprijed za određenu dinamiku promjene stopa.

Slika 2.3.1. Ključne kamatne stope ESB-a



IZVOR: ESB

Slika 2.3.2. Bilanca Eurosustava



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

IZVOR: ESB

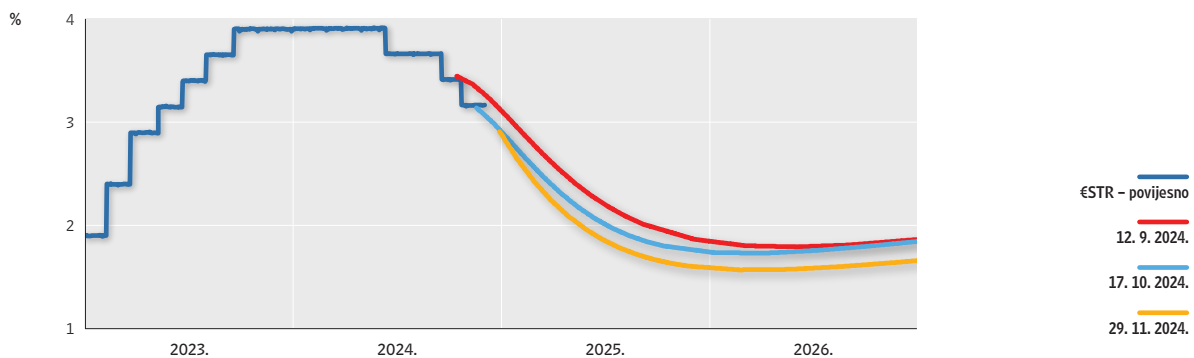
Istodobno se nastavio proces postupnog smanjivanja bilance Eurosustava. Portfelj nastao u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (engl. *asset purchase programme, APP*) Eurosustava nastavlja se smanjivati umjerenom i predvidivom dinamikom, pri čemu se glavnice dospjelih vrijednosnih papira od srpnja 2023. više ne reinvestiraju. Što se tiče hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase programme, PEPP*), glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu PEPP-a od srpnja 2024. više se ne reinvestiraju u cijelosti, pri čemu

se portfelj PEPP-a tijekom druge polovine 2024. smanjivao za prosječno 7,5 mlrd. EUR mjesečno, a na kraju 2024. namjerava se potpuno obustaviti reinvestiranje dospjelih glavnica u sklopu PEPP-a.

2.4. Financijska tržišta i bankovni sustav

Smanjenje ključnih kamatnih stopa ESB-a u listopadu brzo se odrazilo na kamatne stope na novčanom tržištu, a slabi ekonomski izgledi za europodručje utjecali su na promjenu tržišnih očekivanja prema jačem spuštanju ključnih kamatnih stopa ESB-a. Kamatna stopa €STR spustila se u listopadu za iznos smanjenja ključnih kamatnih stopa (25 baznih bodova), na 3,2% i na toj se razini zadržala do kraja studenoga. Slično je zabilježeno na novčanom tržištu u Hrvatskoj, gdje se prekonoćna kamatna stopa na trgovanje depozitnim novcem spustila u listopadu na 3,0%, a na sličnoj se razini zadržala do kraja studenoga. Kad je riječ o tržišnim očekivanjima, termimska krivulja stope €STR spustila se nakon sastanka Upravnog vijeća ESB-a u listopadu prema nižim vrijednostima (Slika 2.4.2.). Na to je ponajviše utjecala objava indeksa menadžera nabave za europodručje krajem studenoga, koji je bio osjetno lošiji nego što se očekivalo, a to je utjecalo na promjenu tržišnih očekivanja prema jačem smanjenju ključnih kamatnih stopa ESB-a. Na promjenu tržišnih očekivanja utjecala je i zabrinutost glede mogućih nepovoljnih utjecaja ekonomskih politika nove američke administracije na gospodarstvo europodručja.

Slika 2.4.1. Termimska krivulja stope €STR



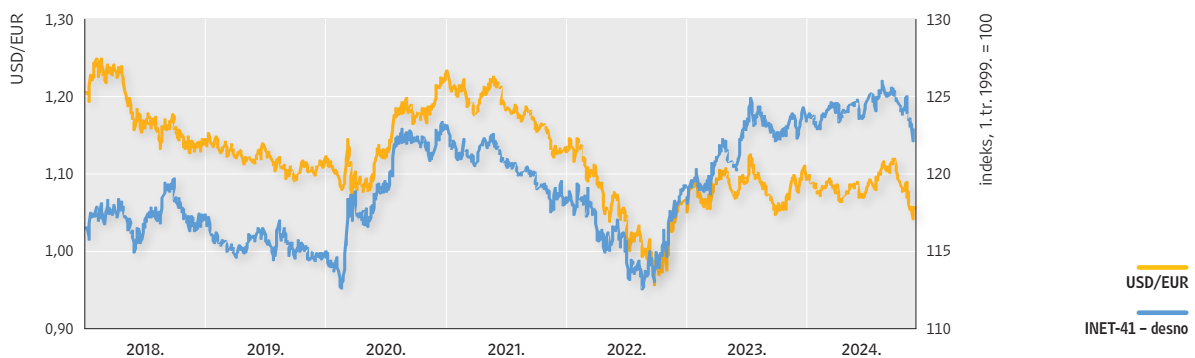
Napomena: Termimska krivulja procjenjuje se s pomoću stope iz promptnoga prekonoćnoga indeksiranog ugovora o razmjeni (engl. *overnight indexed swap rate*, OIS). Termimske krivulje označuju odabrane termimske krivulje formirane na dan sastanka Upravnog vijeća ESB-a u rujnu i listopadu 2024. i na posljednji dan studenoga 2024.
IZVORI: Bloomberg; izračun HNB-a

Prinosi na dugoročne državne obveznice europodručja blago su porasli nakon sastanka ESB-a u listopadu, uglavnom zrcaleći rast dugoročnih prinosa u SAD-u, a nakon američkih izbora počeli su postupno padati, s pogoršanjem očekivanja glede budućih ekonomskih kretanja u europodručju. Prinosi na dugoročne državne obveznice europodručja postupno su rasli nakon sastanka ESB-a u listopadu, uglavnom zrcaleći rast dugoročnih prinosa u SAD-u, te su početkom studenoga dosegli 3,0% (Slika 2.4.3.). Nakon američkih izbora prinosi na dugoročne državne obveznice europodručja počeli su postupno padati te su se do kraja studenoga spustili na 2,6%, koliko su iznosili i početkom listopada. Na to je ponajviše utjecala zabrinutost glede mogućih utjecaja ekonomskih politika nove američke administracije na gospodarstvo europodručja, ali i slabi pokazatelji gospodarske aktivnosti za europodručje objavljeni krajem studenoga. Povećana neizvjesnost glede smjera fiskalne politike u Francuskoj povećala je krajem studenoga i početkom

prosina razliku između prinosa na državne obveznice Francuske i Njemačke za oko 15 baznih bodova pa je ona početkom prosinca dosegla najvišu razinu od 2012. Prinos na dugoročne obveznice Hrvatske od sredine listopada tek se neznatno povećao i na kraju studenoga iznosio je 3,1%.

Tečaj eura prema američkom dolaru snažno je deprecirao nakon rujna i do kraja studenoga spustio se na najnižu razinu u posljednje dvije godine. Na deprecijaciju tečaja eura prema američkom dolaru nakon rujna najviše je utjecala promjena tržišnih očekivanja prema slabijem smanjenju ključnih kamatnih stopa u SAD-u i jačem smanjenju ključnih kamatnih stopa u europodručju, jer se američko gospodarstvo pokazalo otpornijim nego što se očekivalo, dok su se ekonomski izgledi za europodručje pogoršali. To razilaženje u očekivanjima dodatno se produčilo nakon američkih izbora zbog zabrinutosti da bi promjene smjera nove američke administracije prema novim protekcionističkim mjerama mogle pojačati inflatorne pritiske u SAD-u te nepovoljno utjecati na gospodarstvo europodručja. Tečaj eura prema američkom dolaru na kraju studenoga iznosio je 1,06 USD/EUR, što je deprecijacija od oko 6% u odnosu na razinu s kraja rujna, a ujedno i najniža razina u posljednje dvije godine. U istom razdoblju nominalni efektivni tečaj eura prema košarici valuta glavnih trgovinskih partnera europodručja deprecirao je za 2% (Slika 2.4.2.). Pritom je slabljenje eura prema američkom dolaru bilo ublaženo poglavito jačanjem eura prema japanskom jenu, švedskoj kruni i mađarskoj forinti.

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

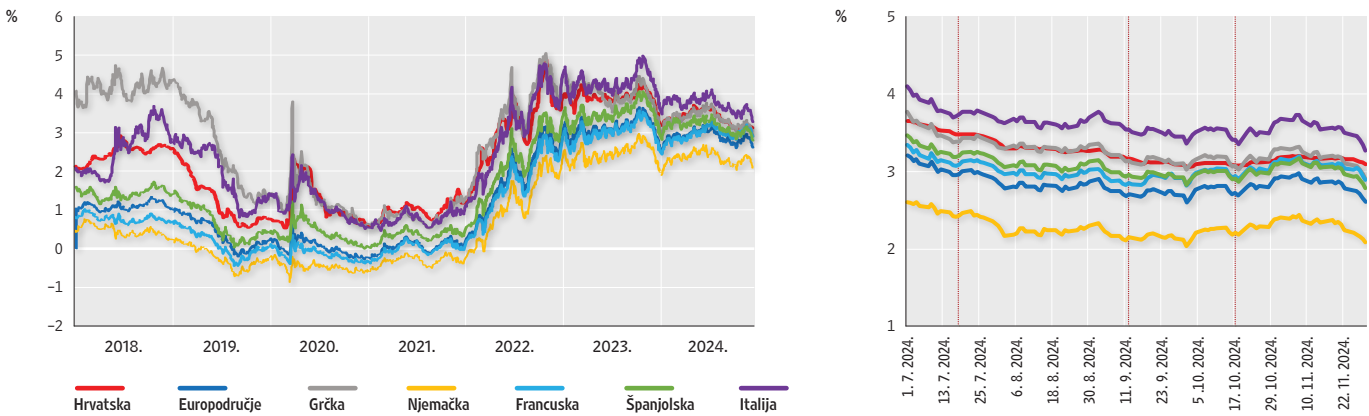


Napomena: INET-41 je indeks nominalnoga efektivnog tečaja eura prema 41 najvažnijem trgovinskom partneru europodručja. Rast tečaja predstavlja aprecijaciju eura. Zadnji je podatak za 29. 11. 2024.

IZVOR: ESB

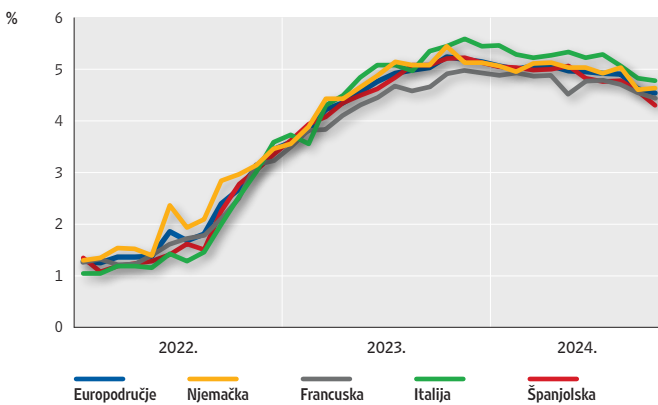
Kamatne stope banaka na kredite poduzećima i stanovništvu u europodručju nastavile su se postupno smanjivati. U takvom su okružju stambeni krediti blago porasli, dok je kreditiranje poduzeća ostalo prigušeno. Na razini europodručja prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima iznosila je u listopadu 4,5% (Slika 2.4.4.), što je za 60 baznih bodova niže nego u prosincu 2023. godine. Kod stanovništva je prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene stambene kredite u listopadu iznosila 3,5% (Slika 2.4.6.), odnosno za 55 baznih bodova niže nego na kraju prošle godine. Tromjesečne anualizirane stope rasta kredita nefinancijskim poduzećima (Slika 2.4.5.) bile su tijekom druge polovine godine negativne ili malo iznad nule pa je kreditiranje poduzeća ostalo prigušeno. S druge strane, rast stambenih kredita (Slika 2.4.7.) blago se ubrzao tijekom drugog polugodišta u odnosu na prethodni dio godine pa se opet bilježe pozitivne stope rasta.

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



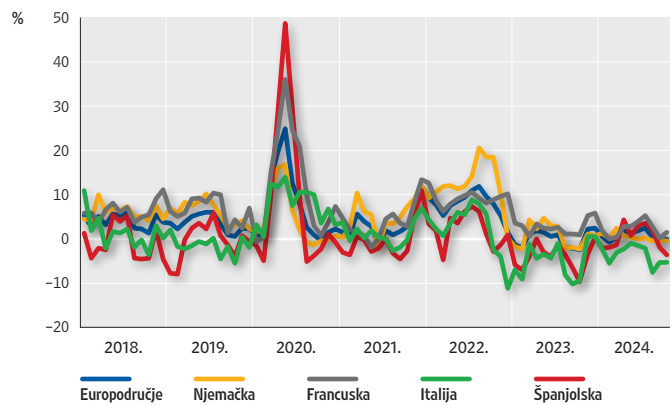
Napomena: Prinosi za europodručje ponderirani su udjelom u BDP-u uključenih zemalja. Europodručje ne uključuje podatke za Estoniju, Letoniju, Luksemburg i Maltu. Crvenim isprekidanim linijama označeni su sastanci Upravnog vijeća ESB-a u prikazanom razdoblju.
 IZVORI: Bloomberg; Eurostat; izračun HNB-a

Slika 2.4.4. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima



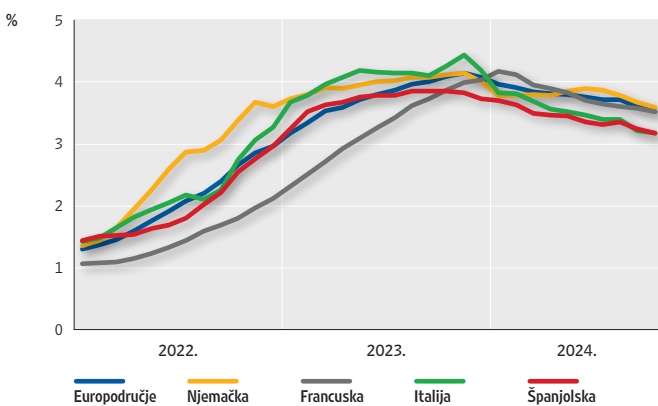
IZVOR: ESB

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



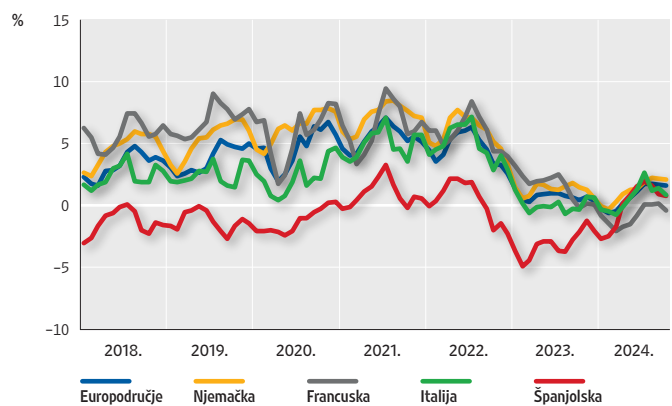
IZVORI: ESB; izračun HNB-a

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



IZVOR: ESB

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



IZVORI: ESB; izračun HNB-a

OKVIR 1.

Kada je rejting hrvatskih državnih obveznica ušao u razred A iz perspektive investitora?

Krajem 2024. godine sve su globalne agencije za dodjelu kreditnog rejtinga Hrvatsku svrstale u skupinu zemalja s višim srednjim investicijskim rejtingom, što je najviša ocjena otkad su joj 1997. počele dodjeljivati kreditni rejting. U ovom se okviru istražuje kada su se prinosi na hrvatske obveznice izjednačili s prinosima zemalja s rejtingom A, čime su tržišta implicitno Hrvatsku svrstala u taj rang, što su agencije i službeno potvrdile u posljednjem tromjesečju 2024. Iz literature je poznato da agencije za dodjelu kreditnog rejtinga najčešće "kasne za tržištem", tj. da su novoobjavljene ocjene investitori uglavnom već "ugradili" u tržišne cijene obveznica. Investitori i agencije rabe isti skup informacija važnih za procjenu kreditnog rizika zemlje poput gospodarskog rasta, fiskalne pozicije i makroekonomskih neravnoteža, na temelju kojih procjenjuju održivost javnog duga. Pritom investitori gotovo trenutačno reagiraju na promjene gospodarskih parametara kupnjom ili prodajom obveznica, dok agencije vlastite ocjene najčešće revidiraju s određenim vremenskim odmakom u odnosu na promjenu tržišnog raspoloženja, što je potvrđeno u raznim empirijskom radovima. Rezultati analize upućuju na približavanje razlike prinosa na hrvatske obveznice implicitnoj granici koja odvaja zemlje s rejtinzima A i B još neposredno uoči ulaska u europodručje, u razdoblju vrlo povoljnih makroekonomskih kretanja, što je znatno prije službenih odluka agencija za dodjelu kreditnog rejtinga.

Odluka triju globalnih agencija (S&P, Fitch i Moody's) o povećanju kreditnog rejtinga hrvatskih državnih obveznica krajem 2024. godine i uvrštavanje Hrvatske u skupinu zemalja s višom srednjom razinom rejtinga (rejting A obuhvaća rejtinge od A– do A+) temelji se na skupu povoljnih kretanja koja uključuju snažan gospodarski rast, znatno poboljšanje fiskalne pozicije, približavanje životnog standarda prosjeku Europske unije, političku stabilnost te institucionalni napredak u raznim područjima. Zahvaljujući navedenim činiteljima Hrvatska se pridružila skupini zemalja s višom srednjom razinom investicijskog rejtinga, što podrazumijeva snažnu sposobnost ispunjavanja financijskih obveza, ali ipak uz određenu osjetljivost na nepovoljne ekonomske uvjete i promjene okolnosti.¹ Posljednji krug povećanja kreditnog rejtinga tako se nadovezuje na poboljšanje koje je bilo vezano uz službenu odluku o uvođenju eura, što je podrazumijevalo eliminaciju valutnog rizika, veći kredibilitet ekonomskih politika i institucionalni napredak zbog provedenih reformi na koje se Hrvatska obvezala ulaskom u ERM II (tzv. čekaonicu za ulazak u euro) te veću financijsku sigurnost zbog mogućnosti pristupa europskom stabilizacijskom mehanizmu.²

1 Za detaljna objašnjenja pojedinih razreda pogledati Standar&Poors (2024.): *Guide to Credit Rating Essentials, What are credit ratings and how do they work?*, dostupno na: https://www.spglobal.com/ratings/_division-assets/pdfs/guide-to-credit-rating-essentials.pdf.

2 Europski stabilizacijski mehanizam (ESM) dio je strategije EU-a za osiguravanje financijske stabilnosti u europodručju. Pruža financijsku pomoć zemljama europodručja koje imaju financijske poteškoće ili kojima one prijete. Za detalje pogledati <https://www.consilium.europa.eu/hr/policies/financial-assistance-eurozone-members/>.

Odluke agencija nisu iznenadile jer razlika prinosa u odnosu na referentne obveznice Njemačke upućuje na to da investitori hrvatske obveznice tretiraju kao da su u razredu A već dulje vrijeme (**Slika 1.**). Općenito, financijska tržišta brzo reagiraju na informacije za koje procjenjuju da mogu utjecati na sposobnost urednog servisiranja duga, što uključuje reakcije na cikličke činitelje. S druge strane, agencije za dodjelu kreditnog rejtinga odluke temelje na dugoročnijim trendovima, rjeđe mijenjaju rejting i odluke o promjeni rejtinga donose s vremenskim odmakom, kada niz pokazatelja ojača pouzdanje u određenu ocjenu. Tehničkim rječnikom može se reći da su ocjene rizika tržišta usredotočene na trenutak (engl. *point in time*, PIT), dok agencije nastoje donositi odluke "gledajući kroz ciklus" (engl. *through-the-cycle*, TTC).³ Zato se često događa da tržišta ocjenu solventnosti zemlje promijene puno prije agencija te se takvi "tržišni rejtingi" često mogu razlikovati od ocjena koje dodjeljuju agencije.

Kako bi se točno ocijenio trenutak kada su tržišta počela hrvatske obveznice vrednovati kao obveznice izdavatelja iz razreda A, identificirana je implicitna razlika prinosa koja razdvaja skupine zemalja u razredima A i B na način da se minimizira razlika između rangiranja prema rejtingu i stvarnih tržišnih razlika tržišnih prinosa (kako je opisana u radu Kunovca i Ravnika, 2017., koji se temelji na pristupu Berger i dr., 2002. te Kou i Varotto, 2005.).⁴ Drugim riječima, metoda ispituje različite vrijednosti razlike prinosa koji čine granicu između te dvije kategorije kreditnog rejtinga i za svaku potencijalnu granicu provjerava mjeru u kojoj usklađuje kreditni rejting i tržišnu percepciju solventnosti promatranih zemalja.⁵

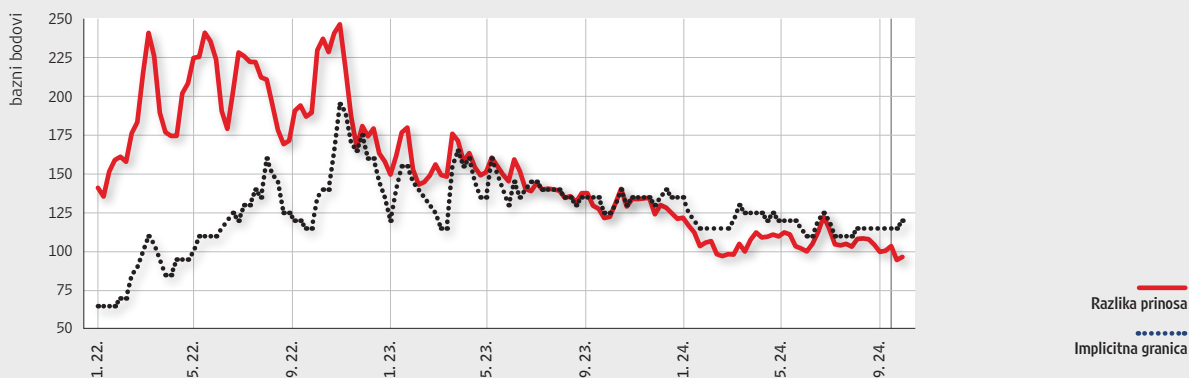
3 *Complementing Agency Credit Ratings with MIR (Market Implied Ratings)*, Moody's Analytics, dostupno na:

https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/Complementing_Ratings_with_MIR.pdf

4 Kunovac, D. i Ravnik, R. (2017.): *Are sovereign credit ratings overrated?*, *Comparative Economic Studies*, 59(2), 210 – 242.; Breger, L. L., Goldberg, L. R. i Cheyette, O. (2003.): *Market implied ratings*, *Risk Magazine*; Kou, J. i Varotto, S. (2004.): *Predicting agency rating migrations with spread implied ratings*, Available at SSRN 676095

5 Formalnije, minimizira se sljedeća funkcija: $P(g) = \frac{1}{m} \sum_{i=1}^m \max(S_{i,R1} - g, 0) + \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n \max(g - S_{j,R2}, 0)$ gdje g predstavlja implicitnu granicu, $S_{i,R1}$ raspon i -te zemlje s rejtingom R1 (viši razred), $S_{j,R2}$ raspon j -te zemlje s rejtingom R2 (razred koji je niži od R1), m je broj zemalja koje su imale rejting R1 u promatranom razdoblju, dok je n broj zemalja koje su imale rejting R2 u promatranom razdoblju. Jednadžba jasno pokazuje da će se ukupna vrijednost funkcije povećati zbog povećanja u prvom dijelu, kada je odabrani g ispod optimalne razine. S druge strane, ukupna će se vrijednost funkcije povećati zbog povećanja u drugom dijelu, kada je g iznad optimalne razine. Na taj način metoda dolazi do granice koja razdvaja dvije kategorije kreditnog rejtinga, usklađujući ih s tržišnim podacima.

Slika 1. Tržišno implicirana granica između nižega srednjeg te višega srednjeg kreditnog rejtinga i stvarna razlika prinosa na hrvatske obveznice u odnosu na njemačku desetogodišnju obveznicu



Napomena: Crna isprekidana linija prikazuje implicitnu granicu između razlike prinosa zemalja s nižim srednjim (BBB-, BBB, BBB+) i višim srednjim kreditnim rejtingom (-A, A, A+). Vertikalna linija prikazuje trenutak u kojem je prva agencija za dodjelu kreditnog rejtinga svrstala Hrvatsku u razred A- (16. rujna 2024.). Razlika prinosa izračunata je kao razlika prinosa na 10-godišnju državnu obveznicu određene zemlje nominiranu u euru u odnosu na prinos 10-godišnje njemačke obveznice. Zemlja se svrstava u određeni investicijski razred ako je prema ocjenama barem dviju od tri agencije (S&P, Moody's, Fitch) svrstana u isti razred. Prema spomenutom kriteriju u viši srednji kreditni razred kreditnog rejtinga spadaju Slovačka, Litva, Latvija, Španjolska te Portugal od studenoga 2023., a u niži srednji razred spadaju Rumunjska, Mađarska, Italija, Cipar i Portugal do studenoga 2023. Analiza je provedena samo na uzorku europskih zemalja.

IZVORI: izračun HNB-a; Bloomberg

Slika 1. prikazuje kako se razlika prinosa između Hrvatske i implicitne granice znatno smanjila još uoči ulaska u europodručje koji je aktivirao učinak tzv. "europremije"⁶, kada su tržišta Hrvatsku zapravo smjestila na samu granicu između razreda A i B. Približavanje razlike prinosa razinama koje su imale obveznice zemalja svrstanih u razred A upućuje na mogućnost da su financijska tržišta još tada Hrvatsku implicitno promatrala kao članicu razreda A, a kontinuitet povoljnih makroekonomskih, fiskalnih i institucionalnih kretanja vrlo je brzo dodatno učvrstio takvu ocjenu. Također, zanimljivo je uočiti da zbivanja u ovoj godini, uključujući i službenu promjenu rejtinga svih agencija u razred A, nisu znatnije utjecala na implicitnu poziciju Hrvatske.

Iako agencije za dodjelu kreditnog rejtinga imaju važnu ulogu na financijskom tržištu, potrebno je imati na umu da su za kretanje troškova zaduživanja i percepciju rizičnosti ulaganja naposljetku ključni fundamenti koje investitori prate aktivnije i ažurnije od samih agencija. Tako su ulazak u europodručje i povoljna kretanja u očima investitora rejting hrvatskih državnih obveznica smjestila u razred A još krajem 2022. godine, znatno prije nego što su to službeno učinile vodeće agencije za dodjelu kreditnog rejtinga.

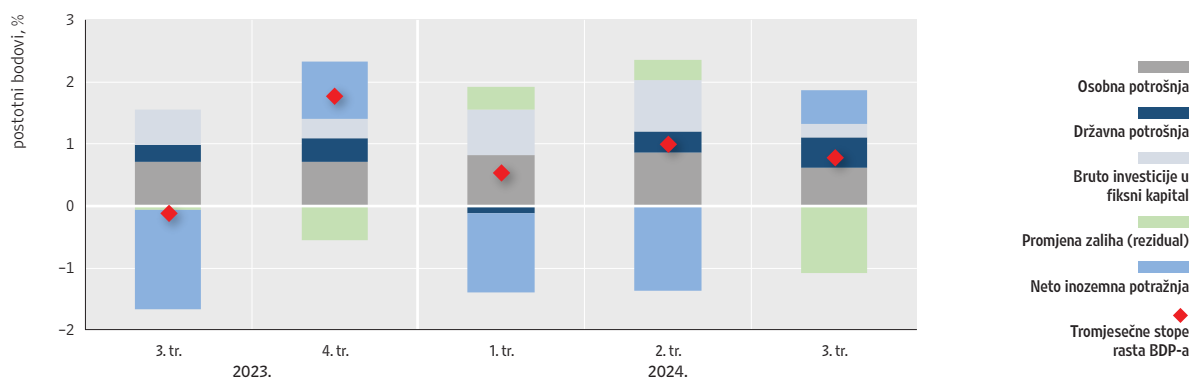
⁶ Za detalje pogledati Zrnc, J. (2022.): Skorašnje usvajanje eura već je povoljno utjecalo na troškove zaduživanja Hrvatske, dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/skorasnje-usvajanje-eura-vec-je-povoljno-utjecalo-na-troskove-zaduzivanja-hrvatske>.

3. Hrvatsko gospodarstvo

3.1. Realna kretanja

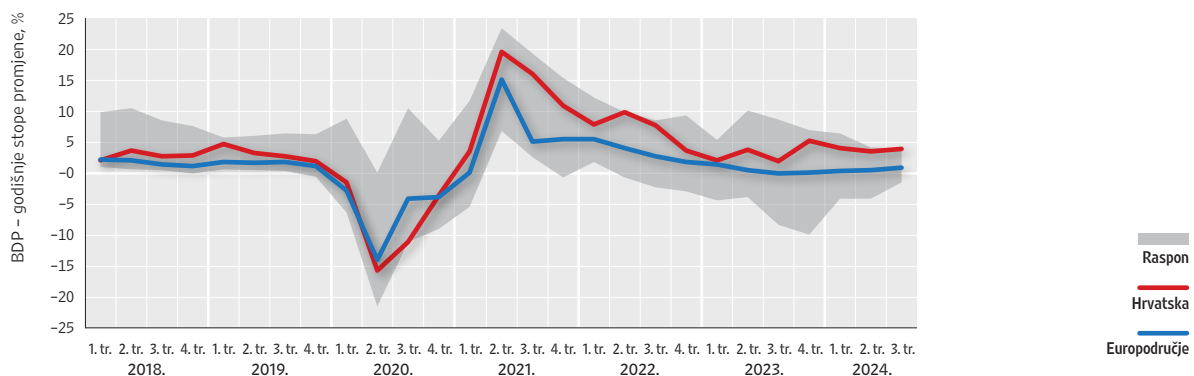
Ekonomska ekspanzija, koja je obilježila prvu polovinu 2024., nastavila se i u trećem tromjesečju, a mjesečni podaci upućuju na robustan rast i krajem godine. Realni se BDP Hrvatske tijekom ljetnih mjeseci povećao za 0,8% na tromjesečnoj razini, što je na tragu prosjeka prve polovine godine, te je bio za gotovo 4,0% veći u odnosu na isto razdoblje 2023. Povoljna kretanja poglavito odražavaju snažnu domaću potražnju i jačanje robnog izvoza, dok se realni izvoz usluga smanjio (Slika 3.1.1.). Dostupni podaci za početak četvrtog tromjesečja upućuju na nastavak rasta sličnim intenzitetom kao u prethodnom dijelu godine pa bi stopa rasta realnog BDP-a na razini cijele 2024. godine mogla iznositi 3,7%. Ta stopa gospodarskog rasta i dalje je pri vrhu raspona za gospodarstva europskog područja.

Slika 3.1.1. Doprinosi promjeni realne gospodarske aktivnosti



IZVOR: Eurostat

Slika 3.1.2. Kretanje gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj i europskom području



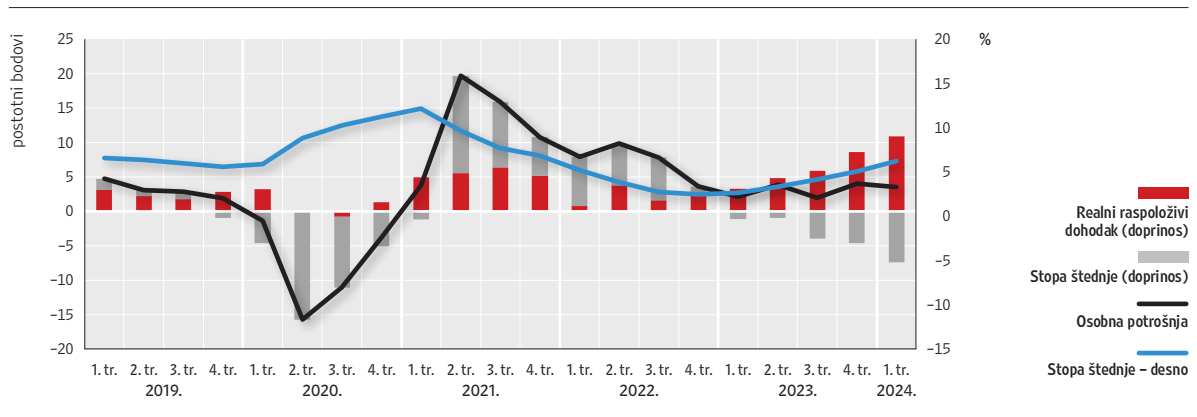
Napomena: Slika prikazuje raspon ostvarenja rasta realnog BDP-a pojedinih zemalja članica europskog područja.

IZVOR: Eurostat

Osobna potrošnja nastavila je razmjerno snažno rasti zahvaljujući povoljnim kretanjima na tržištu rada (Slika 3.1.3.) i porastu realnoga raspoloživog dohotka kućanstava. U trećem

je tromjesečju ove godine tekući rast nominalnih plaća u privatnom sektoru ponovno ojačao, nakon stagnacije tijekom drugog tromjesečja, dok su plaće u javnom sektoru stagnerale na razini dostignutoj nakon iznimno snažnog rasta ostvarenog u travnju ove godine. Nastavio se i relativno snažan rast zaposlenosti, koji je uglavnom koncentriran u uslužnim djelatnostima, javnom sektoru i građevinarstvu, a u industriji je broj zaposlenih ostao gotovo nepromijenjen u odnosu na prethodno tromjesečje. Takva kretanja, u uvjetima pada inflacije, rezultirala su nastavkom rasta realnih dohodaka, pa je osobna potrošnja nastavila zamjetno rasti, iako nešto sporijim intenzitetom nego u prvoj polovini godine. Rast realnoga raspoloživog dohotka pritom sve više nadmašuje porast osobne potrošnje pa se stopa štednje dodatno povećala, nakon što je tijekom drugog tromjesečja dosegla pretpandemijsku razinu.

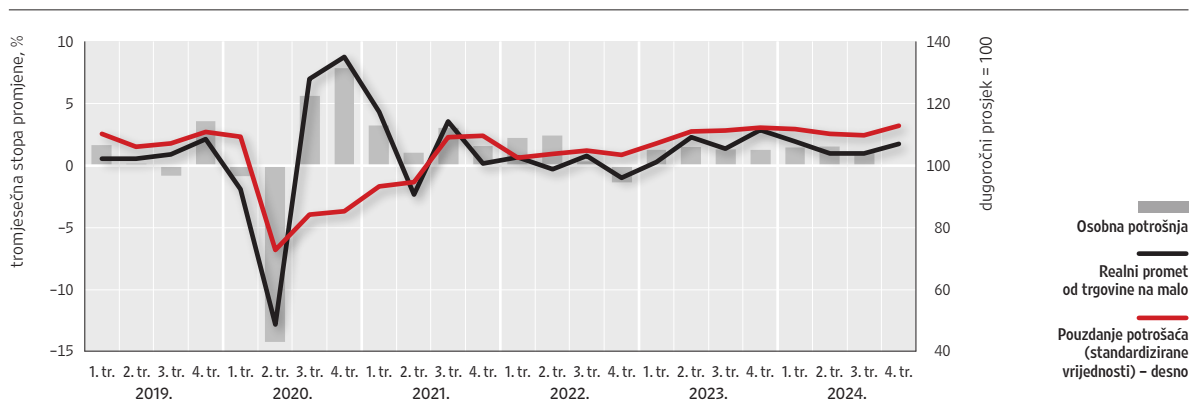
Slika 3.1.3. Doprinos raspoloživog dohotka i stope štednje godišnjoj promjeni osobne potrošnje



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

IZVORI: Eurostat; izračun HNB-a

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



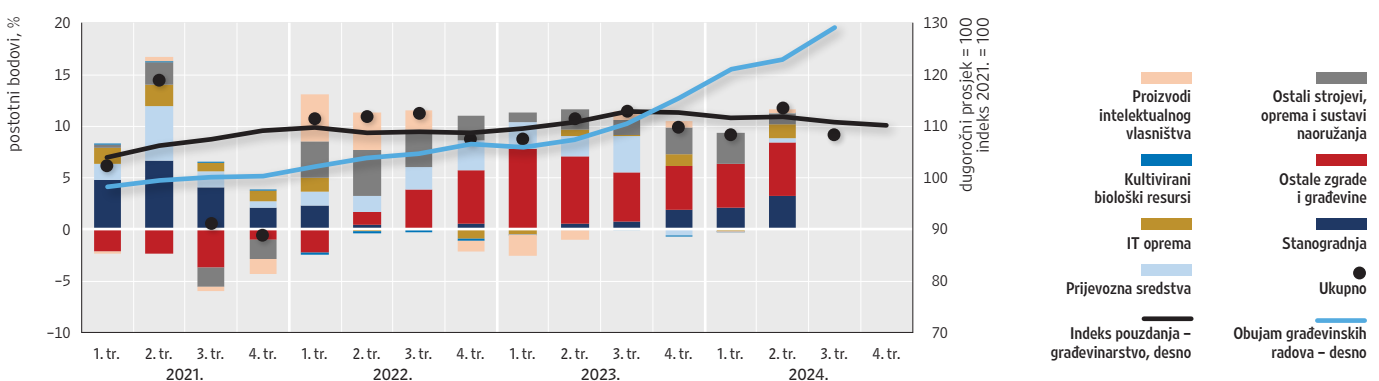
IZVORI: DZS; Ipsos

Investicije su također vrlo snažno rasle. Iako se rast bruto investicija u fiksni kapital u trećem tromjesečju vidljivo usporio u odnosu na prvu polovinu godine, investicijska aktivnost nastavlja biti razmjerno snažna. Podaci za prvo polugodište pokazuju široko rasprostranjen rast investicija

prema vrsti imovine, uz najveći doprinos ulaganja u stambene nekretnine i ostale građevine, i to poglavito privatnog sektora, te se čini kako su se slična kretanja nastavila i tijekom trećeg tromjesečja. Tako podaci o obujmu građevinskih radova za razdoblje od srpnja do rujna upućuju na nastavak znatnog rasta ulaganja u zgrade, a povećana su i ulaganja u ostale građevine, koja se obično povezuju s investicijama javnog sektora. Osim toga, kretanje uvoza kapitalnih proizvoda upućuje na nastavak rasta investicija poduzeća u strojeve i opremu.

Tekući rast robnog izvoza ponovno je ojačao tijekom ljetnih mjeseci, nakon stagnacije u prethodnom tromjesečju, dok se realni izvoz usluga smanjio na godišnjoj razini. Nakon razmjerno snažnog rasta početkom godine i stagnacije u drugom tromjesečju robni je izvoz ponovno naglašeno porastao tijekom ljetnih mjeseci te je bio za 6,3% veći u odnosu na isto razdoblje lani. Nominalni podaci za srpanj i kolovoz, međutim, upućuju kako je tekući rast robnog izvoza uvelike posljedica izvoza energenata, dok je izvoz većine ostalih proizvoda, osim medicinskih, farmaceutskih i pojedinih kapitalnih proizvoda, bio razmjerno prigušen, što se može povezati sa slabom vanjskom potražnjom. Također, realni se izvoz usluga na godišnjoj razini smanjio, što se djelomice može povezati s pogoršanjem konkurentnosti povezanim s rastom cijena u uslužnim djelatnostima vezanima uz turizam te slabim gospodarskim kretanjima u glavnim emitivnim tržištima.⁷ Sve navedeno odrazilo se na pad broja noćenja i smanjenje realne potrošnje stranih turista. Osim toga, slabim fizičkim pokazateljima tijekom rujna u određenoj su mjeri pridonijeli i nepovoljni vremenski uvjeti. Unatoč slabom izvozu usluga, ukupni izvoz robe i usluga porastao je na godišnjoj razini, no negativan doprinos neto izvoza rastu i dalje je bio razmjerno visok, s obzirom na snažnu domaću potražnju koja je potaknula znatan rast uvoza u prvih devet mjeseci ove godine.

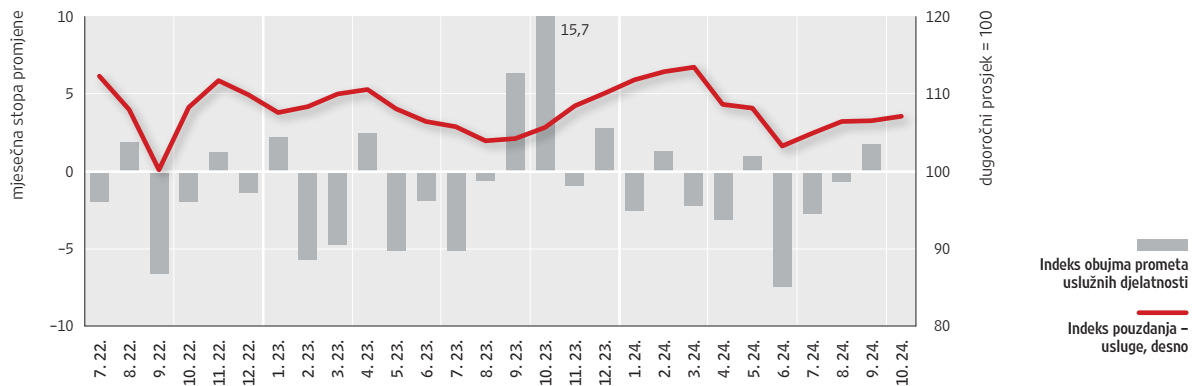
Slika 3.1.5. Pokazatelji investicijske aktivnosti i pouzdanje u sektoru građevinarstva



Napomena: Podaci o pouzdanju u sektoru građevinarstva za četvrto tromjesečje 2024. odnose se na listopad i studeni.

IZVORI: DZS; Ipsos; HNB

7 Detaljnije vidi u Okviru 5. Cjenovna konkurentnost hrvatskoga turističkog sektora na tržištu Mediterana.

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

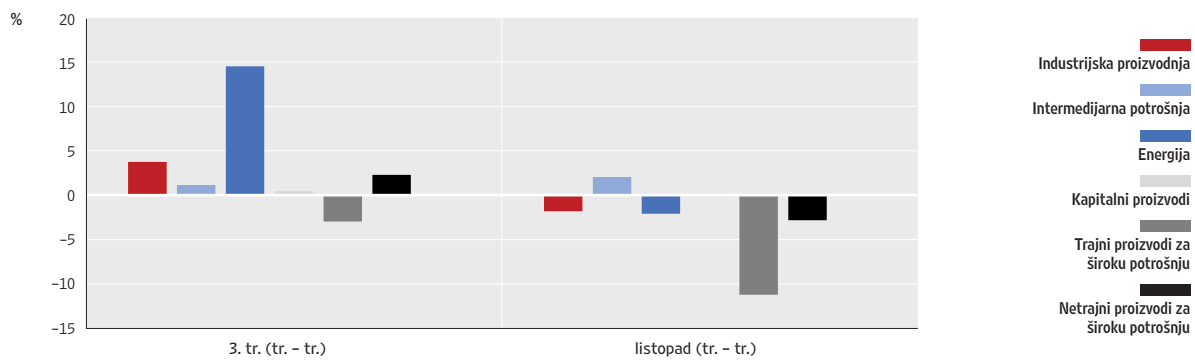
Napomena: Usluge uključuju sektore H, I, J, L, M i N.
 IZVORI: DZS; Ipsos; HNB

Promatrano po glavnim djelatnostima, nastavak povoljnih gospodarskih kretanja u trećem tromjesečju uvelike odražava rast u građevinarstvu i prerađivačkoj industriji, dok je doprinos uslužnih djelatnosti nešto oslabio. Takva struktura rasta mogla bi se, međutim, krajem godine donekle promijeniti. Kretanja u djelatnosti građevinarstva nastavljaju biti iznimno povoljna te se rast, koji je već bio razmjerno snažan, u trećem tromjesečju ponovno ubrzao na tromjesečnoj razini. Navedeno se može povezati sa spomenutom snažnom investicijskom aktivnosti u stambene nekretnine i ostale građevine. Pritom se pouzdanje u građevinarstvu tijekom četvrtog tromjesečja nastavilo kretati na razmjerno visokim razinama. Tijekom trećeg tromjesečja ojačao je i rast u prerađivačkoj industriji, pri čemu sezonske vrijednosti pokazuju da su se time gotovo u cijelosti nadoknadili gubici iz protekle godine. Međutim, snažan pad industrijske proizvodnje u listopadu, praćen znatnim padom pouzdanja u industriji, upućuje na to da bi takva povoljna kretanja mogla biti samo privremenoga karaktera. Kada je riječ o uslugama, u većini djelatnosti kretanja su bila uglavnom nepovoljnija nego u prvoj polovini godine. Pritom je u djelatnostima vezanima uz turizam zabilježen pad u odnosu na prethodno tromjesečje, no to bi se moglo promijeniti krajem godine s obzirom na rast realnog prometa od trgovine na malo te relativno povoljnih pokazatelja dolazaka i noćenja stranih turista za listopad i studeni.

Raspoloživi mjesečni podaci za četvrto tromjesečje 2024. upućuju na nastavak solidnoga gospodarskog rasta krajem godine. Prema modelu brze procjene gospodarske aktivnosti HNB-a, koji je zasnovan na podacima dostupnima uglavnom za listopad, realni BDP mogao bi se u posljednjem tromjesečju 2024. povećati za 0,9% u odnosu na prethodno tromjesečje, a godišnja stopa rasta usporiti na 3,1% zbog baznih učinaka, odnosno snažnog rasta krajem protekle godine. Takva kretanja nastavljaju uvelike biti pod utjecajem izrazito povoljnih kretanja u trgovini, čemu je, osim daljnjeg rasta domaće potražnje, pridonio i snažan porast dolazaka i noćenja stranih gostiju. Realni promet u trgovini na malo u listopadu bio je za 0,6% veći u odnosu na prethodni mjesec, odnosno za 1,7% u odnosu na prosjek prethodnog tromjesečja. Tako se nastavio njegov rast na tromjesečnoj razini koji kontinuirano traje još od početka prošle godine, što zrcali izrazito povoljne trendove na tržištu rada, odnosno daljnji rast zaposlenosti i realnih plaća. Osim toga, nakon znatno slabijih rezultata u glavnom dijelu turističke sezone, u listopadu je broj noćenja

porastao za oko 9%, a u prvih 20 dana studenoga za otprilike 21% u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine. S druge strane, nakon snažnog rasta industrijske proizvodnje u rujnu, njezin se obujam snažno smanjio u listopadu (za 3,9% na mjesečnoj, odnosno za 1,8% na tromjesečnoj razini). Pritom je pad bio široko rasprostranjen odnosno zabilježen u svim glavnim industrijskim grupacijama osim intermedijarnih i kapitalnih proizvoda.

Slika 3.1.7. Industrijska proizvodnja

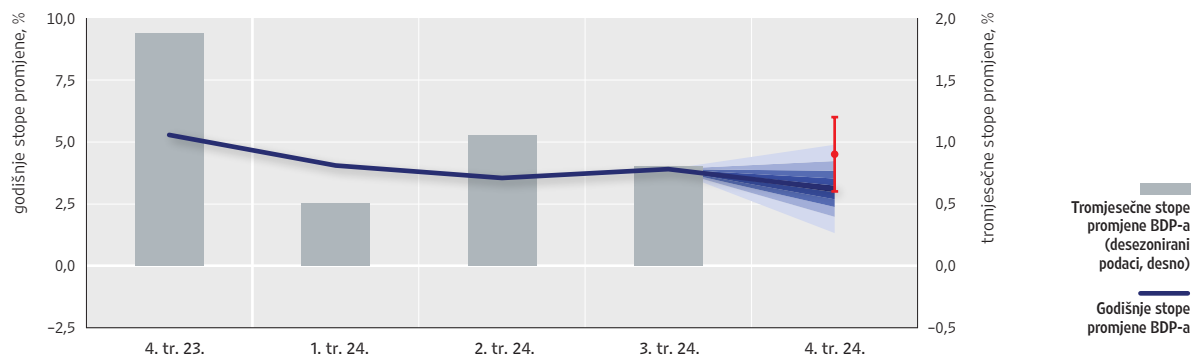


Napomena: (tr. - tr.) označuje rast u odnosu na prosjek prethodnog tromjesečja.

IZVOR: DZS

Slika 3.1.8. Tromjesečni BDP

sezonski prilagođene realne vrijednosti



Napomena: Ocjena za četvrto tromjesečje 2024. odnosi se na Mjesečni pokazatelj realne gospodarske aktivnosti HNB-a (opširnije o izračunu MRGA-e vidi u istraživanju HNB-a "Brza procjena BDP-a upotrebom dostupnih mjesečnih indikatora" autora Kunovca i Špalata). Modeli su procijenjeni na osnovi podataka objavljenih do 29. studenoga 2024. Crvenom je točkom označena ocjena tromjesečne promjene realnog BDP-a, uz povijesne greške procjene u rasponu od +/- jedne standardne devijacije.

IZVORI: Eurostat; DZS; HNB

OKVIR 2.

Kako je procedura pri prekomjernom manjku djelovala na smjer fiskalne politike u EU-u?

Procedura pri prekomjernom manjku (engl. *Excessive Deficit Procedure*, EDP) često je bila kritizirana s dviju suprotstavljenih pozicija: s jedne strane, zbog nedovoljne strogoće u provedbi, što dovodi u pitanje njezinu učinkovitost u osiguravanju fiskalne discipline, a s druge strane, jer je nedovoljna strogost u provedbi pravila u uzlaznoj fazi ciklusa rezultirala nužnošću restriktivne fiskalne politike u silaznoj fazi, što bi rezultiralo procikličkim učincima koji mogu produbiti recesiju. Ovaj okvir analizira učinak aktiviranja EDP-a na fiskalnu konsolidaciju u članicama EU-a u razdoblju od 2005. do 2019. godine. Primjenom novijih metoda razlike-u-razlikama (engl. *Difference-in-Differences*) procjenjuje se uzročni utjecaj EDP-a na ciklički prilagođeni primarni saldo s pomoću tromjesečnih podataka. Rezultati pokazuju da je ulazak u EDP i vrijeme provedeno pod EDP-om do deset tromjesečja dovelo do znatne fiskalne konsolidacije u EU-u, s poboljšanjem fiskalne pozicije u prosjeku od 1,69 postotnih bodova. Međutim, zahtijevane konsolidacije provedene su u nezanemarljivoj mjeri u razdobljima kada je gospodarska aktivnost bila ispod potencijalne razine, pa su zemlje pod EDP-om često morale provoditi restriktivne, procikličke politike u nepovoljnim gospodarskim uvjetima, kao što je to bilo tijekom globalne financijske krize. Novi fiskalni okvir usvojen 30. travnja 2024. nudi veću fleksibilnost tijekom duljeg razdoblja prilagodbe te omogućuje individualizirani pristup članicama na osnovi strukturnih planova investicija i reforma, čime se donekle može ublažiti prociklička narav pravila, posebice u recesijskim godinama. No, aktiviranje fiskalnih pravila, nakon četverogodišnje suspenzije, trebalo bi neovisno o reformi potaknuti restriktivniji smjer fiskalne politike na razini EU-a u sljedećim godinama.

Fiskalna pravila u Europskoj uniji osmišljena su kako bi osigurala održive javne financije i koordinaciju fiskalnih politika s ciljem izbjegavanja prelijevanja njihovih nepovoljnih učinaka među članicama. Naime, nije izgledno da potpuno decentralizirana fiskalna politika na nacionalnoj razini u potpunosti internalizira sve njezine implikacije na druge članice EU-a. Nacionalne fiskalne mjere tako utječu na smjer fiskalne politike na razini europodručja pa se nepovoljni učinci prelijevaju ako zemlje članice vode procikličku fiskalnu politiku, imaju neodrživu fiskalnu poziciju ili smanjuju potencijalni rast strukturnim politikama koje negativno djeluju na BDP (Lane, 2021.)⁸. Provedba fiskalnih pravila ujedno bi trebala omogućiti vođenje protucikličke fiskalne politike, odnosno stvaranje fiskalnog prostora u razdobljima ekspanzije, koji će omogućiti fiskalne poticaje gospodarskoj aktivnosti u kriznim vremenima. Ipak, u praksi se pokazalo da su članice katkad u fazi gospodarskog uzleta vodile procikličke ekspanzivne fiskalne politike, što je fiskalnu poziciju u silaznoj fazi ciklusa dovelo u sukob s pravilima, odnosno što je dovelo do aktiviranja procedure pri prekomjernom manjku, koja je nametnula mjere štednje.

8 Lane, P. (2021.): *The future of the EU fiscal governance framework: a macroeconomic perspective*, panel at the European Commission webinar on "The future of the EU fiscal governance framework"

Kako bi se analizirao utjecaj EDP-a na fiskalnu konsolidaciju zemalja članica, rabe se tromjesečni podaci Eurostata u razdoblju od 2005. do 2019. godine za 26 zemalja EU-a. Fokus je na promatranom razdoblju zbog reforme fiskalnih pravila u 2005. godini, kada je uveden srednjoročni cilj na temelju strukturnog salda, dok je završno razdoblje, tj. kraj 2019. godine uvjetovan suspenzijom fiskalnih pravila u 2020. godini u uvjetima pandemije. Promjena smjera fiskalne politike, odnosno diskrecijska reakcija fiskalne politike u razdoblju EDP-a procjenjuje se ciklički prilagođenim primarnim saldom opće države, čime se otklanja utjecaj poslovnog ciklusa na fiskalnu poziciju. Za analizu učinka EDP-a na smjer fiskalne politike uzima se procjenitelj iz istraživanja De Chaisemartin i d'Haultfoeuille (2024.)⁹, koji pretpostavlja činjenicu da se EDP pokreće u zemljama u različito vrijeme i da je moguće pokrenuti i zatvoriti EDP više puta u pojedinoj zemlji. Ova se analiza nastavlja na rad De Jonga i Gilberta (2020.)¹⁰, koji su zaključili da je korektivni dio fiskalnih pravila (engl. *Excessive Deficit Procedure*, EDP) imao znatan utjecaj na smjer fiskalne politike u EU-u, odnosno da je za svaki postotni bod BDP-a u kontekstu preporučene fiskalne prilagodbe naposljetku provedeno tek 0,6-0,7 postotnih bodova konsolidacije. Također, slična istraživanja reakcijske funkcije fiskalne politike (Cimadomo, 2008.¹¹; Nerlich i Reuter, 2016.¹²; Gootjes i de Haan, 2022.¹³) potvrđuju procikličnost fiskalne politike EU-a, unatoč provedbi fiskalnih pravila.

Slika 1. pokazuje učinak EDP-a na smjer fiskalne politike u zemljama EU-a, pri čemu je vidljivo da u razdoblju prije tretmana na razini EU-a nisu prisutni konsolidacijski učinci nositelja fiskalne politike prije pokretanja EDP-a. Međutim, Hrvatska se, primjerice, može izdvojiti kao iznimka u odnosu na ostale države u EU-u, iako tadašnji konsolidacijski napori nisu bili dovoljni za izbjegavanje pokretanja EDP-a.

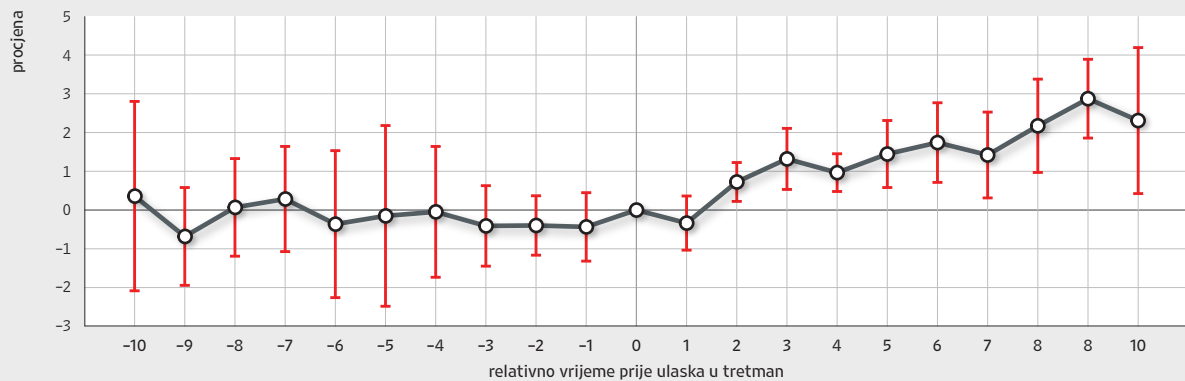
9 De Chaisemartin, C. i d'Haultfoeuille, X. (2024.): *Difference-in-differences estimators of intertemporal treatment effects*, Review of Economics and Statistics, str. 1 – 45

10 De Jong, J. F. i Gilbert, N. D. (2020.): *Fiscal discipline in EMU? Testing the effectiveness of the excessive deficit procedure*, European Journal of Political Economy, 61: 101822

11 Cimadomo, J. (2008.): *Fiscal policy in real time*, European Central Bank, Technical report, Working Paper Series, No 919

12 Nerlich, C. i Reuter, W. H. (2016.): *Fiscal rules, fiscal space, and the procyclicality of fiscal policy*, FinanzArchiv/Public Finance Analysis, str. 421 – 452

13 Gootjes, B. i de Haan, J. (2022.): *Procyclicality of fiscal policy in European Union countries*, Journal of International Money and Finance, 120: 102276

Slika 1. Učinak EDP-a na ciklički prilagođeni primarni saldo opće države u EU-u

Napomena: Crne točke prikazuju procjene učinka EDP-a na CAPB u rasponu od -10 do 10 tromjesečja upotrebom procjenitelja De Chaisemartina i d'Haultfoeuillea (2024.). Vrijednosti od -10 do -1 prikazuju placebo procjene, dok one od 1 do 10 prikazuju nenormalizirane procjene učinka EDP-a tijekom I tromjesečja. Crveni stupci predstavljaju 90%-ni interval pouzdanosti učinka, utemeljene na standardnim pogreškama grupiranim na razini zemlje. Specifikacija je bez kovarijata.

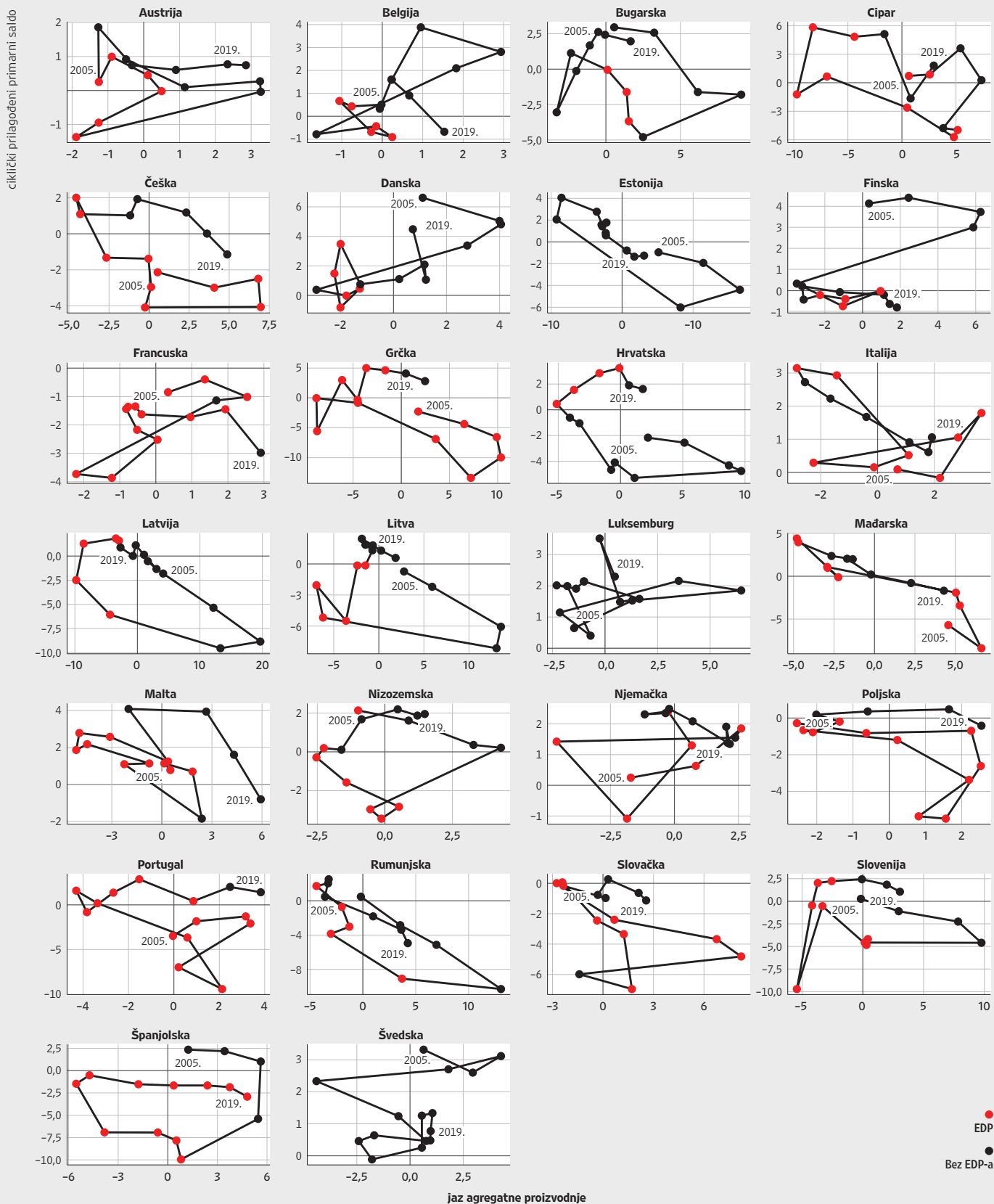
IZVORI: Eurostat; HNB

Glavni rezultati analize upućuju na pozitivan i statistički značajan učinak EDP-a na ciklički prilagođeni primarni saldo opće države na razini EU-a. Ako se promatra do 10 tromjesečja provedenih u EDP-u, što uključuje i dulje epizode, ali samo do 10 tromjesečja, u prosjeku se diskrecijska fiskalna pozicija poboljšala za 1,69 postotnih bodova (interval pouzdanosti od 90% iznosi od 1,07 do 2,32 postotnih bodova). Ako se vrijeme provedeno pod EDP-om proširi do 20 tromjesečja, prosječni je učinak 2,77 postotnih bodova, ali uz veću nepreciznost procjene (interval pouzdanosti od 90% iznosi od 1,57 do 3,98 postotnih bodova).

Obično u prvom tromjesečju nakon pokretanja EDP-a nije vidljiv učinak na smjer fiskalne politike, što je uvelike povezano sa zakonodavnom procedurom glede provedbe konsolidacijskih mjera (Slika 1.). Međutim, učinci tijekom vremena jačaju i postaju statistički signifikantni. Također je primjetljiv relativno širok raspon intervala pouzdanosti, koji odražava u velikoj mjeri različitu dinamiku i učinkovitost fiskalne prilagodbe tijekom godina te različite početne fiskalne pozicije.

U određenim slučajevima fiskalna konsolidacija pod EDP-om provedena je tijekom kriznih razdoblja, što znači da je restriktivna politika dodatno pridonijela nepovoljnim gospodarskim kretanjima (Slika 2.). Provedba fiskalne prilagodbe u razdobljima negativnog jaza agregatne proizvodnje uglavnom se odnosi na vrijeme globalne financijske krize i europske dužničke krize, što je rezultiralo restriktivnim procikličkim djelovanjem. Više od 40% slučajeva fiskalne konsolidacije pod EDP-om provedeno je u razdobljima kada su gospodarstva bila ispod potencijalne razine, što upućuje na relativnu rasprostranjenost procikličkog djelovanja fiskalne politike u nepovoljnoj fazi gospodarskog ciklusa.

Slika 2. Smjer fiskalne politike u EU-u



Napomena: Prvi kvadrant odnosi se na restriktivni protuciklički smjer, drugi kvadrant na restriktivni prociklički smjer, treći kvadrant na ekspanzivno protuciklički smjer i četvrti kvadrant na ekspanzivno prociklički smjer.

IZVORI: Eurostat; HNB

Fiskalna su pravila u EU-u aktivirana u 2024. godini, nakon četverogodišnje suspenzije, a ujedno su na snagu stupile izmjene uvedene s ciljem smanjenja rizika vođenja procikličke ekspanzivne politike u uzlaznoj fazi ciklusa, koja onemogućava aktivnu primjenu fiskalne politike u silaznoj fazi ciklusa zbog nedovoljno stvorenoga fiskalnog prostora. To bi se trebalo postići jačanjem preventivnog dijela EDP-a uvođenjem zaštitnih granica manjka i duga. Referentne vrijednosti manjka opće države od 3% BDP-a i duga opće države od 60% BDP-a pritom su ostale nepromijenjene. Također, novi je okvir dizajniran kako bi u korektivnom dijelu osigurao veću fleksibilnost tijekom duljeg razdoblja prilagodbe (4 + 3 godine), s ciljem izbjegavanja kratkoročne samoporažavajuće konsolidacije, i omogućio individualizirani pristup za svaku državu članicu putem strukturnih planova investicija i reforma. Korektivni dio novih pravila trebao bi srednjoročnu prilagodbu zasnovati na ograničavanju prekomjernog povećanja neto primarnih rashoda koji su izvedeni na temelju analize održivosti duga. Usto se u obzir uzima i kompozicija prilagodbe kako bi se zadržale javne investicije, a koje zajedno s reformama potiču dugoročni gospodarski rast. Uzimajući u obzir aktiviranje fiskalnih pravila na razini EU-a, u sljedećem razdoblju očekuje se restriktivan smjer fiskalne politike, iako vjerojatno nešto blaži nego da su na snazi prethodna fiskalna pravila. S druge strane, do sada provedene *ex ante* analize izmijenjenih fiskalnih pravila (npr. Darvas et al., 2024.)¹⁴ za sada ne mogu nedvojbeno utvrditi u kojoj će mjeri nova pravila osigurati dugoročnu fiskalnu održivost.

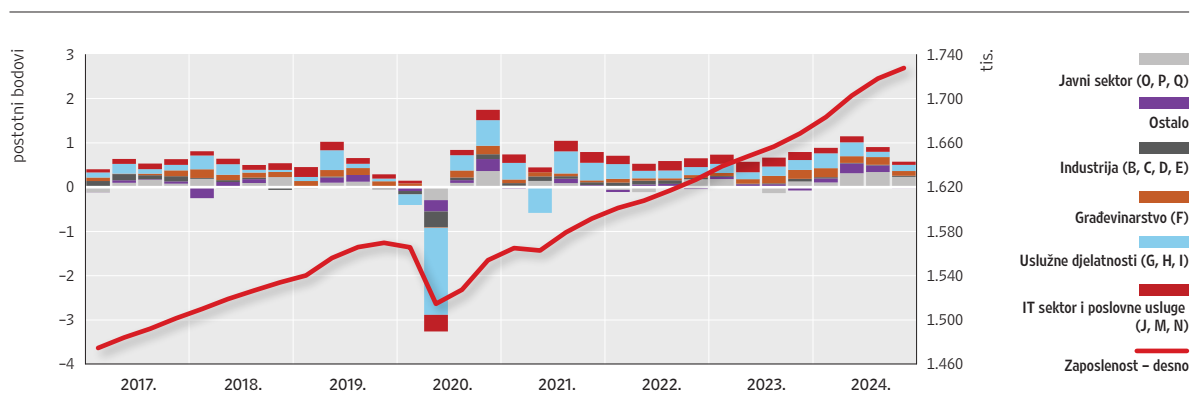
¹⁴ Darvas, Z., Welslau, L. i Zettelmeyer, J. (2024.): *The implications of the European Union's new fiscal rules* Policy Brief 10/2024, Bruegel

3.2. Tržište rada

Broj zaposlenih osoba u Hrvatskoj nastavio je rasti u trećem i na početku četvrtog tromjesečja, potaknut i dalje snažnom domaćom gospodarskom aktivnosti. U trećem tromjesečju 2024. blago se usporio rast ukupne zaposlenosti te je ona bila viša za 0,9% u odnosu na prethodno tromjesečje (1,1% u drugom tromjesečju). Pritom je zapošljavanje u javnoj upravi, obrazovanju, zdravstvu i socijalnoj skrbi (djelatnosti O, P i Q; u nastavku teksta: javni sektor) već drugo uzastopno tromjesečje najviše pridonijelo rastu ukupne zaposlenosti (Slika 3.2.1.). U ostatku gospodarstva zaposlenost je nastavila snažno rasti u građevinarstvu, a zamjetno je porasla i zaposlenost u djelatnostima prijevoza i skladištenja, poslovanja nekretninama te poslovnim uslugama (djelatnosti M i N). U listopadu se nastavio rast zaposlenosti (0,8% u odnosu na prvi mjesec trećeg tromjesečja) i dosegao oko 1,73 milijuna zaposlenih (sezonski prilagođeni podaci), što je za 3,8% više nego u listopadu prethodne godine, čime se godišnja stopa promjene blago ubrzala.

Slika 3.2.1. Zaposlenost po djelatnostima NKD-a

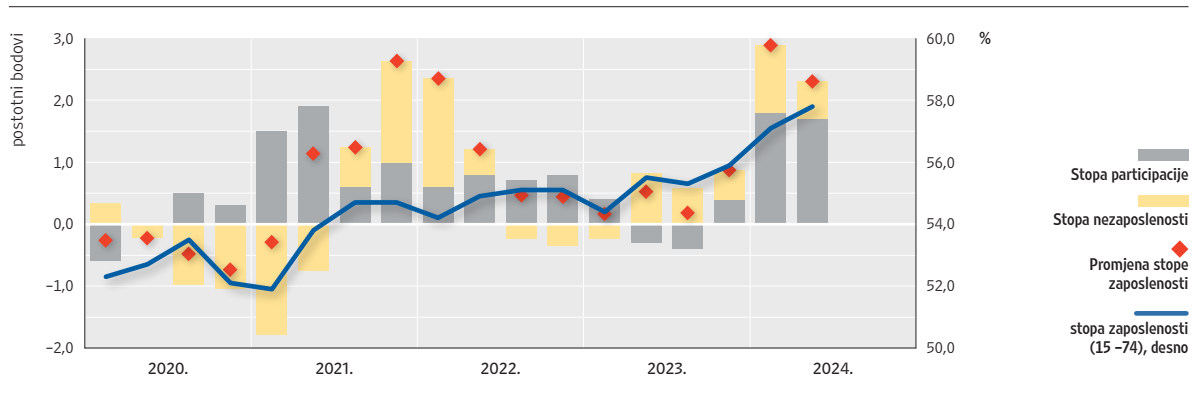
sezonski prilagođeni podaci, doprinosi tromjesečnoj stopi promjene



Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2024. odnose se na listopad te su prikazani doprinosi stopi promjene u odnosu na srpanj iste godine (prvi mjesec trećeg tromjesečja).

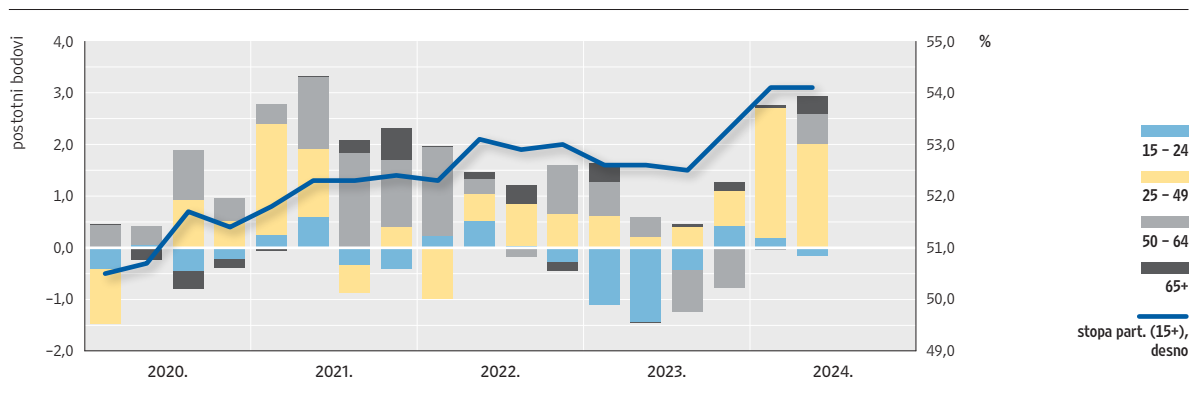
IZVOR: HZMO (sezonska prilagodba HNB-a)

Početakom 2024. zamjetno je porasla stopa zaposlenosti (57,1% u usporedbi s 54,4% u prvom tromjesečju 2023.) zbog snažnijeg aktiviranja prethodno neaktivnog stanovništva, ali i kontinuiranog smanjivanja nezaposlenosti (Slika 3.2.2.). Prema posljednjim dostupnim podacima za drugo tromjesečje 2024. stopa zaposlenosti iznosila je 57,8% (u usporedbi s 55,5% u drugom tromjesečju 2023. godine).

Slika 3.2.2. Doprinosi promjeni stope zaposlenosti (15 – 74)

Napomena: Stopa zaposlenosti izračunata je za stanovništvo u rasponu 15 – 74. Prikazani su podaci na osnovi rezultata Popisa stanovništva iz 2021. godine.
IZVORI: DZS; izračun HNB-a

Aktiviranje prethodno neaktivnog stanovništva u prvoj polovini 2024. u odnosu na isto razdoblje prethodne godine bilo je najizraženije kod stanovništva na vrhuncu radne dobi (24 – 49 godina života) (Slika 3.2.3.). Pritom je tijekom drugog tromjesečja 2024. i veće zapošljavanje stanovništva starije životne dobi (50 – 64 i 65+) znatno pridonijelo rastu stope participacije (u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine). Naime, kontinuirano raste broj umirovljenika koji rade na pola radnog vremena, čime se djelomično nastoji namiriti i dalje izražena potražnja za radom. U trećem tromjesečju 2024. oko 33 tisuće umirovljenika (ili nešto manje od 2% ukupne zaposlenosti) bilo je zaposleno na pola radnog vremena, što je za 15,8% više nego u istom razdoblju prethodne godine. U drugom tromjesečju 2024. stopa participacije (15+) iznosila je 54,1%, što je istovjetno pokazatelju za prvo tromjesečje. U odnosu na isto razdoblje 2023. godine, stopa participacije porasla je za 1,5 baznih bodova.

Slika 3.2.3. Stopa participacije (15+) i doprinosi promjeni po dobnim skupinama

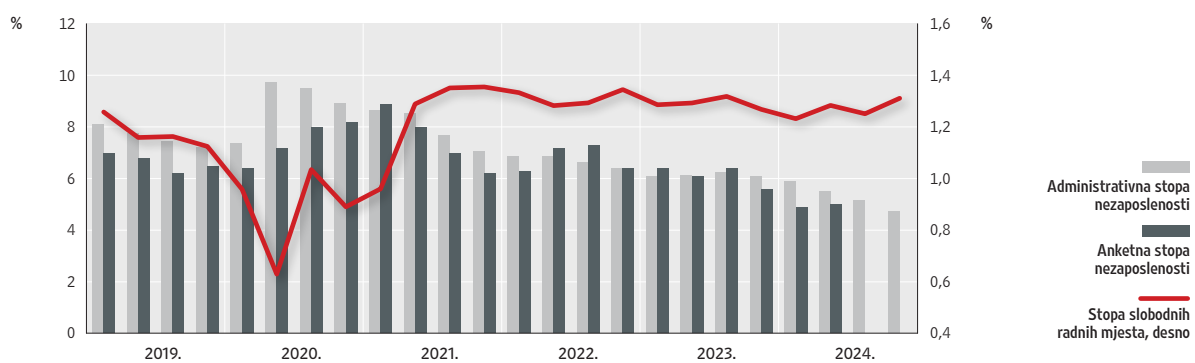
Napomena: Stopa participacije izračunata je za stanovništvo u rasponu od 15+. Prikazani su podaci na osnovi rezultata Popisa stanovništva iz 2021. godine.
IZVORI: DZS; izračun HNB-a

Pojačano zapošljavanje odrazilo se na smanjenje stope nezaposlenosti, pri čemu je potražnja za radom i dalje snažna, u skladu s visokim vrijednostima stope slobodnih radnih mjesta. U trećem tromjesečju 2024. godine nezaposlenost se nastavila ubrzano smanjivati, dok se početkom

četvrtog tromjesečja pad nezaposlenosti blago usporio. Na kraju listopada bilo je oko 86 tisuća nezaposlenih osoba (prema sezonski prilagođenim podacima), što je za 20% niže nego krajem prethodne godine. Sezonski prilagođena administrativna stopa nezaposlenosti iznosila je 5,2% radne snage u trećem tromjesečju, dok se u listopadu snizila na 4,8%. Međunarodno usporediva (anketna) stopa nezaposlenosti, prema posljednjim dostupnim podacima za drugo tromjesečje 2024., spustila se na 4,7% radne snage, s 5,2% iz prethodna tri mjeseca (Slika 3.2.4.). Stopa slobodnih radnih mjesta u trećem tromjesečju iznosila je 1,25%, a u listopadu 2024. porasla je na 1,31%.

Slika 3.2.4. Stope nezaposlenosti i slobodnih radnih mjesta

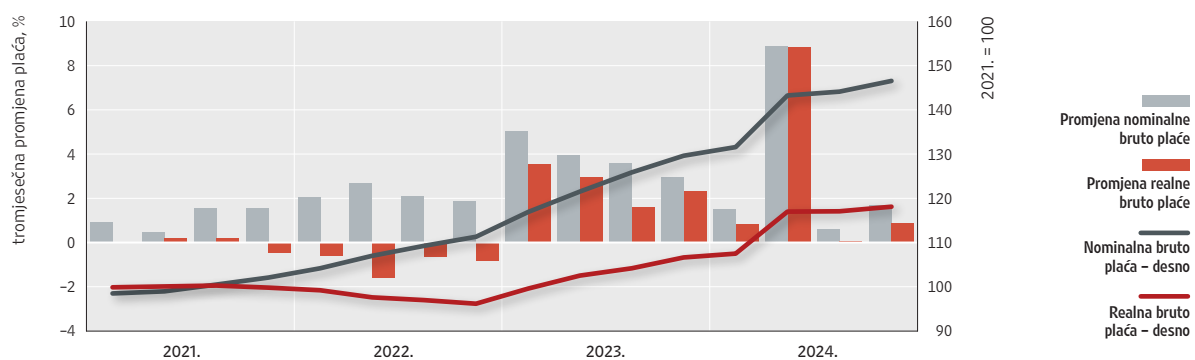
sezonski prilagođeni podaci



Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2024. godine odnose se na listopad.
IZVORI: DZS; HZZ; Eurostat; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.2.5. Prosječna nominalna i realna plaća

sezonski prilagođeni podaci



Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2024. godine odnose se na listopad.
IZVORI: DZS; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

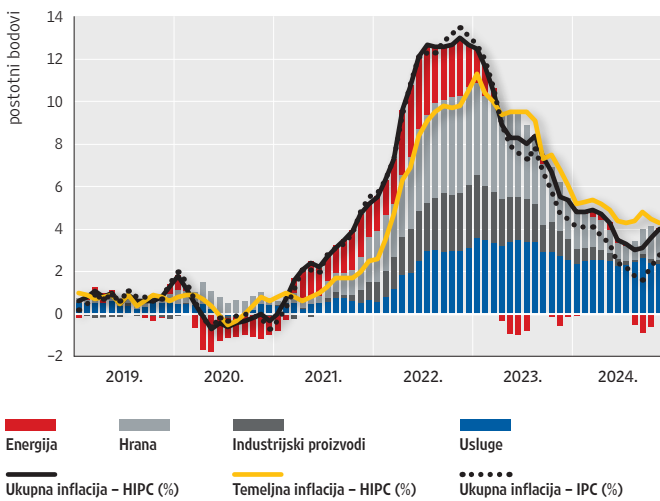
Nakon snažnog rasta u drugom tromjesečju, plaće su u trećem tromjesečju samo blago porasle, a njihov se rast ponovno ubrzao u listopadu. Kretanje nominalne bruto plaće i dalje je pod utjecajem izražene potražnje za radom u uvjetima niske nezaposlenosti. Nakon snažnog rasta plaća u drugom tromjesečju 2024. godine (8,9% u odnosu na prethodno tromjesečje), u trećem tromjesečju zabilježen je tek blagi rast od 0,6% (Slika 3.2.5.). Pritom je prosječna nominalna bruto

plaća u javnom sektoru ostala gotovo nepromijenjena (nakon snažnog rasta iz drugog tromjesečja), dok je u ostatku gospodarstva prosječna nominalna bruto plaća dodatno porasla, no znatno slabijim intenzitetom od 1,1% (u odnosu na 4,5% u drugom tromjesečju). Prema NKD-u u većini se djelatnosti rast plaća usporio, dok su se u IT sektoru i u djelatnostima usluživanja smještaja i hrane plaće smanjile. U listopadu se zamjetno ubrzao rast plaća u djelatnosti financija i trgovini, a ojačao je i rast plaća u industriji, dok su plaće u IT sektoru nadoknadile smanjenje iz prethodnog tromjesečja. Sveukupno se tako u ostatku gospodarstva ubrzao rast plaća (2,1%), što je uz gotovo nepromijenjene plaće u javnom sektoru rezultiralo ubrzanjem rasta prosječne nominalne bruto plaće na 1,7% (u odnosu na prosjek prethodna tri mjeseca). Realna prosječna bruto plaća u trećem tromjesečju 2024. ostala je nepromijenjena, nakon što je kontinuirano rasla od početka 2023. godine. U listopadu se pak ubrzao njezin rast na 0,9% u odnosu na prosjek prethodna tri mjeseca. Promatraju li se ostvarenja plaća u odnosu na isto razdoblje prošle godine, u trećem i na početku četvrtog tromjesečja usporile su se godišnje stope rasta, i to uglavnom zbog baznih učinaka znatnog rasta plaća u javnom sektoru sredinom 2023. godine, koji od srpnja više ne utječe na godišnju stopu rasta plaća. Tako je prosječna nominalna bruto plaća u trećem tromjesečju bila viša za 14,5%, a realna za 12,4%, dok su početkom četvrtog tromjesečja te stope iznosile 11,9% i 9,1%.

3.3. Cjenovna kretanja

Usporavanje inflacije potrošačkih cijena, koje je započelo još potkraj 2022., gotovo se neprekidno nastavilo i tijekom prvih osam mjeseci 2024. godine, nakon čega se u iduća tri mjeseca inflacija primjetno ubrzala, uglavnom pod utjecajem nepovoljnih baznih učinaka. Inflacija se tijekom 2023. više nego prepolačila (s 12,7% u prosincu 2022. na 5,4% u prosincu 2023., mjereno harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena – HIPC), a usporavanje inflacije slabijim se intenzitetom nastavilo i do kolovoza 2024., kada se ona spustila na 3%, što je bila najniža razina od kolovoza 2021. godine (**Slika 3.3.1.**). Na usporavanje inflacije djelovali su restriktivna monetarna politika i niži inflatorni pritisci na strani ponude u uvjetima popuštanja utjecaja prošlih inflatornih šokova i odsutnosti novih šokova na svjetskom tržištu, što se odrazilo na smanjenje cijena energenata i drugih sirovina te stabilizaciju globalnih opskrbnih lanaca. Ipak, zbog i dalje izraženih pritisaka vezanih uz robusnu realnu domaću aktivnost i tržište rada te unatoč relativno prigušenoj inozemnoj potražnji, inflacija se zadržala na povišenoj razini. Nepovoljni bazni učinci (ispadanje učinaka nižih od uobičajenih mjesečnih stopa promjene cijena svih glavnih komponenta inflacije potkraj 2023. na godišnju inflaciju potrošačkih cijena), povećanje administrativnih cijena struje, plina i toplinske energije kao i jačanje tekućih pritisaka kod inflacije cijena hrane djelovali su na ubrzavanje inflacije u razdoblju od rujna do studenoga, kada je inflacija iznosila 4,0%. Tijekom 2024. usporila se i inflacija mjerena nacionalnim indeksom potrošačkih cijena, koji ne obuhvaća potrošnju stranih gostiju i institucionalnih kućanstava (poput obrazovnih, zdravstvenih, vjerskih institucija i sl.), s 4,5% u prosincu 2023. na 2,8% u studenome (o razlikama između nacionalnog i harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena vidi više u Okviru 3. Zašto se povećala razlika između harmoniziranog i nacionalnog pokazatelja inflacije).

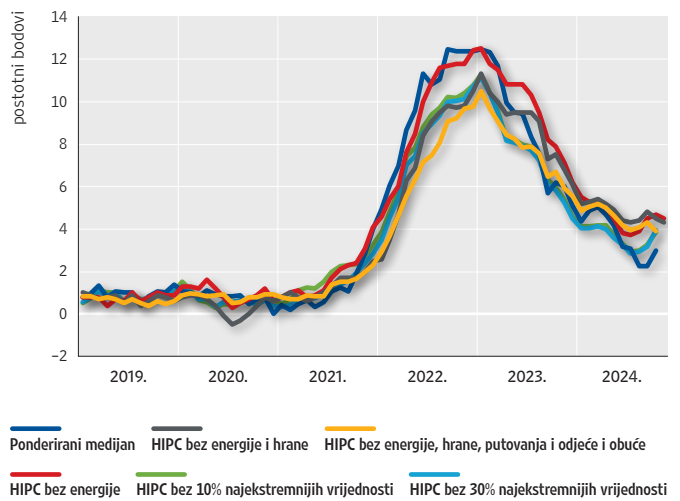
Slika 3.3.1. Pokazatelji inflacije u Hrvatskoj



Napomena: Temeljna inflacija mjerena je harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena, koji isključuje cijene energije, hrane, alkohola i duhana.

IZVORI: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

Slika 3.3.2. Pokazatelji temeljne inflacije u Hrvatskoj



Napomena: Srednja vrijednost bez najekstremnijih vrijednosti (engl. *trimmed mean*) isključuje 5% (15%) komponenata (od ukupno 87 komponenata) s najvećim i najmanjim godišnjim stopama promjene. Ponderirani medijan isključuje sve osim ponderirane srednje točke distribucije promjena cijena.

IZVORI: Eurostat; izračun HNB-a

Temeljna inflacija također se primjetno usporila u prvih jedanaest mjeseci 2024. godine, premda je i dalje povišena. Temeljna inflacija, koja isključuje cijene hrane i energije, usporila se sa 6,1% u prosincu 2023. na 4,3% u studenome 2024. godine. Pritom se usporavanje uglavnom ostvarilo u prvoj polovini godine, nakon čega se u idućih pet mjeseci kretala oko prosječnih 4,5%. Promatrano po komponentama temeljne inflacije, inflacija cijena industrijskih proizvoda nastavila se usporavati zahvaljujući nižim uvoznim inflatornim pritiscima i u studenome je iznosila 0,7%, čime se spustila ispod svojega pretpandemijskoga dugoročnog prosjeka. Nešto manje izraženo, usporavanju temeljne inflacije pridonijele su i usluge, čija se godišnja inflacija cijena smanjila s 8,1% u prosincu 2023. na 7,3% u studenome 2024. godine. Unatoč tome, usluge su i dalje glavna komponenta s najvećim pojedinačnim doprinosom ukupnoj inflaciji (2,3 od ukupno 4,0 postotna boda). Povišena i perzistentna inflacija cijena usluga rezultat je njihove veće osjetljivosti na porast nominalnih plaća u odnosu na ostale komponente kao i snažne domaće potražnje. S druge strane, inflacija cijena usluga zadržala se na povišenoj razini unatoč prigušenoj inozemnoj potražnji za uslugama (vidi više u Okviru 5. Cjenovna konkurentnost hrvatskoga turističkog sektora na tržištu Mediterana), osobito onima vezanima uz turizam. Alternativni pokazatelji temeljne inflacije, koji se katkad koriste kao nagovješćujući pokazatelj kretanja ukupne inflacije, također su se dodatno smanjili u prvih jedanaest mjeseci 2024. godine, uz recentni porast vrijednosti pojedinih pokazatelja, uglavnom zbog povećanja inflacije pojedinih komponenata hrane (Slika 3.3.2.). Takva kretanja odražavaju popuštanje glavnine inflatornih pritisaka, iako se u uvjetima još uvijek prisutnih pritisaka vezanih uz robusnu realnu domaću aktivnost i domaće tržište rada pokazatelji temeljne inflacije i dalje nalaze na povišenim razinama (Slika 3.3.3.).

Slika 3.3.3. Pokazatelji inozemnih i domaćih pritisaka na cijene

		2022.												2023.												2024.											
		V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	X.	XI.	XII.	I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	X.	XI.	XII.	I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	X.						
INOZEMNI INFLATORNI PRITISCI	Potražnja u europodručju	PMI EA Composite																																			
		ESI EA																																			
	Cijene energenata i sirovina na svjetskom tržištu	Sirova nafta Brent (USD/barel) ^a																																			
		Prirodni plin (EUR/MWh) ^a																																			
		Električna energija (EUR/MWh) ^a																																			
		DG Agri ^a																																			
Konkurentnost	Tečaj EUR/USD																																				
	Indeks pritisaka u globalnim lancima dobave (GSCPI)																																				
DOMAĆI INFLATORNI PRITISCI	Realna aktivnost i tržište rada	Trgovina na malo ^a																																			
		Stopa nezaposlenosti																																			
		Nominalne neto plaće ^a																																			
		Nedostatak radne snage																																			
		Industrijska proizvodnja ^a																																			
		Pouzdanje poduzeća u uslužnom sektoru																																			
	Troškovi	Proizvođačke cijene na domaćem tržištu ^a																																			
		Intermedijarni proizvodi ^a																																			
		Energija ^a																																			
		Kapitalni proizvodi ^a																																			
Trajni proizvodi za široku potrošnju ^a																																					
Netrajni proizvodi za široku potrošnju ^a																																					
Inflacijska očekivanja	Potrošači (12 mj. unaprijed)																																				
	Poduzeća – industrija (3 mj. unaprijed)																																				
	Poduzeća – usluge (3 mj. unaprijed)																																				

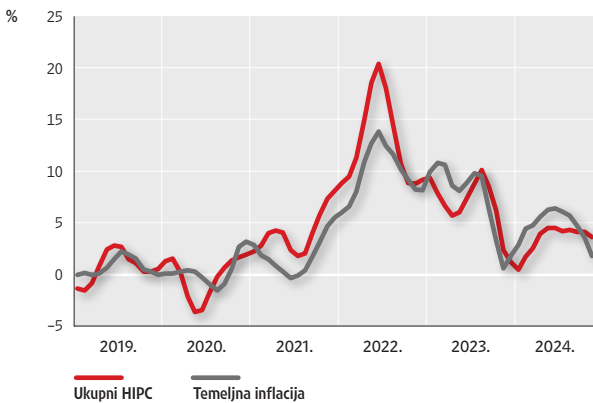
^a Godišnja stopa promjene

Napomena: Nedostatak radne snage omjer je stope slobodnih radnih mjesta i stope registrirane nezaposlenosti. Serije PMI EA Composite i ESI EA nakon standardiziranja korigirane su kako bi neutralna vrijednost bila prikazana bijelom bojom. Crvena (plava) boja označuje pozitivno (negativno) odstupanje vrijednosti u pojedinom mjesecu u odnosu na prosjek 2010. – 2023. (izražen brojem standardnih devijacija), pri čemu intenzitet nijanse boje upućuje na veličinu odstupanja naviše (naniže) u odnosu na prosjek.

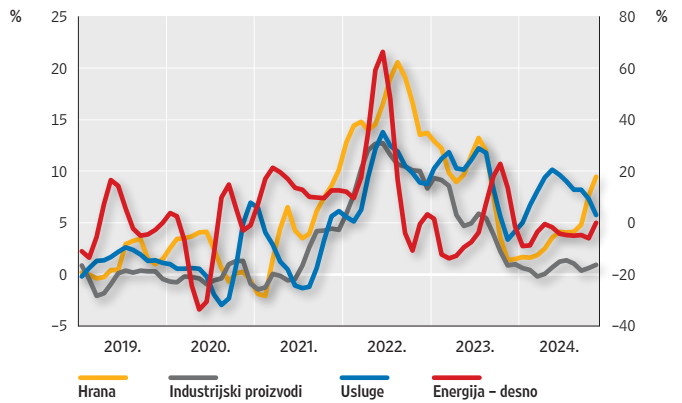
IZVORI: ESB; Eurostat; Bloomberg; NY Fed; HWWI; DZS; Ipsos

Nakon porasta u prvoj polovini godine, kratkoročni pokazatelji ukupne i temeljne inflacije u razdoblju od srpnja do studenoga primjetno su se smanjili. U prvoj polovini godine kratkoročni pokazatelji inflacije (tzv. zamasi odnosno tromjesečne stope promjene izračunate iz sezonski prilagođenih podataka i izražene na godišnjoj razini) primjetno su se povećali (Slika 3.3.4.) i uglavnom odražavaju povećanje zamaha inflacije cijena usluga i hrane (Slika 3.3.5.). Nakon toga zamasi ukupne i temeljne inflacije smanjili su se i uglavnom odražavaju smanjenje tekućih inflatornih pritisaka u komponenti usluga. Nasuprot tome, zamah inflacije cijena hrane nastavio se povećavati i u studenome je dosegnuo relativno visoku razinu, što upućuje na to da su tekući inflatorni pritisci trenutačno najizraženiji u komponenti hrane.

Slika 3.3.4. Momenti (zamasi) ukupne i temeljne inflacije



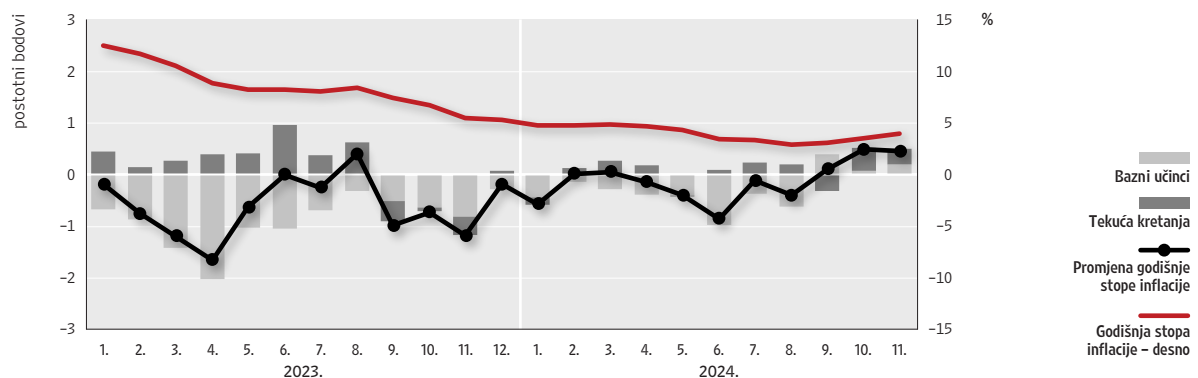
Slika 3.3.5. Momenti (zamasi) glavnih komponenata inflacije



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

Ubrzavanje godišnje stope inflacije u razdoblju od rujna do studenoga 2024. odražava nepovoljne bazne učinke i jačanje tekućih inflatornih pritisaka kod hrane i energije. Promjena godišnje stope inflacije od mjeseca do mjeseca ovisi o promjeni maloprodajnih cijena u odnosu na prošli mjesec (tj. tekućoj inflaciji) i o mjesečnoj stopi promjene cijena u istom mjesecu protekle godine (tzv. baznim učincima).¹⁵ Usporavanje godišnje stope inflacije tako je u prvih osam mjeseci uglavnom odražavalo povoljan učinak baznog razdoblja. Nakon toga, od rujna su bazni učinci postali nepovoljni i na inflaciju djeluju u suprotnom smjeru (Slika 3.3.6.). Osim toga, ojačali su tekući inflatorni pritisci u pojedinim komponentama inflacije. Pritom se izdvaja rast tekućih pritisaka u komponenti hrane, čija su se odstupanja od uobičajenih vrijednosti u proteklih nekoliko mjeseci primjetno povećala (Slika 3.3.7.). Osim toga, poskupljenje administrativno reguliranih cijena struje, plina i toplinske energije uz poskupljenje naftnih derivata djelovalo je na porast inflacije cijena energije.

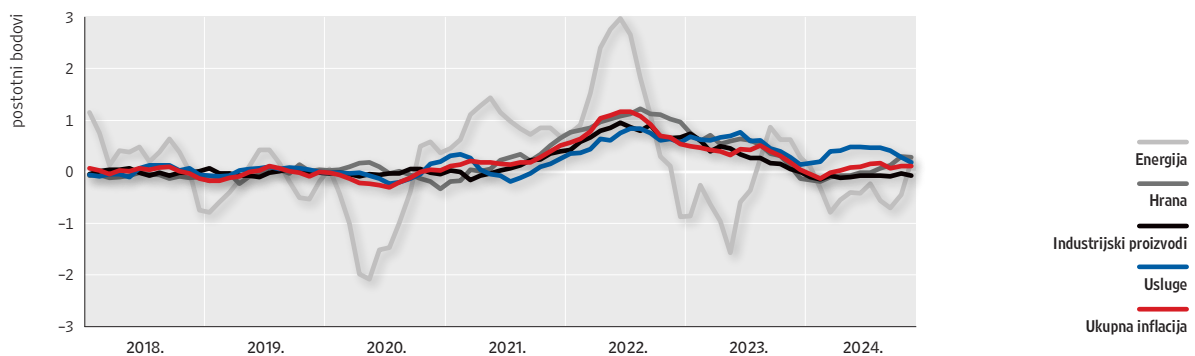
Slika 3.3.6. Doprinos baznih učinaka i tekućih kretanja promjeni godišnje inflacije



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

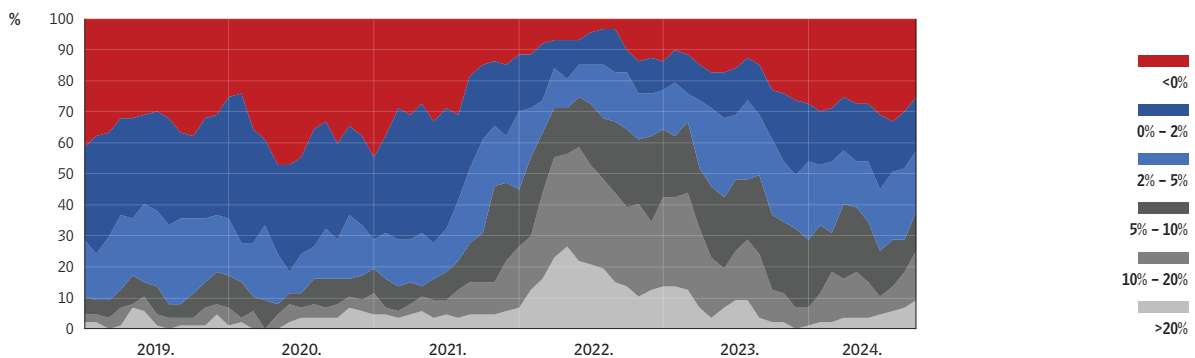
15 Za detaljnije pojašnjenje vidi HNBlog D. Kunovca i M. Luketine "Na putu prema dolje – uloga baznih učinaka u usporavanju potrošačke inflacije".

Slika 3.3.7. Odstupanja mjesečne stope promjene inflacije od uobičajenih kretanja



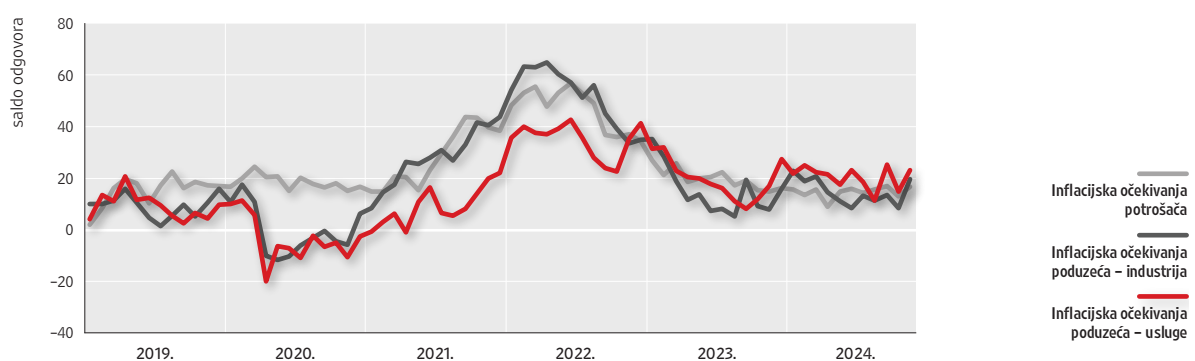
Napomena: Podaci se odnose na šestomjesečne prosjeke doprinosa neuobičajenih kretanja mjesečnoj stopi promjene.
IZVORI: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 3.3.8. Rasprostranjenost inflacije potrošačkih cijena



Napomena: Prikazan je udio broja proizvoda čije su se cijene promijenile u određenom rasponu u ukupnom broju proizvoda, a prema tromjesečnim pomičnim prosjecima godišnjih stopa promjene sezonski prilagođenih indeksa cijena 87 komponenata harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena.
IZVORI: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 3.3.9. Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća



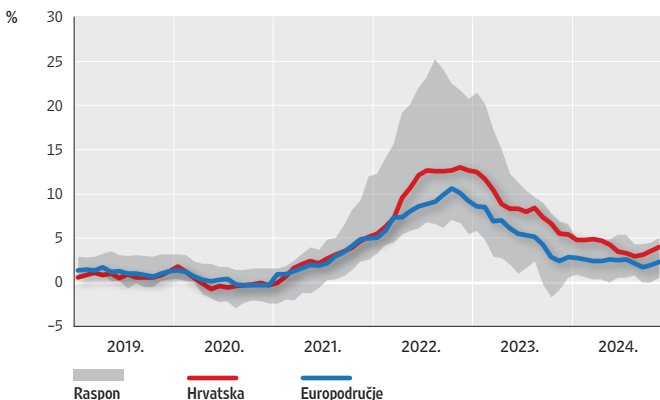
Napomena: Očekivanja potrošača odnose se na razdoblje od dvanaest mjeseci unaprijed, a poduzeća na tri mjeseca unaprijed.
IZVOR: Ipsos

Popuštanje inflatornih pritisaka očituje se i u manjoj rasprostranjenosti inflacije (Slika 3.3.8.), posebno u odnosu na 2022. i 2023. godinu. Ipak, u odnosu na pretpandemijsko razdoblje udio komponenata čija je analizirana sezonski prilagođena tromjesečna stopa promjene niža od 5% i dalje je primjetno manji. Nasuprot tome, kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća

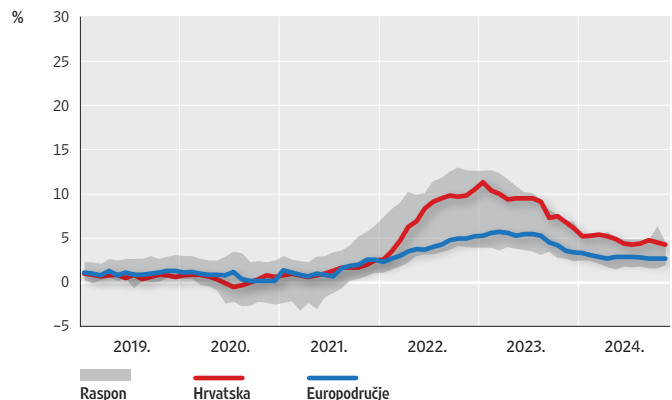
u industriji su u drugoj polovini 2024. bila blizu svoje pretpandemijske razine, dok su kratkoročna inflacijska očekivanja poduzeća u uslužnom sektoru i dalje primjetno iznad pretpandemijske razine (Slika 3.3.9.).

Inflacija u Hrvatskoj tijekom prvih jedanaest mjeseci 2024. usporila se više od inflacije u europodručju, zbog čega se inflacijski diferencijal primjetno smanjio. U studenome je inflacija u Hrvatskoj bila viša za 1,7 postotnih bodova u odnosu na prosjek europodručja, u usporedbi s razlikom od 2,5 postotnih bodova na kraju 2023. (Slika 3.3.10.). Smanjila se i razlika temeljne inflacije, koja je u studenome u Hrvatskoj bila viša za 1,6 postotnih bodova od prosjeka europodručja, u usporedbi s 2,7 postotnih bodova u prosincu 2023. (Slika 3.3.11.). Smanjenje inflacijskog diferencijala pritom je rezultat smanjenja razlike u doprinosima svih glavnih komponenata inflacije, osim hrane (Slika 3.3.12.). Višoj razini inflacije u Hrvatskoj od prosjeka europodručja pridonose, među ostalim, turistička potražnja praćena bržim rastom gospodarske aktivnosti i osobne potrošnje te brži rast troškova rada koji se posebice prelijeva na višu inflaciju cijena usluga. Također, višoj inflaciji pridonose i razlike u strukturi potrošačke košarice s većim udjelom hrane u uvjetima još uvijek relativno snažnog rasta cijena hrane.

Slika 3.3.10. Usklađenost ukupne inflacije u Hrvatskoj i europodručju

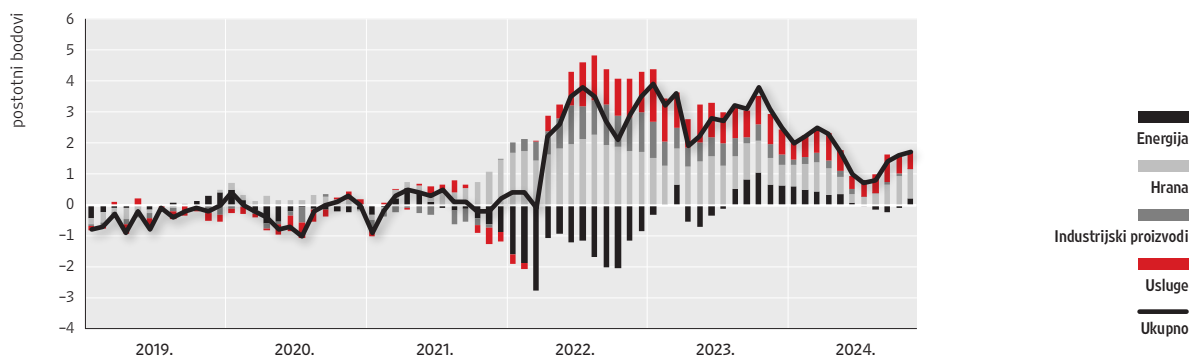


Slika 3.3.11. Usklađenost temeljne inflacije u Hrvatskoj i europodručju



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

Slika 3.3.12. Razlika između ukupne inflacije i doprinosa pojedinih komponenata inflaciji potrošačkih cijena u Hrvatskoj i na razini cijelog europodručja



IZVORI: Eurostat; izračun HNB-a

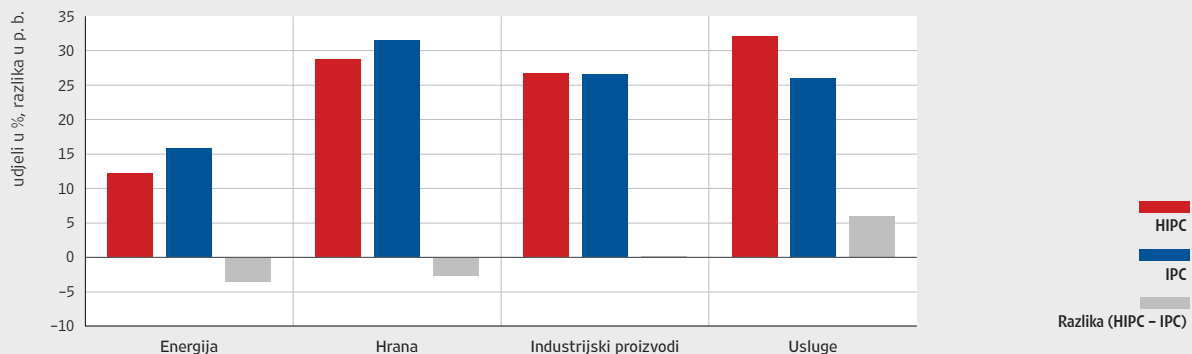
OKVIR 3.

Zašto se povećala razlika između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije?

Hrvatska narodna banka u svojim se analizama i projekcijama usredotočuje na harmonizirani pokazatelj inflacije, a nacionalni se pokazatelj i nadalje prati te se njime koristi za različite namjene u nacionalnim okvirima. Razlike između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije obično su relativno male, ali su se od sredine 2023. primjetno povećale te je u rujnu 2024. razlika između ta dva pokazatelja inflacije bila najviša dosad. Višoj inflaciji mjerenoj harmoniziranim u odnosu na onu mjerenu nacionalnim pokazateljem inflacije u najvećoj mjeri pridonosi snažan porast cijena usluga, i to ugostiteljskih i usluga smještaja, koje su znatno zastupljenije u potrošačkoj košarici korištenoj za izračun harmoniziranog pokazatelja zbog toga što ona obuhvaća i potrošnju stranih turista. S očekivanim usporavanjem inflacije cijena usluga može se očekivati i postupno smanjivanje razlike između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije.

Hrvatska narodna banka prebacila je uoči pristupanja europodručju fokus analiza i projekcija s nacionalnog indeksa potrošačkih cijena (IPC) na harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HIPC).¹⁶ HIPC je ključna stopa inflacije koju cilja Europska središnja banka i pomoću koje definira stabilnost cijena u europodručju, a rabi se i za usporedbu inflacije među članicama Europske unije. HNB-ove projekcije HIPC-a za Hrvatsku tako čine integralni element projekcija eurosustava za cjelokupno europodručje. S druge strane, IPC se i nadalje objavljuje i rabi za specifične namjene, kao što je indeksiranje mirovina i usklađivanje cijena pojedine robe i usluga, kao što su telekomunikacijske usluge, s godišnjom stopom inflacije. Također, HNB se i nadalje koristi IPC-om za deflacioniranje statističkih serija za koje je to opravdano, primjerice za izračun realnih plaća ili deflacioniranje pojedinih kategorija nacionalnih računa, kao što je raspoloživi dohodak kućanstava. Oba pokazatelja, HIPC i IPC, računaju se na osnovi iste košarice dobara i usluga, a metodologija njihova izračuna u velikoj se mjeri podudara jer DZS pri izračunu IPC-a prati Eurostatove smjernice za izradu HIPC-a. Glavna razlika odnosi se na različit obuhvat populacije pri izračunu strukture potrošačke košarice, odnosno udjela pojedinih komponenata. Tako IPC obuhvaća potrošnju domaćih privatnih kućanstava, a HIPC usto obuhvaća i potrošnju nerezidenata (uglavnom stranih turista) te potrošnju institucionalnih kućanstava (koja obuhvaćaju osobe o čijem smještaju i prehrani skrbi neka ustanova, poput umirovljeničkih domova i sl.). To rezultira različitim udjelima pojedinih komponenata u košarici za izračun ukupnog HIPC-a odnosno IPC-a, zbog čega se te dvije mjere inflacije povremeno razlikuju. Tako je udio usluga, na koje mnogo troše turisti, u potrošačkoj košarici za izračun HIPC-a načelno znatno viši u odnosu na IPC, dok je udio hrane i energije niži nego u IPC-u. Udio industrijskih proizvoda podjednak je u košaricama koje se rabe za izračun obaju indeksa (Slika 1.).

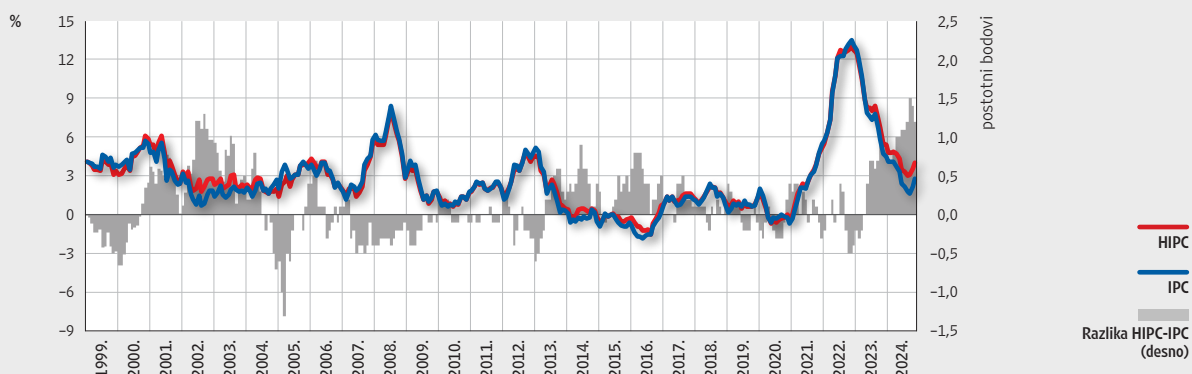
16 O metodološkim razlikama između izračuna harmoniziranoga i nacionalnog indeksa potrošačkih cijena u Hrvatskoj detaljnije pogledati u Okviru 2. Usporedba nacionalnoga i harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena, Makroekonomska kretanja i prognoze, br. 12, Hrvatska narodna banka, srpanj 2022.

Slika 1. Struktura košarice dobara i usluga u harmoniziranom i nacionalnom pokazatelju inflacije u 2024. godini

Napomena: Slika prikazuje udjele glavnih komponentata u ukupnom harmoniziranom i nacionalnom indeksu potrošačkih cijena. Hrana uključuje pića i duhan, a industrijski su proizvodi bez energije.

IZVORI: DZS; Eurostat; izračun HNB-a

Razlike između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije obično su relativno male, posebice promatraju li se ostvarenja na razini cijele godine, ali su se od sredine 2023. primjetno povećale. U razdoblju od siječnja 1999. do prosinca 2023. razlika između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja ukupne inflacije kretala se u rasponu između $-1,3$ i $+1,3$ postotna boda, pri čemu je prosječna (apsolutna) razlika iznosila $0,3$ postotna boda, s time da su najveće pozitivne razlike ostvarene u 2002. godini. U rujnu 2024. harmonizirani pokazatelj bio je veći od nacionalnog pokazatelja za $1,5$ postotnih bodova, što je bila najveća dosad zabilježena razlika (Slika 2.). Posljednji dostupni podaci pokazuju da se u studenome 2024. ta razlika blago smanjila (na $1,2$ postotna boda), pri čemu je inflacija iznosila $4,0\%$ promatra li se HIPC odnosno $2,8\%$ promatra li se IPC. Razlike između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije malo su manje promatraju li se podaci na razini cijele godine. Tako se u razdoblju od 1999. do 2023. razlika između prosječne godišnje stope inflacije mjerene harmoniziranim odnosno nacionalnim pokazateljem kretala u rasponu između $-0,3$ i $+0,8$ postotnih bodova, s malo većim brojem godina u kojima je harmonizirani pokazatelj nadmašio nacionalni pokazatelj. Pritom je prosječna (apsolutna) razlika između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije iznosila $0,2$ postotna boda.

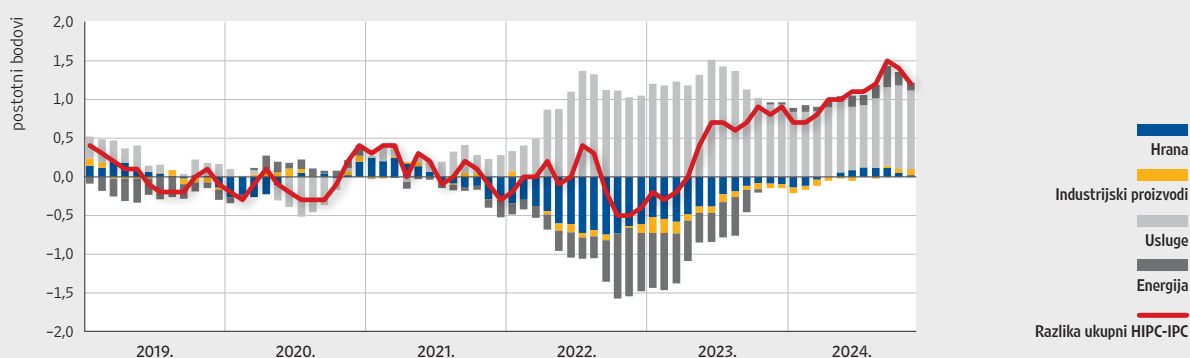
Slika 2. Godišnja stopa inflacije prema harmoniziranom i nacionalnom pokazatelju

Napomena: Posljednji podatak odnosi se na prvu procjenu inflacije u studenome 2024. godine.

IZVORI: DZS; Eurostat; izračun HNB-a

Neuobičajeno velika razlika između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja odražava veću važnost usluga u potrošačkoj košarici kojom se koristi za izračun HIPC-a, i to osobito usluga povezanih s turizmom (Slika 4.), kojima su cijene rasle znatno snažnije od ostalih komponenti košarice. Tako je udio usluga, a napose usluga smještaja i ugostiteljskih usluga, u ukupnom HIPC-u znatno viši nego u IPC-u, jer obuhvaća i potrošnju nerezidenata za spomenute usluge u Hrvatskoj. Stoga je u studenome 2024. inflacija cijena usluga prema harmoniziranom pokazatelju iznosila 7,3%, dok je prema nacionalnom pokazatelju bila osjetno niža (5,1%), pa je i doprinos cijena usluga ukupnoj inflaciji prema HIPC-u za cijeli postotni bod nadmašio njihov doprinos IPC-u (2,3 u odnosu na 1,3 postotna boda). Za razliku od usluga, doprinos cijena energije i industrijskih proizvoda HIPC-u u studenome 2024. bio je samo malo veći od doprinosa IPC-u, dok je doprinos cijena hrane bio podjednak (Slika 3.). Cijene usluga snažno rastu još od drugog tromjesečja 2022., u uvjetima oporavka domaće i inozemne potražnje za turističkim uslugama nakon ukidanja epidemioloških mjera i izraženog rasta plaća. Rastući doprinos usluga razlici između ukupnog HIPC-a i IPC-a do sredine je 2023. uvelike poništavao negativan doprinos energije i hrane, pa razlika između HIPC-a i IPC-a tek od lipnja 2023. počinje premašivati 0,5 postotnih bodova.

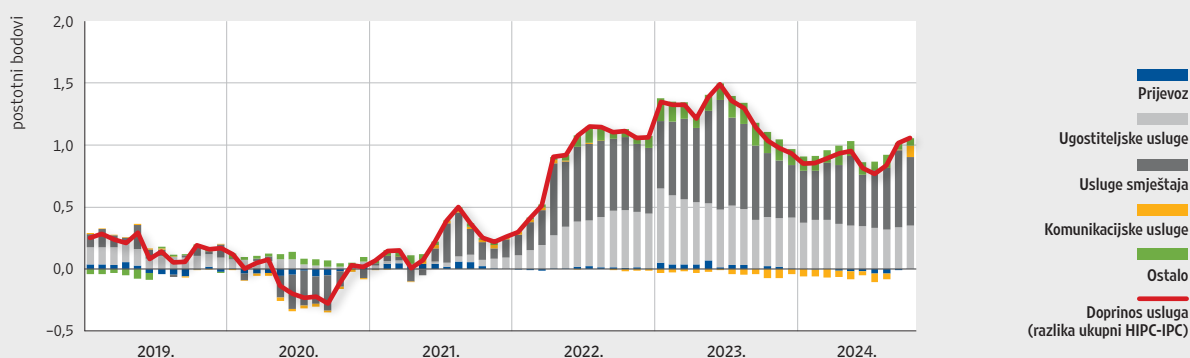
Slika 3. Razlika između doprinosa glavnih komponentata ukupnom HIPC-u i IPC-u



Napomena: Posljednji podatak odnosi se na prvu procjenu inflacije u studenome 2024. godine. Pozitivna (negativna) vrijednost označuje veći (manji) doprinos inflacije cijena određene komponente ukupnoj inflaciji mjerenoj HIPC-om u odnosu na inflaciju mjerenu IPC-om.

IZVORI: DZS; Eurostat; izračun HNB-a

Slika 4. Razlika između doprinosa glavnih potkomponentata usluga ukupnom HIPC-u i IPC-u

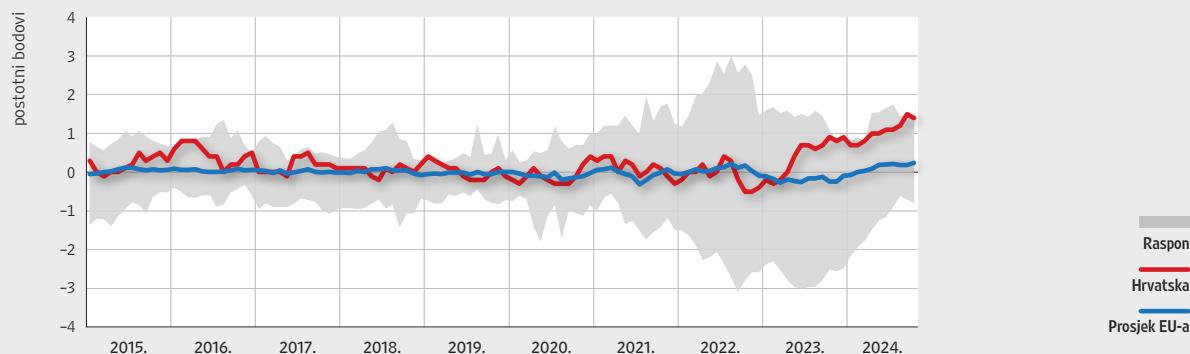


Napomena: Posljednji podatak odnosi se na listopad 2024. godine. Pozitivna (negativna) vrijednost označuje veći (manji) doprinos inflacije cijena određene potkomponente usluga ukupnoj inflaciji mjerenoj HIPC-om u odnosu na inflaciju mjerenu IPC-om.

IZVORI: DZS; Eurostat; izračun HNB-a

Naposljetku, razlike između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije uobičajene su i među drugim zemljama Europske unije (EU), pa u tom smislu Hrvatska nije iznimka. Osim (ne) uključivanja potrošnje nerezidenata i institucionalnih kućanstava, razlike između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije u znatnoj mjeri mogu proizaći i iz tretmana troškova povezanih sa stjecanjem i vlasništvom stambenih nekretnina. Tako harmonizirani pokazatelj inflacije još uvijek ne obuhvaća sve troškove stanovanja s kojima se kućanstva susreću, točnije ne obuhvaća sve troškove stambenih objekata u vlasništvu stanara (engl. *owner occupied housing, OOH*)¹⁷, dok su ti troškovi u pojedinim zemljama EU-a uključeni u nacionalni pokazatelj inflacije. U posljednje tri godine razlike između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije u većini su se članica EU-a povećale, pa je u pojedinim članicama EU-a ostvarena i viša razlika, pozitivna ili negativna, od trenutne u Hrvatskoj (**Slika 5.**). Popuštanje tekućih inflacijskih pritisaka u uslužnom sektoru i očekivano usporavanje inflacije cijena usluga trebalo bi ponovno približiti tu razliku u Hrvatskoj povijesnim prosjecima.

Slika 5. Razlika između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije



Napomena: Posljednji podatak odnosi se na listopad 2024. godine.

IZVORI: OECD i nacionalni statistički uredi (za nacionalne pokazatelje); Eurostat (za harmonizirane pokazatelje); izračun HNB-a

¹⁷ HIPC zasad obuhvaća izdatke vlasnika za održavanje i manje popravke te druge tekuće troškove (kao što su voda, struja, plin i osiguranje stana), a ne uključuje ni iznose koje su vlasnici platili za kupnju svoga stambenog prostora ni sve troškove vezane uz potrošnju stambenih usluga (primjerice, troškove većih radova ili imputiranu rentu, tj. procijenjenu najamninu koju bi vlasnik nekretnine plaćao kada bi unajmljivao vlastiti stambeni prostor). Detaljnije vidjeti u: Eiglsperger i dr. (2024.), *Owner-occupied housing and inflation measurement*, ECB Statistics Paper Series, No. 47, revised June 2024.

OKVIR 4.

Razine cijena i ulazak u europodručje: pouke iz analize cijena u maloprodajnom lancu

Kako se kretala razina cijena u Hrvatskoj u usporedbi s drugim europskim zemljama te je li ulazak Hrvatske u europodručje utjecao na relativnu razinu cijena, pitanja su koja zaokupljaju pozornost domaće stručne i šire javnosti. Cilj je ove analize pružiti nove uvide o toj temi usporedbom cijena više tisuća artikala iz asortimana DM-a (Drogerie Markt) u Hrvatskoj, Austriji, Italiji i Sloveniji, promatranih u tri vremenske točke: rujnu 2022., rujnu 2023. i listopadu 2024. Rezultati pokazuju da su razlike u cijenama identičnih proizvoda između DM trgovina u Hrvatskoj i inozemstvu sve manje, dok udio proizvoda s identičnim cijenama, premda još uvijek nizak, postupno raste. Primjerice, hrvatski je DM 2022. godine prosječno bio za 4,4% skuplji od austrijskog, dok je 2024. bio za 1,6% jeftiniji. Usporedba s talijanskim DM-om pokazuje da je hrvatski DM bio za 8,4% povoljniji 2022., dok je 2024. bio povoljniji za 7%. U odnosu na slovenski DM, 2022. hrvatski DM bio je za 4,3% jeftiniji, a 2024. za 2,4% jeftiniji. Ovo usklađivanje cijena nije specifično samo za Hrvatsku; slični trendovi primjetljivi su i među zemljama koje su bile dio europodručja tijekom cijeloga promatranog razdoblja, što upućuje na postojanje određenog pritiska na usklađivanje cijena unutar europodručja. Ipak, analiza ima svoja ograničenja. Zaključci se ne mogu generalizirati na cijelo gospodarstvo niti pružiti sveobuhvatan uvid u širu konvergenciju razina cijena tijekom ulaska Hrvatske u europodručje budući da je analiza fokusirana na uski dio potrošačke košarice, ograničena na određene zemlje i temelji se na podacima prikupljenima u tri vremenske točke. Buduće analize mogle bi uključiti širi spektar proizvoda i dodatne činitelje koji utječu na usklađivanje cijena, kako bi se dobila cjelovitija slika ovog procesa.

Usporedbe razine cijena u Hrvatskoj s drugim europskim zemljama sve su češće u javnosti, pogotovo nakon ulaska Hrvatske u europodručje, ponajviše zbog direktne usporedivosti cijena istih artikala. Hrvatska narodna banka sredinom studenoga 2024. objavila je analizu na HNBlogu "Jesu li cijene u Hrvatskoj zaista više nego u razvijenijim zemljama? Detaljniji pogled na cijene u maloprodajnom lancu"¹⁸, u kojoj se zaključuje kako su krajem listopada 2024. cijene istih proizvoda u DM-u u Hrvatskoj bile skuplje za 16% nego u Njemačkoj, no 7%, 1,6% i 2,4% jeftinije nego u Italiji, Austriji i Sloveniji. Ipak, spomenuta analiza obuhvaća usporedbu cijena u samo jednom trenutku u vremenu. Pitanje koje je ostalo neodgovoreno jest kako je ulazak Hrvatske u europodručje utjecao na kretanje razine cijena.

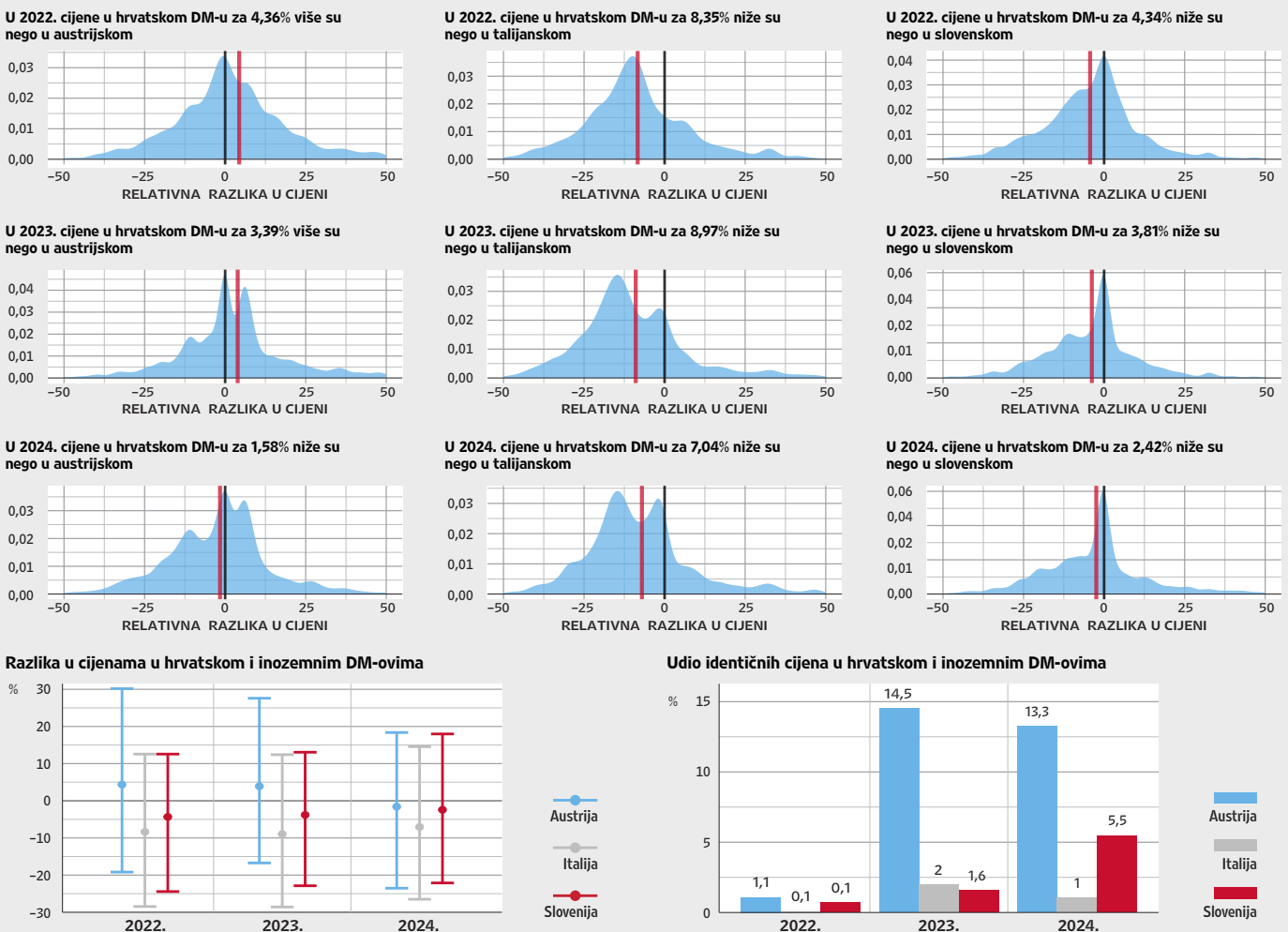
Ova analiza proširuje postojeću usporedbu cijena u DM-u tijekom tri godine. U tu su svrhu 26. rujna 2022., 29. rujna 2023. i 31. listopada 2024. prikupljene cijene svih artikala s internetskih prodavaonica DM-a u Hrvatskoj i drugim europskim zemljama. Kako se obuhvat zemalja mijenjao u vremenu, analiza se temelji na usporedbi cijena u hrvatskom, austrijskom, talijanskom i

18 Mužić, I. i Žilić, I. (2024.): Jesu li cijene u Hrvatskoj zaista više nego u razvijenijim zemljama? Detaljniji pogled na cijene u maloprodajnom lancu, HNBlog, Hrvatska narodna banka:

<https://www.hnb.hr/-/jesu-li-cijene-u-hrvatskoj-zaista-vise-nego-u-razvijenijim-zemljama-detaljniji-pogled-na-cijene-u-maloprodajnom-lancu>

slovenskom DM-u, za koje su podaci dostupni u sve tri godine. Cijene u njemačkom DM-u, koje su bile dio prethodne analize na HNB-ovu blogu, nisu dostupne za 2022. i 2023. godinu. Naime, HNB je u svrhu praćenja učinaka hrvatskog ulaska u europodručje na cjenovna kretanja počeo prikupljati cijene s internetskih prodavaonica sredinom 2022. godine. Prikupljane su cijene za Hrvatsku, ali i nekoliko europskih zemalja, kako bi se mogla usporediti eventualna različita dinamika promjene cijena. U originalni skup zemalja za koje su prikupljeni podaci nije bila uključena Njemačka, već je fokus bio na geografski bližim zemljama. Stoga Njemačka, čiji je DM u prosjeku 16% povoljniji od hrvatskog u 2024., nije uključena u ovu analizu. Budući da je dio asortimana identičan u svim zemljama, pomoću globalnog identifikatora proizvoda identificirani su artikli prisutni i u Hrvatskoj i na drugim tržištima te su njihove cijene uspoređene. Ukupan broj artikala iz DM-a u Hrvatskoj bio je 13.430 u 2022., 14.683 u 2023. i 15.560 u 2024. Najviše istih artikala pronađeno je u Sloveniji: 5350 u 2022., 5616 u 2023. i 6389 u 2024. U Austriji je upareno 4153 u 2022., 4464 u 2023. i 4801 u 2024., dok je u Italiji broj uparenih artikala bio 1300, 2984 i 3308. Ovaj rast broja uparenih artikala upućuje na usklađivanje ponude između zemalja.

Slika 1. Usporedba cijena istih proizvoda u DM-u u Hrvatskoj, Austriji, Italiji i Sloveniji u 2022., 2023. i 2024. godini

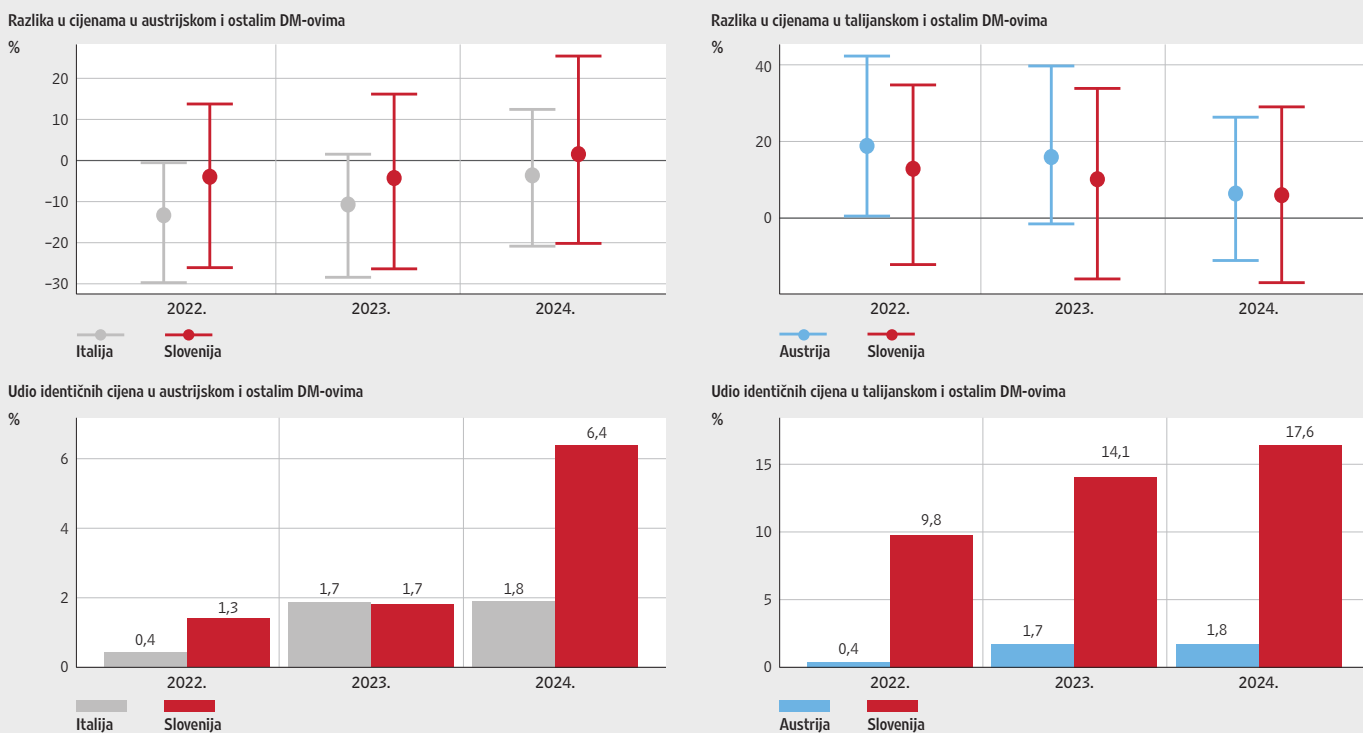


Napomena: Histogrami (prvih devet slika) prikazuju relativne razlike u cijeni za iste proizvode u hrvatskom DM-u u odnosu na DM prodavaonice u ostalim zemljama na dane 26. 9. 2022., 29. 9. 2023. i 31. 10. 2024. Prikazane su prosječne razlike (crvena linija) i nula (crna linija). Donji lijevi graf prikazuje prosječnu razliku između cijene istih proizvoda u hrvatskom i stranom DM-u (točke), kao i 10. i 90. percentil razlike (stupci), dok donji desni graf prikazuje udio artikala s identičnom cijenom u hrvatskom i stranom DM-u u ukupnom broju uparenih artikala.

IZVORI: DM; izračun HNB-a

Razlike u cijenama identičnih proizvoda između hrvatskih i stranih DM trgovina sve su manje, a udio proizvoda s identičnim cijenama, iako i dalje nizak, raste. U usporedbi sa stranim DM trgovinama, cijene u hrvatskom DM-u postaju ujednačenije. Primjerice, hrvatski je DM 2022. godine bio za 4,4% skuplji od austrijskog, dok je 2024. postao za 1,6% jeftiniji (Slika 1.). Sličan trend vrijedi i za usporedbe s talijanskim i slovenskim DM prodavaonicama. U 2022. hrvatski je DM bio za 8,4% povoljniji od talijanskog, dok je u 2024. povoljniji za 7%. U odnosu na slovenski DM, prosječni cjenovni diferencijal smanjio se s -4,3% u 2022. na -2,4% u 2024., što znači da je hrvatski DM postao relativno manje jeftin. Histogrami na Slici 4.1. pokazuju kako, unatoč značajnoj heterogenosti cijena istih proizvoda među zemljama, cjenovni diferencijal postaje sve koncentriraniji oko nule. To upućuje na rastuću ujednačenost cijena, čemu pridonosi i sve veći udio proizvoda u hrvatskom DM-u koji imaju identične cijene kao u stranim prodavaonicama (donji lijevi panel Slike 1.). Primjerice, u 2022. godini udio identičnih cijena iznosio je 1,1% u usporedbi s Austrijom, 0,1% u odnosu na Italiju i 0,7% u odnosu na Sloveniju. Već nakon godinu dana, nakon ulaska Hrvatske u europodručje, udio identičnih cijena znatno raste: u usporedbi s Austrijom doseže 14,5%, a u usporedbi s Italijom i Slovenijom raste na 2% i 1,6%.

Slika 2. Razlika cijena istih proizvoda u DM-u i udio identičnih cijena u Austriji, Italiji i Sloveniji u 2022., 2023. i 2024. godini



Napomena: Gornji paneli prikazuju prosječnu razliku između cijena istih proizvoda u austrijskom i talijanskom DM-u u usporedbi s ostalima (točke) kao i 10. i 90. percentil razlike (stupci), dok donji paneli prikazuju udio artikala s identičnom cijenom u austrijskom i talijanskom DM-u u usporedbi s ostalima. Prosječni cjenovni diferencijali Austrija – Italija i Italija – Austrija nisu identični zbog različite baze. Korišteni su podaci iz DM-a na dane 29. 9. 2022., 26. 9. 2023. i 31. 10. 2024.

IZVORI: DM; izračun HNB-a

Cijene istih proizvoda unutar zemalja koje su u europodručju također se usklađuju u promatranom razdoblju. Cijene istih artikala u austrijskom DM-u postaju sličnije onima u Italiji i Sloveniji (lijevi panel Slike 2.): austrijski DM postaje sve manje relativno jeftin u odnosu na talijanski i slovenski, a raste i udio identičnih cijena. Primjerice, udio proizvoda s istom cijenom u austrijskom

i slovenskom DM-u narastao je s 1,3% u 2022. na 6,4% u 2024. Istodobno, talijanski DM postaje sve manje relativno skup u odnosu na austrijski i slovenski (desni panel **Slike 2.**), dok udio identičnih cijena također raste. Primjerice, udio proizvoda s istom cijenom u talijanskom i slovenskom DM-u narastao je s 9,8% u 2022. na 17,6% u 2024. Ovo usklađivanje cijena istih proizvoda unutar europodručja već je poznato u literaturi. Iako cijene istih proizvoda nisu identične među zemljama (primjerice, Gopinath et al. (2005.)¹⁹ te Messner et al. (2024.)²⁰) i takozvani zakon jedne cijene (engl. *law of one price*) često ne vrijedi, korištenje zajedničke valute stvara pritisak na usklađivanje cijena istih proizvoda. Cavallo et al. (2014.)²¹ analizirali su cijene više od 10 tisuća proizvoda Applea, Ikee, Zare i H&M-a koji su se prodavali u više desetaka zemalja te su zaključili kako su cijene istih proizvoda među zemljama europodručja u načelu ujednačenije nego među zemljama s različitim valutama. Također, Cavallo et al. (2015.)²² analizirali su učinak ulaska Letonije u europodručje 2014. na usklađenost cijena istih artikala. Uspoređivanjem cijena iz Zare u Letoniji i Njemačkoj utvrdili su kako je udio identičnih cijena između te dvije zemlje porastao sa 6% prije ulaska na 89% nakon ulaska Letonije u europodručje.

Rezultati provedene analize u konačnici pokazuju da se razlike u cijenama između hrvatskih i stranih DM trgovina smanjuju, a udio proizvoda s identičnim cijenama raste, iako je i dalje relativno nizak. Cijene u hrvatskom i u DM-u u drugim zemljama postaju sve više ujednačene. Nakon ulaska Hrvatske u europodručje rastao je udio proizvoda s identičnim cijenama. Trend usklađivanja cijena i asortimana vidljiv je i među zemljama u kojima se već koristi euro, što upućuje na to kako unutar europodručja postoji pritisak na ujednačavanje cijena istih proizvoda. Provedena analiza, iako informativna, nije reprezentativna, stoga se njezini rezultati ne smiju poopćavati na ukupno gospodarstvo. Rezultati analize kretanja cjenovnih razlika nisu reprezentativni jer uspoređivani su samo proizvodi u jednom stranom maloprodajnom lancu, iz relativno uskog segmenta potrošnje koji se uglavnom odnosi na kozmetičke i higijenske potrepštine, koje čine razmjerno malen dio ukupne potrošačke košarice (ispod 5%). Također, cijene su uspoređene u samo tri točke u vremenu pa pojave poput vremenski ograničenih popusta mogu prouzročiti odstupanja glavnih nalaza. Za potpuniju dokumentaciju utjecaja ulaska u europodručje na usklađenost razine cijena bilo bi potrebno uključiti i ostale činitelje koji potencijalno utječu na cjenovnu konvergenciju.

19 Gopinath, G., Gourinchas, P. O., Hsieh, C. T. i Li, N. (2011.): International prices, costs, and markup differences, *American Economic Review*, 101(6), 2450 – 2486

20 Messner, T., Rumler, F. i Strasser, G. (2024.): Cross-country price dispersion: Retail network or national border? *Journal of International Economics*, 152, 103996

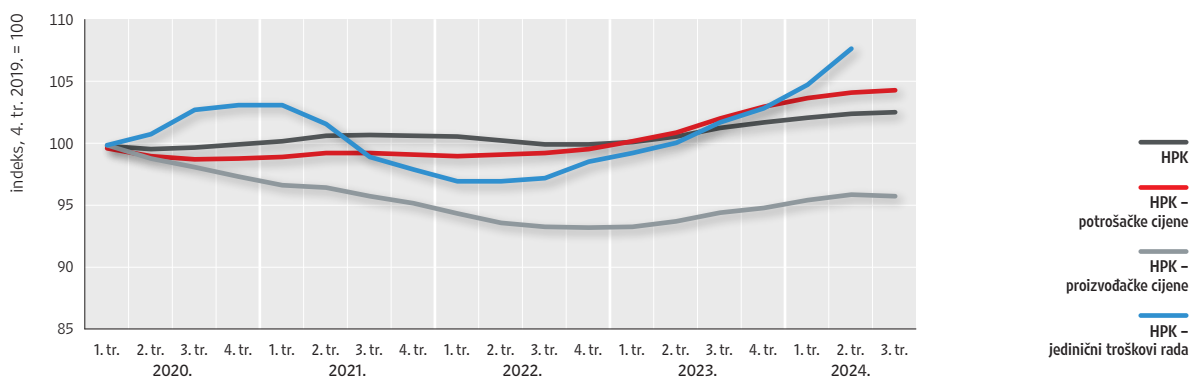
21 Cavallo, A., Neiman, B. i Rigobon, R. (2014.): Currency unions, product introductions, and the real exchange rate, *The Quarterly Journal of Economics*, 129(2), 529 – 595

22 Cavallo, A., Neiman, B. i Rigobon, R. (2015.): The Price Impact of Joining a Currency Union: Evidence from Latvia, *IMF Economic Review*, 63(2), 281 – 297

3.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom

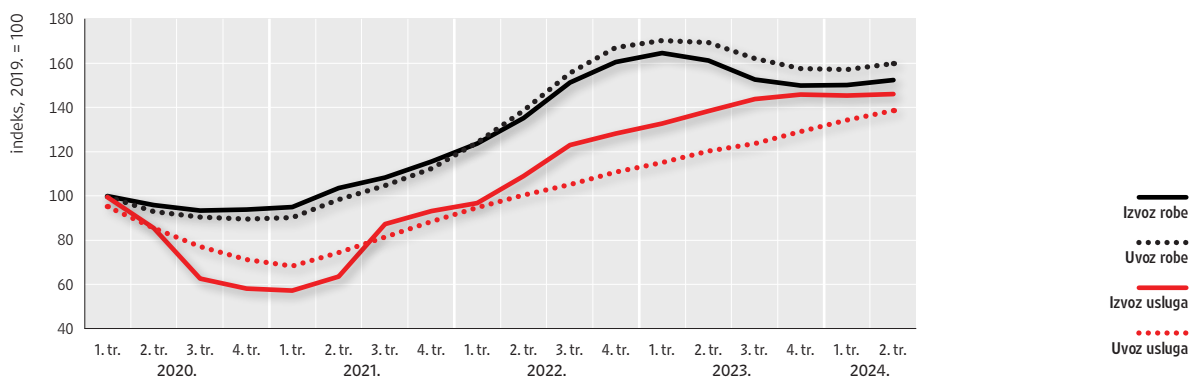
Harmonizirani pokazatelji konkurentnosti koji prate promjene cjenovne i troškovne konkurentnosti u odnosu na glavne konkurente na međunarodnom tržištu upućuju na nastavak pogoršavanja konkurentnosti hrvatskoga gospodarstva u 2024. godini. Ipak, razni pokazatelji upućuju na znatne razlike u intenzitetu pogoršavanja konkurentnosti (Slika 3.4.1.). Tako troškovna konkurentnost hrvatskoga gospodarstva, mjerena relativnim jediničnim troškovima rada (HPK-ULC) u odnosu na trgovinske partnere, bilježi izrazito nepovoljna kretanja još od sredine 2022., a koja su se dodatno intenzivirala u prvoj polovini tekuće godine zbog relativno bržeg rasta plaća. Osim troškovne konkurentnosti, cjenovna konkurentnost također bilježi pogoršanje tijekom 2024. Pritom se pokazatelj deflacioniran relativnim potrošačkim cijenama (HPK-CPI) pogoršao znatno više nego pokazatelj deflacioniran proizvođačkim cijenama (HPK-PPI) koji se stabilizirao ispod pretpandemijskih razina.

Slika 3.4.1. Harmonizirani pokazatelji konkurentnosti



Napomena: Porast pokazatelja predstavlja aprecijaciju. Serije su prikazane kao pomični prosjek četiriju tromjesečja.
IZVOR: HNB

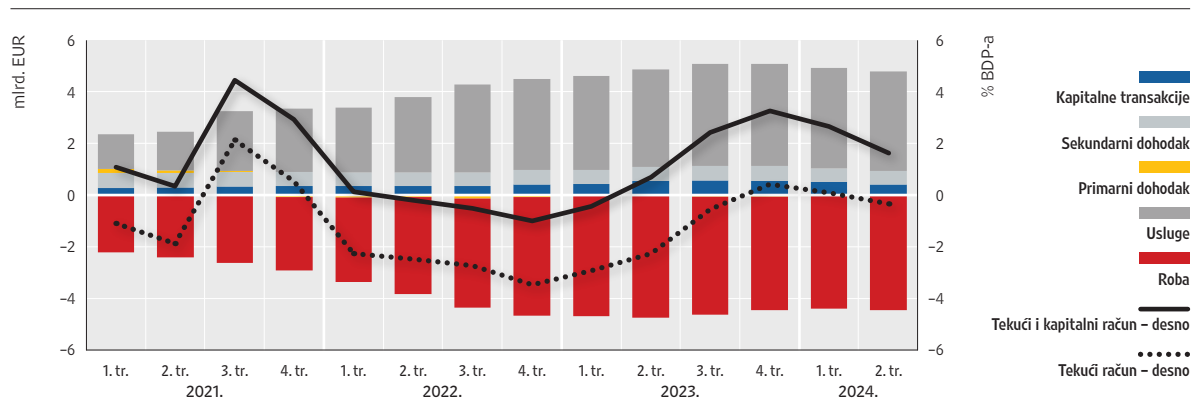
Slika 3.4.2. Izvoz i uvoz robe i usluga



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

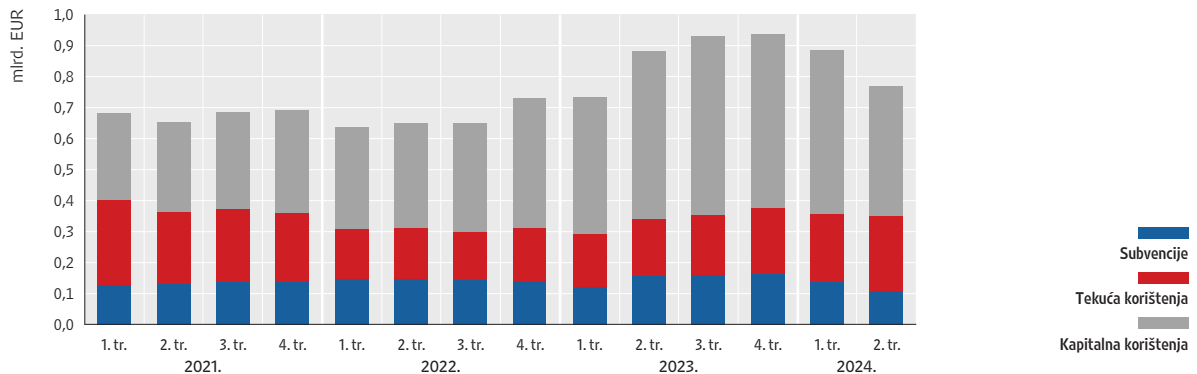
Nastavak pogoršavanja konkurentnosti domaćega gospodarstva odražava se i na razmjeni s inozemstvom, i to osobito u segmentu usluga. Godišnji je rast robnog izvoza, prema podacima platne bilance, u prvih šest mjeseci 2024. iznosio 3,3%, a robni uvoz porastao je tek neznatno manje od toga (2,8%). Robni izvoz i uvoz povećavali su se usporedno unatoč vrlo snažnoj domaćoj i prigušenoj inozemnoj potražnji pa bi Hrvatska kao i lani i ove godine mogla održati stabilan tržišni udio u svjetskom robnom izvozu. Pritom je manjak robne razmjene, s obzirom na veći iznos uvoza, produbljen za 2,3%. Dok je proteklih godina poboljšanje salda izvoza usluga uvelike nadomještalo pogoršanje robnog salda, pozitivan se saldo u razmjeni usluga posljednjih nekoliko tromjesečja smanjivao (Slika 3.4.2.). Prema dostupnim podacima platne bilance u prvih šest mjeseci 2024. izvoz usluga stagnirao, a uvoz usluga porastao je za 16,2%, što je rezultiralo primjetnim pogoršanjem salda usluga. Velika razlika između stopa rasta i uvoza usluga djelomično se može objasniti divergentnim kretanjima snažne domaće i relativno prigušene inozemne potražnje. Ipak, stagnantna kretanja izvoza usluga uglavnom odražavaju ostvarenja u turizmu, u kojemu je nakon više godina snažnog rasta zabilježen tek neznatan porast nominalnih prihoda od potrošnje stranih turista, na što je, osim slabije inozemne potražnje, znatno utjecao i gubitak cjenovne konkurentnosti (detaljnije o tome vidi u Okviru 5. Cjenovna konkurentnost hrvatskoga turističkog sektora na tržištu Mediterana).

Slika 3.4.3. Platna bilanca



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

Slika 3.4.4. Korištenje fondova EU-a



Napomena: Serije su prikazane kao pomični prosjek četiriju tromjesečja.
 IZVOR: Ministarstvo financija

Opisana kretanja u razmjeni robe i usluga bila su glavni činitelj pogoršanja ukupnog salda tekućega i kapitalnog računa platne bilance u prvoj polovini 2024. Promotri li se zbroj posljednjih četiriju tromjesečja, do kraja lipnja 2024. zabilježen je ukupan višak od 1,3 mlrd. EUR ili 1,6% BDP-a, što je za 1,2 mlrd. EUR ili 1,6 postotnih bodova manje nego u cijeloj 2023. godini (Slika 3.4.3.). Osim razmjene robe i usluga, nepovoljnim je kretanjima znatno pridonijelo i cikličko smanjenje korištenja sredstava iz fondova EU-a. U prvoj polovini 2024. krajnjim korisnicima alocirano je 0,7 mlrd. EUR manje nego u istom razdoblju prethodne godine, što ne iznenađuje s obzirom na to da je 2023. godina označila vrhunac i završno razdoblje simultanoga korištenja sredstava iz višegodišnje financijske perspektive (za razdoblje od 2014. do 2020. godine) i Europskog fonda solidarnosti. Iako kapitalna korištenja i dalje dominiraju ukupnim isplata, njihov je udio primjetno smanjen u odnosu na 2023. kada su sredstva iz Europskog fonda solidarnosti bila usmjerena u kapitalne investicije vezane uz obnovu potresom pogođenih područja u Hrvatskoj (Slika 3.4.4.). U skladu sa smanjenjem viška na tekućem i kapitalnom računu, na financijskom je računu platne bilance Hrvatske do kraja lipnja 2024. zabilježen neto odljev kapitala od 2,6 mlrd. EUR, što je za 1,2 mlrd. EUR manje u odnosu na cijelu 2023. godinu.

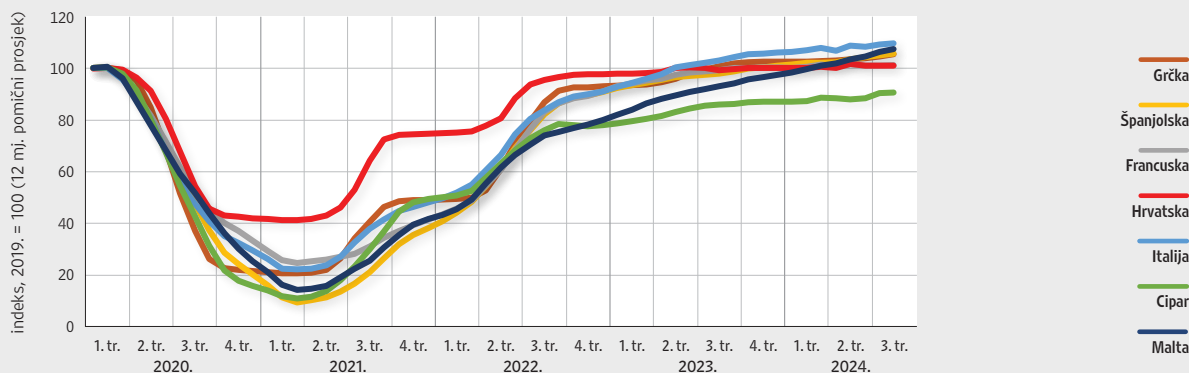
OKVIR 5.

Cjenovna konkurentnost hrvatskoga turističkog sektora na tržištu Mediterana

Relativno blago smanjenje turističkih prihoda u pandemiji i njihov snažan porast nakon pandemije među ključnim su odrednicama brzine oporavka domaćega gospodarstva. No, ove su godine na vrhuncu sezone fizički pokazatelji turističkog prometa u Hrvatskoj počeli zaostajati za kretanjima u drugim mediteranskim zemljama, a ujedno su zabilježeni i relativno slabi financijski rezultati. Pritom su osjetno porasle cijena smještaja i ugostiteljskih usluga u uvjetima rasta troškova rada, dok je proizvodnost u tim djelatnostima vrlo slabo porasla u odnosu na konkurentske zemlje. Nastavi li se cjenovna konkurentnost pogoršavati, to bi moglo ograničiti budući doprinos turizma gospodarskom rastu i vanjskotrgovinskoj bilanci Hrvatske.

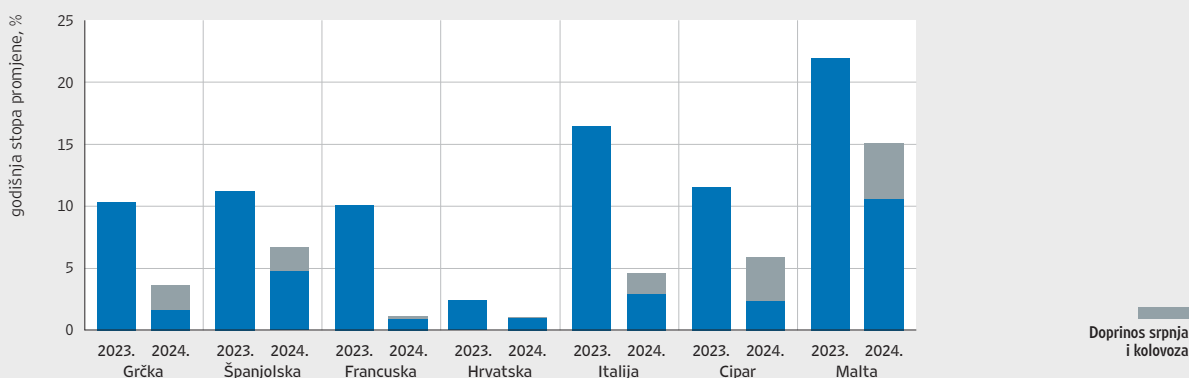
U protekloj je ljetnoj turističkoj sezoni u Hrvatskoj, prvi put nakon pandemije, zabilježen godišnji pad noćenja stranih gostiju. Nakon vrlo dobre predsezone, u glavnoj se sezoni (treće tromjesečje 2024.) broj noćenja stranih gostiju smanjio za 0,6% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, a izgledno je i da je zabilježen blagi pad prihoda u ljetnim mjesecima. Pritom se primjetno smanjio broj noćenja gostiju iz nekih važnih emitivnih tržišta, poput Njemačke i Italije. To je djelomično povezano s izraženim potrošačkim pesimizmom u uvjetima povećane neizvjesnosti na tim tržištima te održavanjem Europskoga nogometnog prvenstva i Olimpijskih igara, koje su dio gostiju preusmjerile u druge destinacije. No, istodobno su snažno porasle i cijene turističkih usluga u Hrvatskoj, što je dio gostiju također moglo odvratiti od posjeta Hrvatskoj.

Slika 1. Noćenja stranih gostiju u odabranim zemljama



Napomena: Podaci zaključno s kolovozom 2024.

IZVOR: Eurostat

Slika 2. Godišnja stopa promjene broja noćenja stranih gostiju

Napomena: Podaci zaključno s kolovozom 2024.

IZVOR: Eurostat

Dok je udio Hrvatske na turističkom tržištu Mediterana proteklih nekoliko godina znatno premašivao pretpandemijsku razinu, ove se godine smanjio ispod te razine. Naime, u skupini usporedivih mediteranskih zemalja, smanjenje fizičkih pokazatelja turizma tijekom pandemije bilo je najmanje izraženo upravo u Hrvatskoj, a isto tako i oporavak je bio znatno brži nego u drugim zemljama (**Slika 1.**). Stoga se i tržišni udio Hrvatske u pandemijskom razdoblju snažno povećao kao odraz blažih pandemijskih mjera, izražene sezonalnosti, strukture smještaja i činjenice da je Hrvatska za mnoge turiste odredište koje je dostupno automobilom²³. No, proteklu je godinu dana obilježila stagnacija fizičkih pokazatelja, dok je istodobno većina drugih mediteranskih zemalja ostvarila nastavak rasta noćenja stranih gostiju, premda uz vidljivo usporavanje (**Slika 2.**). Uz Hrvatsku jedino je Francuska zabilježila stagnaciju noćenja u ljetnim mjesecima, unatoč održavanju Olimpijskih igara. S druge strane, relativno snažnim rastom noćenja ove godine istaknule su se Malta i Cipar, koje su kasno dosegnule ili tek dostižu pretpandemijske razine. Posljedično se udio Hrvatske na turističkom tržištu Mediterana spustio blago ispod pretpandemijske razine od oko 9% (**Slika 3.**). Istodobno je, među mediteranskim zemljama, Italija blago povećala svoj tržišni udio u odnosu na razdoblje prije pandemije, dok ga je Francuska neznatno smanjila (**Slika 4.**).

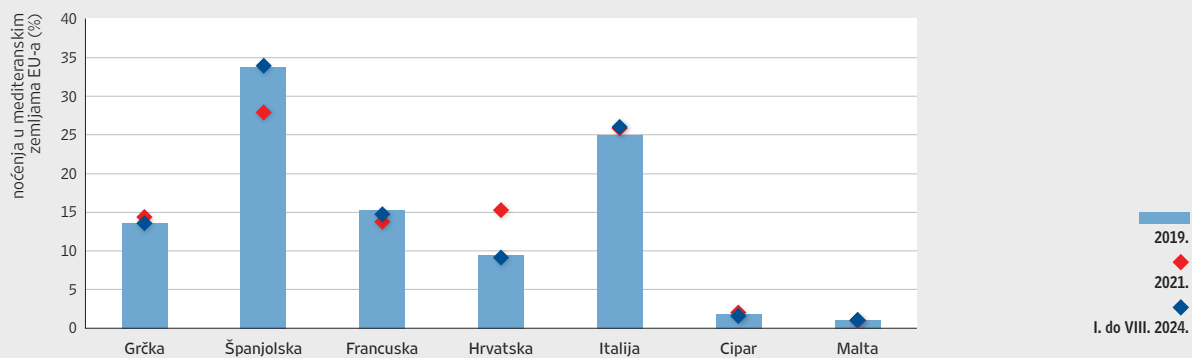
²³ Više u Okviru 4. "Što se krije iza iznenađujućeg oporavka hrvatskog turizma?", Makroekonomska kretanja i prognoze, br. 11, prosinac 2022., Hrvatska narodna banka

Slika 3. Udio Hrvatske na turističkom tržištu Mediterana



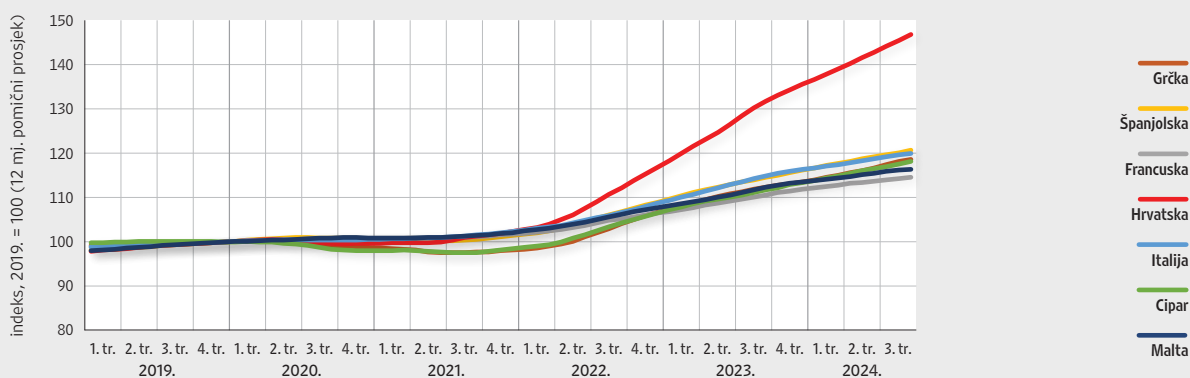
Napomena: Isprekidana linija označuje prosječni udio u razdoblju od 2017. do 2019. Podaci zaključno s kolovozom 2024.
IZVOR: Eurostat

Slika 4. Udjeli odabranih zemalja na turističkom tržištu Mediterana

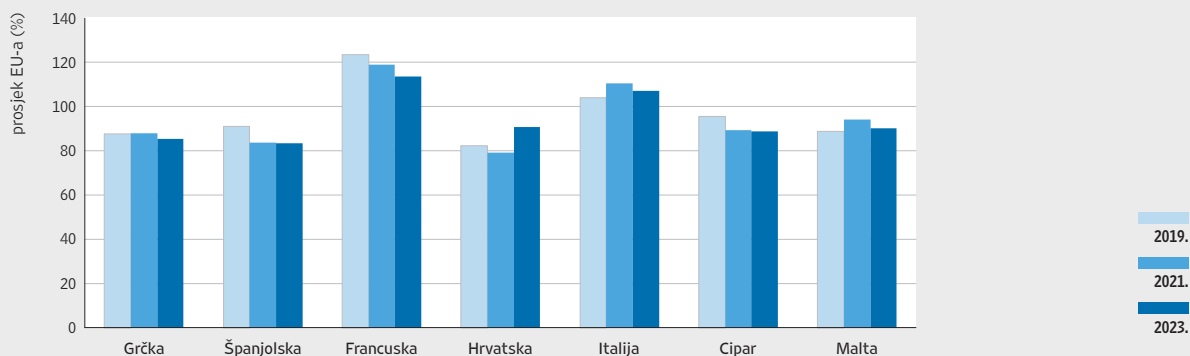


IZVOR: Eurostat

Stagnacija broja noćenja stranih gostiju u Hrvatskoj tijekom protekle turističke sezone odvijala se u okružju vrlo snažnog rasta cijena usluga povezanih s turizmom. Iako Hrvatska u posljednje dvije godine prednjači i malo višom inflacijom cijena drugih dobara i usluga u odnosu na mediteranske zemlje, razlika u stopi inflacije najizraženija je upravo kod cijena turističkih usluga. Tako je kumulativni rast cijena povezanih s turizmom (restorani i hoteli) u Hrvatskoj od početka 2022. do kraja rujna 2024. godine iznosio gotovo 50%, dvostruko više nego u većini drugih zemalja, pri čemu su podjednako snažno rasle cijene smještaja i cijene ugostiteljskih usluga (Slika 5.). Malo snažnijim rastom cijena smještaja uz Hrvatsku se ističu još Italija i Španjolska (oko 30%), pri čemu se, za razliku od Hrvatske, rast cijena smještaja u tim zemljama vidljivo usporio u posljednjih nekoliko tromjesečja. Slično se može reći i za ugostiteljske usluge, gdje Hrvatska kumulativnim rastom cijena od oko 45% također vidno nadmašuje usporedive zemlje. Osim Hrvatske, rastom cijena ugostiteljskih usluga izdvaja se još jedino Malta. Posljedično je razina cijena usluga povezanih s turizmom u Hrvatskoj znatno porasla te se približila prosjeku zemalja članica EU-a, pri čemu je premašila razinu cijena u Španjolskoj i Grčkoj te se izjednačila s Maltom i Ciprom (Slika 6.).

Slika 5. Kretanje cijena usluga povezanih s turizmom

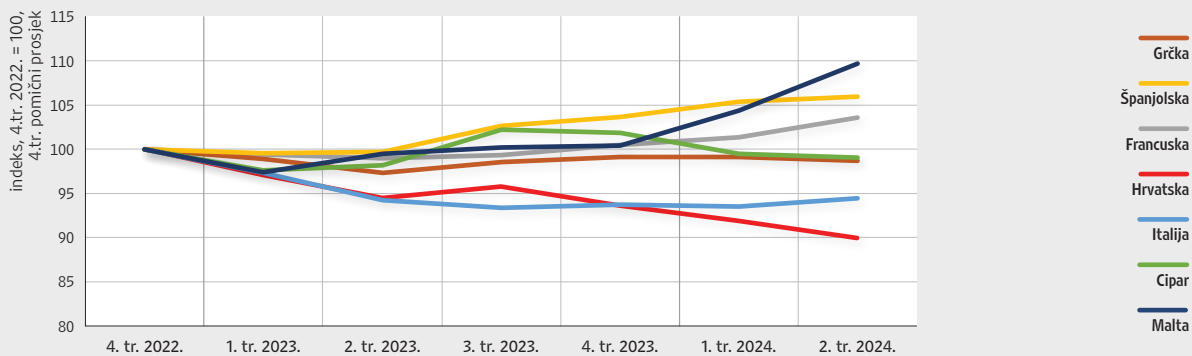
Napomena: Podaci se odnose na cijene u hotelima i restoranima. Podaci zaključno s rujnom 2024.
IZVOR: Eurostat

Slika 6. Razina cijena usluga povezanih s turizmom

Napomena: Podaci se odnose na cijene u hotelima i restoranima.
IZVOR: Eurostat

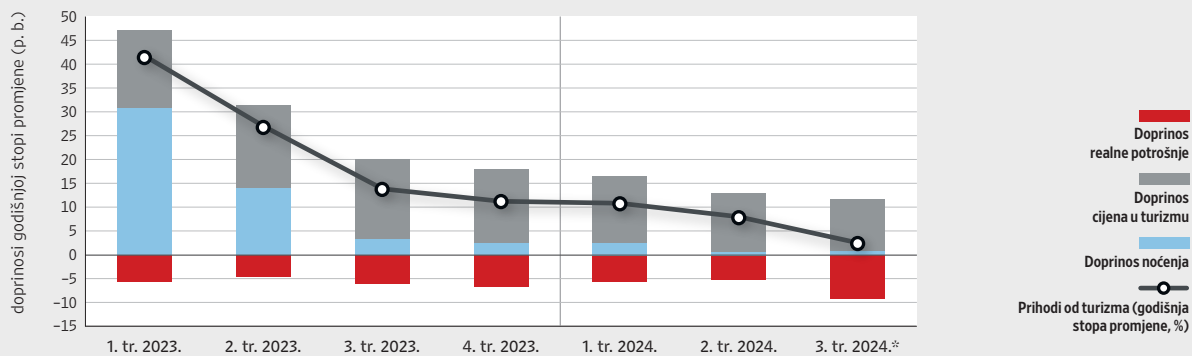
U takvim okolnostima potrošnja stranih gostiju u Hrvatskoj već drugu godinu zaredom bilježi pad, što nije slučaj u većini drugih destinacija na Mediteranu (**Slika 7.**). U protekle je dvije godine realna potrošnja po noćenju stranih gostiju u Hrvatskoj sveukupno smanjena za oko 10%, a pad realne potrošnje, i to znatno blaži, zabilježen je još jedino u Italiji. U drugim je zemljama realna potrošnja po noćenju stranih gostiju stagnirala ili čak vidno porasla (Malta, Španjolska i Francuska). Smanjenje realne potrošnje poništilo je pozitivan cjenovni učinak i pridonijelo usporavanju rasta nominalnih prihoda od turizma u Hrvatskoj (**Slika 8.**). Daljnje pogoršavanje cjenovne konkurentnosti hrvatskog turizma moglo bi rezultirati dodatnim padom prosječne potrošnje stranih gostiju i/ili smanjenjem njihovih dolazaka, a to bi moglo imati zamjetan utjecaj na buduće prihode od turizma i rezultirati daljnjim padom tržišnog udjela.

Slika 7. Realna potrošnja po noćenju



Napomena: Realna potrošnja po noćenju izračunata je kao omjer prihoda od turizma iz platne bilance i noćenja stranih gostiju, a deflacinirana je cijenama usluga hotela i restorana.
IZVOR: Eurostat

Slika 8. Prihodi od turizma u Hrvatskoj



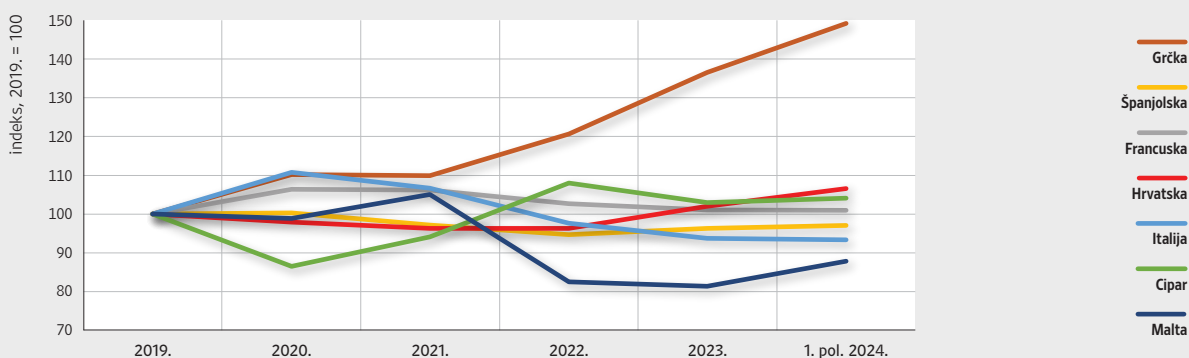
* Preliminarna procjena HNB-a

Napomena: Realna potrošnja po noćenju izračunata je kao omjer prihoda od turizma iz platne bilance i noćenja stranih gostiju, a deflacinirana je cijenama usluga hotela i restorana. Podaci su prikazani kao pomični prosjek četiriju tromjesečja.

IZVOR: Eurostat

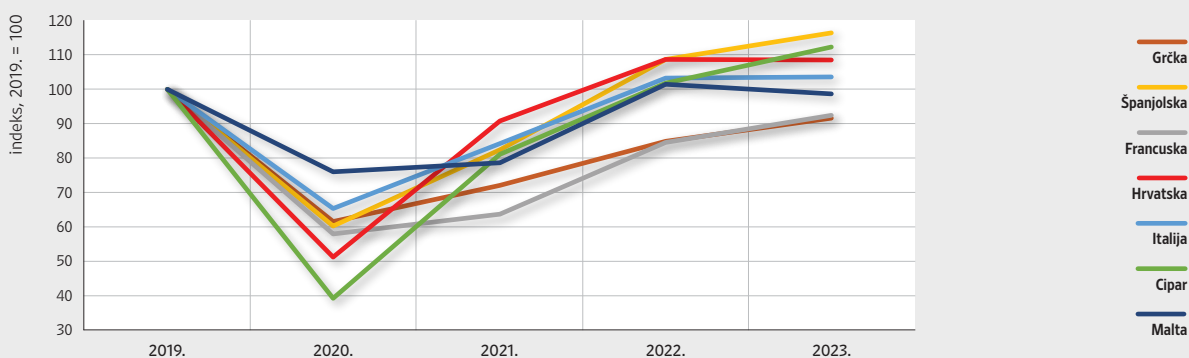
Za razliku od pokazatelja cjenovne konkurentnosti, pokazatelji troškovne konkurentnosti ne upućuju na vidljivo pogoršanje konkurentnog položaja hrvatskog turizma u usporedbi s drugim europskim mediteranskim zemljama. Naime, iako se Hrvatska, uz Grčku, istaknula zamjetnim rastom (nominalnih i realnih) plaća u djelatnostima povezanim s turizmom u posljednje dvije godine (Slika 9.), taj je rast popraćen primjetnim povećanjem proizvodnosti rada (Slika 10.). Uz rast nominalnih plaća, koji od početka 2022. ima dvoznamenkaste stope, realne plaće u djelatnostima pružanja usluga smještaja te pripreme i usluživanja hrane i pića u Hrvatskoj do kraja 2023. premašivale su pretpandemijsku razinu za oko 3%, a još toliko porasle su i tijekom prve polovine 2024. godine. Istodobno je realna proizvodnost rada po zaposlenom u tim djelatnostima na kraju 2023. bila za 8% veća u odnosu na pretpandemijsko razdoblje, što je najveći rast proizvodnosti nakon Španjolske i Cipra. Realna proizvodnost rada u djelatnostima povezanim s turizmom u Francuskoj i Grčkoj i nadalje se nalazi ispod pretpandemijskih razina.

Slika 9. Realne plaće u djelatnostima povezanim s turizmom



Napomena: Realne plaće u djelatnostima pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane i pića deflacinirane su ukupnim HICP-om. Podaci jesu godišnji prosjek.
IZVOR: Eurostat

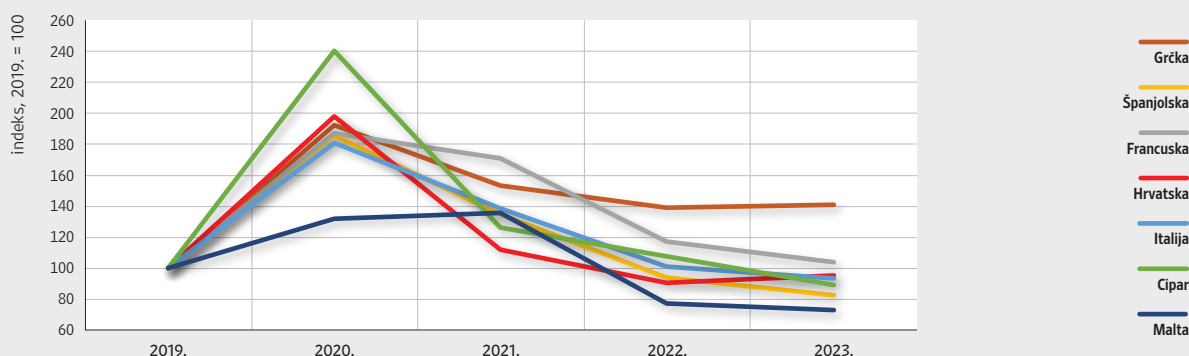
Slika 10. Proizvodnost rada u djelatnostima povezanim s turizmom



Napomena: realna proizvodnost rada po zaposlenom u djelatnostima pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane i pića
IZVOR: Eurostat

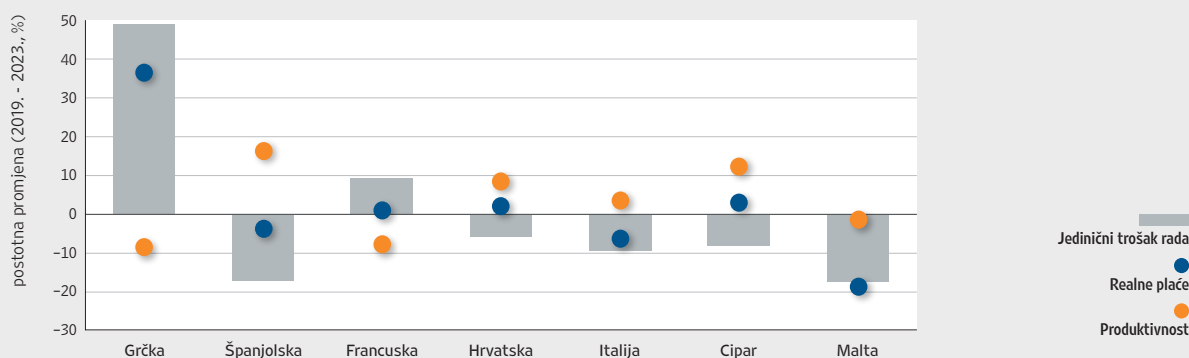
Jedinični troškovi rada u djelatnostima pružanja usluga smještaja te pripreme hrane i pića u Hrvatskoj, nakon snažnog rasta povezanog s padom proizvodnosti u jeku pandemijske krize 2020. godine, u sljedećim su se godinama smanjivali da bi se do 2022. godini spustili malo ispod pret pandemijskih razina (Slika 11.), upućujući na blago poboljšanje troškovne konkurentnosti. Iako se jedinični troškovi rada još uvijek nalaze ispod pret pandemijske razine, primjetno je da se u 2023. počeo smanjivati pozitivan jaz između rasta proizvodnosti i realnih plaća, a nastavak takvih trendova mogao bi dovesti do pogoršanja troškovne konkurentnosti domaćega turističkog sektora. Usporedbe radi, među zemljama Mediterana najizraženije poboljšanje troškovne konkurentnosti bilježi Malta, i to zahvaljujući snažnom padu realnih plaća, a svoju su troškovnu konkurentnost zamjetno poboljšali i Španjolska te Cipar, najviše zahvaljujući rastu realne proizvodnosti. Suprotno tome, rast jediničnih troškova rada bio je vrlo izražen u Grčkoj, gdje je uz izrazit rast nominalnih i realnih plaća istodobno zabilježen i pad proizvodnosti rada (Slika 12.). Divergentna kretanja između pokazatelja cjenovne i troškovne konkurentnosti djelatnosti pružanja smještaja i ugostiteljstva, odnosno znatno snažniji rast cijena turističkih usluga od rasta jediničnih troškova rada, navode na zaključak kako inflacijski pritisci u ovim djelatnostima tijekom 2022. i 2023. godine nisu proizlazili iz rasta jediničnih troškova rada, već odražavaju rast drugih troškova poslovanja, poput troškova energenata i drugih inputa, ili rast profitnih marži.

Slika 11. Jedinični troškovi rada u djelatnostima povezanim s turizmom



Napomena: Jedinični troškovi rada odnose se na djelatnost pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane i pića.
IZVOR: Eurostat

Slika 12. Troškovna konkurentnost djelatnosti povezanih s turizmom

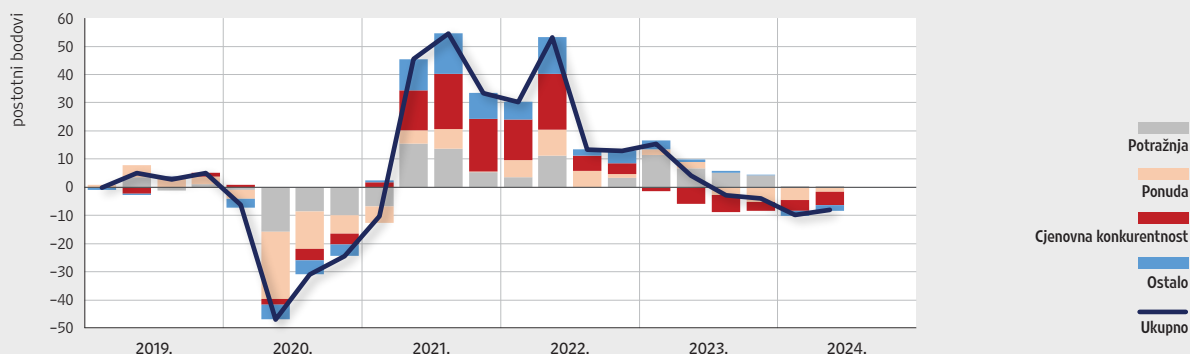


Napomena: Pokazatelji se odnose na djelatnost pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane i pića. Rast (pad) jediničnih troškova rada upućuje na pogoršanje (poboljšanje) troškovne konkurentnosti.
IZVOR: Eurostat

Ekonometrijska analiza utjecaja različitih šokova potvrđuje važnost pada cjenovne konkurentnosti za slabljenje realnog izvoza usluga. Kako bi se bolje razumjeli čimbenici koji utječu na kretanje realnog izvoza usluga u Hrvatskoj, koji se dominantno generira kroz turizam, provedena je analiza zasnovana na modelu strukturne vektorske autoregresije (engl. *structural vector autoregressive model*, SVAR). Rezultati dekompozicije povijesnih šokova prikazani na **Slici 13.** potvrđuju da je tijekom i neposredno nakon pandemije šok ponude koji je nastao zbog ograničenja nametnutih epidemiološkim mjerama u zemlji i inozemstvu, a koji djelomično odražava i učinke slabljenja potražnje u takvim uvjetima, bio najvažnija odrednica kretanja realnog izvoza usluga Hrvatske. Snažna postpandemijska potražnja za turističkim uslugama, potaknuta akumuliranom štednjom i promjenom preferencija potrošača, podupirala je rast hrvatskog izvoza usluga sve do kraja 2023., kada taj pozitivan učinak počinje slabjeti u uvjetima povećane neizvjesnosti i smanjene sklonosti potrošnji stranih gostiju. Istodobno, cjenovna konkurentnost koja je pružala pozitivan doprinos sve do kraja 2022. godine postaje glavni ograničavajući čimbenik rasta izvoza usluga nakon naglog rasta relativnih cijena usluga u Hrvatskoj u odnosu na druge mediteranske destinacije. Također, pozitivan doprinos ostalih čimbenika, koji se mogu povezati sa strukturnim prednostima hrvatskog turizma poput

geografske blizine emitivnim tržištima, a koji su bili osobito važni u pandemijskom razdoblju, iščezava u posljednje dvije godine. Ovi trendovi upućuju na to da normalizacija globalnih turističkih tokova sve manje ide u prilog Hrvatskoj kao turističkom odredištu te naglašavaju potrebu očuvanja cjenovne konkurentnosti turističkog sektora kao bitnog preduvjeta rasta prihoda od turizma i njihova doprinosa gospodarskom rastu i vanjskotrgovinskoj bilanci.

Slika 13. Povijesna dekompozicija promjene hrvatskog izvoza usluga



Napomena: Model SVAR zasniva se na tromjesečnim podacima za razdoblje od prvog tromjesečja 1999. do drugog tromjesečja 2024. godine koji uključuje sljedeće varijable: realni izvoz usluga Hrvatske, realni uvoz usluga europodručja, relativne cijene turističkih usluga (usluge smještaja i ugostiteljske usluge) u Hrvatskoj i europodručju te pokazatelj poremećaja u globalnoj trgovini (GSCPI indeks) kao proxy varijabla za pandemijska ograničenja. Pretpostavljena ograničenja na predznak jesu sljedeća: šok potražnje implicira veći hrvatski izvoz usluga (+), veći uvoz usluga europodručja (+) i porast relativnih cijena turističkih usluga u Hrvatskoj (+) i postojanje trgovinskih poremećaja (+); šok ponude implicira manji izvoz usluga Hrvatske (-), manji uvoz usluga europodručja (-), rast relativnih cijena turističkih usluga u Hrvatskoj u odnosu na europodručje (+) i postojanje pandemijskih ograničenja (+); šok cjenovne konkurentnosti implicira pad relativnih cijena turističkih usluga u Hrvatskoj u odnosu na europodručje (-) i veći izvoz usluga Hrvatske (+). Rezultati pokazuju doprinose pojedinih šokova godišnjoj stopi promjene realnog izvoza usluga Hrvatske.

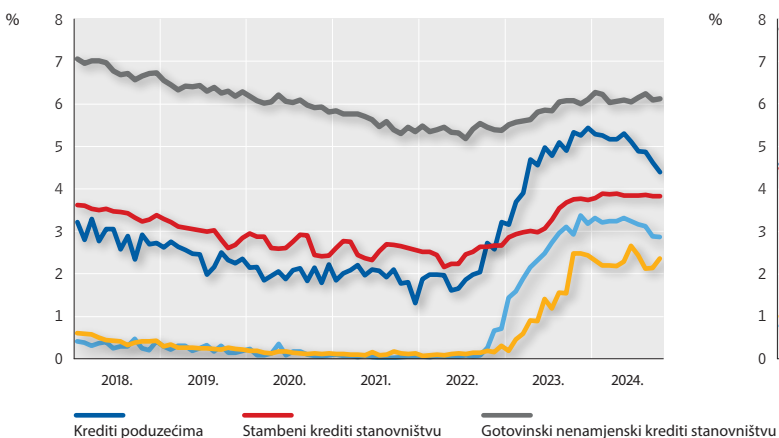
IZVOR: Eurostat; ESB; izračun HNB-a

3.5. Bankovni sustav

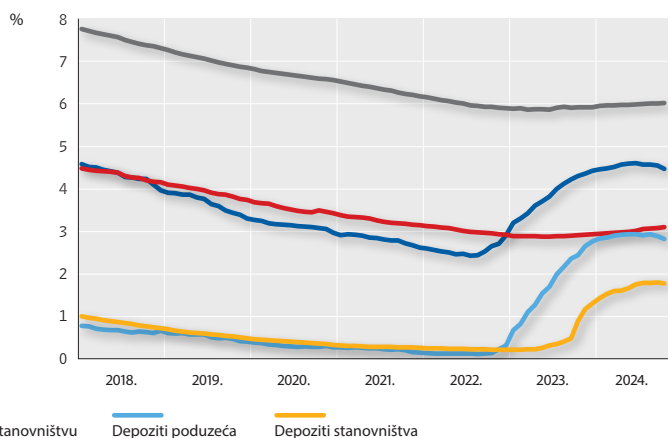
Ublažavanje restriktivnosti monetarne politike ESB-a tijekom druge polovine godine odražava se na povoljnije uvjete financiranja poduzeća, dok je u istom razdoblju trošak zaduživanja stanovništva ostao gotovo nepromijenjen. Prosječna kamatna stopa na novoodobrene kredite nefinancijskim poduzećima u listopadu 2024. iznosila je 4,4%, što je za 71 bazni bod manje u odnosu na lipanj 2024. (Slika 3.5.1.). Budući da je oko 60% novih kredita poduzećima odobreno uz EURIBOR kao referentni parametar, smanjenje kamatnih stopa na novoodobrene kredite poduzećima zrcali i pad EURIBOR-a. S druge strane, prosječna kamatna stopa na novoodobrene gotovinske nenamjenske kredite stanovništvu povećala se u listopadu za 7 baznih bodova (6,1%) u odnosu na lipanj, dok su kamatne stope na stambene kredite ostale na razinama zabilježenima početkom godine (3,8%). Povećanju kamatnih stopa ili njihovu zadržavanju na dosegnutim razinama zasigurno pridonosi nastavak snažnog rasta kreditiranja stanovništva koji se odvija uz pretežno duge ročnosti i fiksne kamatne stope, čime su takvi krediti manje osjetljivi na promjene tržišnih uvjeta u usporedbi s kreditima kraće ročnosti.

Kamatne stope na oročene depozite poduzeća smanjile su se u drugoj polovini ove godine, dok su one za stanovništvo oscilirale oko razina iz prve polovine godine. Nakon znatnijeg povećanja krajem 2023. i u lipnju 2024., prosječne kamatne stope na novougovorene oročene depozite stanovništva u drugoj su se polovini godine smanjivale sve do listopada, kada je zabilježen porast. Taj je porast posljedica viših kamatnih stopa koje su ponudile pojedine kreditne institucije kao i većih iznosa sredstava čije je oročavanje završeno u listopadu ove godine. Unatoč tom povećanju, prosječne su kamatne stope na nova oročenja stanovništva u listopadu bile niže u usporedbi s lipnjem za 29 baznih bodova i iznosile su 2,4%. Kamatne stope na oročene depozite poduzeća od lipnja do listopada smanjile su se za 37 baznih bodova na razinu od 2,9%.

Slika 3.5.1. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite i oročene depozite poduzeća i stanovništva



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



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

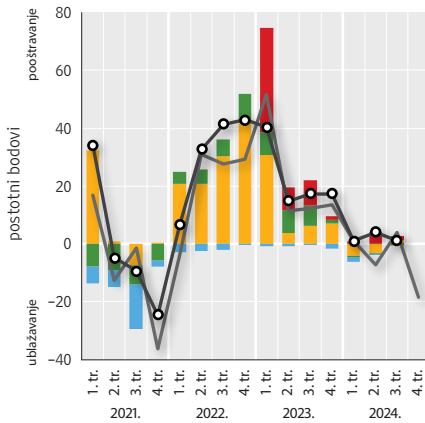
IZVOR: HNB

Kamatne stope na postojeće kredite poduzećima također su se smanjile, dok su na postojeće kredite stanovništvu blago porasle (Slika 3.5.2). Nakon dvogodišnjega kontinuiranog porasta kamatne stope na postojeće kredite poduzećima dosegnule su svoj vrhunac u lipnju ove godine (4,6%) te su se tijekom druge polovine postupno blago smanjivale i u listopadu dosegnule 4,5%. Kao i kod novih kredita, na spomenuto se smanjenje odražava velik udio kredita odobrenih uz promjenjivi referentni parametar EURIBOR u ukupnim postojećim kreditima. S druge strane, u istom su razdoblju kamatne stope na postojeće stambene i gotovinske nenamjenske kredite blago porasle, za 9 odnosno 3 bazna boda te su u listopadu dosegnule 6,0% odnosno 3,1%. I dalje vidljiv rast kamatnih stopa na postojeće kredite stanovništvu odražava više kamatne stope na novoodobrene kredite u odnosu na kamatne stope na postojeće kredite, ali i utjecaj zakonskog ograničenja visine kamatnih stopa na kredite ugovorene uz promjenjive kamatne stope vezane uz EURIBOR. Naime, u razdoblju pooštavanja monetarne politike, zakonsko ograničenje kamatnih stopa na kredite stanovništvu onemogućilo je prelijevanje rasta EURIBOR-a na kamatne stope na stambene kredite, čime su se one zadržale na razinama nižima od onih na kojima bi bile bez zakonskog ograničenja. Stoga sada nije vidljivo njihovo smanjenje zbog pada EURIBOR-a. Usto, nacionalna referentna stopa (NRS), dominantni referentni parametar u postojećim kreditima stanovništvu s promjenjivim stopama, počela je rasti tek krajem prošle godine, pa se njezin rast, s obzirom na to da banke mijenjaju kamatne stope uglavnom svakih šest mjeseci, odrazio na znatniji porast kamatnih stopa na postojeće stambene kredite u srpnju ove godine. Od kolovoza do listopada kamatne stope na postojeće kredite vezane uz NRS stabilizirale su se. Istodobno su kamatne stope na ukupne depozite stanovništva ostale gotovo nepromijenjene na razini od 0,5% kao i kamatne stope na postojeće depozite poduzeća koje su se zadržale na 0,9%.

Rezultati Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka upućuju na prestanak pooštavanja uvjeta financiranja poduzeća i stambenih kredita stanovništvu, dok je kod financiranja potrošnje stanovništva vidljivo blago pooštavanje. Banke su vrlo blago pooštrile standarde odobravanja kredita poduzećima u trećem tromjesečju 2024., slično kao i tijekom prve polovine godine. Intenzitet pooštavanja bio je znatno blaži od onog zabilježenog tijekom 2022. i 2023. ponajviše zahvaljujući povoljnijoj toleranciji i percepciji rizika od strane banaka (Slika 3.5.3.). Standardi odobravanja stambenih kredita stanovništvu također se nisu znatnije mijenjali u trećem tromjesečju ove godine budući da je konkurencija među bankama, koja je djelovala u smjeru ublažavanja standarda, poništena blago negativnim utjecajem percepcije i tolerancije rizika. S druge strane, negativna percepcija povezana s kreditnom sposobnosti klijenta kao i manja tolerancija rizika utjecale su na znatnije pooštavanje standarda kada je riječ o potrošačkim i ostalim kreditima. U četvrtom tromjesečju 2024. banke očekuju ublažavanje standarda odobravanja kredita poduzećima i snažnije pooštavanje pri odobravanju kredita stanovništvu.

Slika 3.5.3. Anкета o kreditnoj aktivnosti banaka

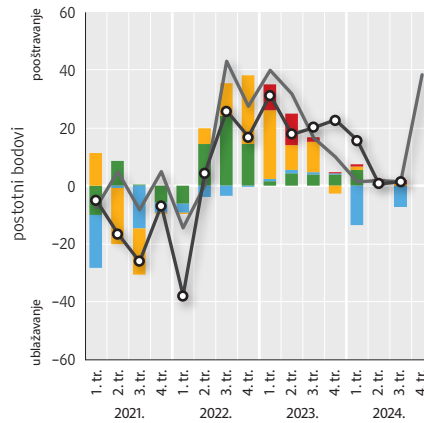
standardi kreditiranja i doprinos činitelja

A) KREDITI NEFINANCIJSKIM PODUZEĆIMA

■ Tolerancija rizika
 ■ Konkurencija
 ■ Trošak izvora sredstava i bilančna ograničenja
 ■ Percepcija rizika
 ○ Standardi kreditiranja – ostvarenja
 ○ Standardi kreditiranja – očekivanja

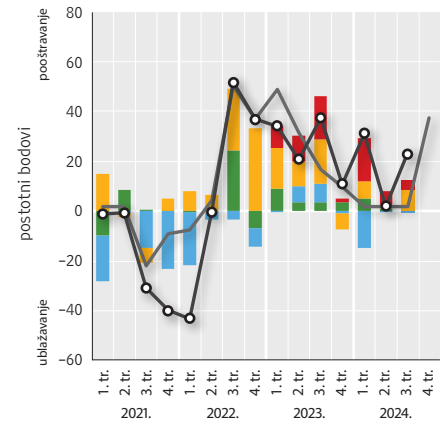
Napomena: "Tolerancija rizika" uvedena je u prvom tromjesečju 2023., a odražava toleranciju banke na rizik koju primjenjuje u svojoj politici kreditiranja i može se mijenjati ovisno o promjenama temeljne poslovne strategije banke. "Trošak izvora sredstava i bilančna ograničenja" jesu nevagani prosjek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

IZVOR: HNB

B) STAMBENI KREDITI

Napomena: "Tolerancija rizika" uvedena je u prvom tromjesečju 2023., a odražava toleranciju banke na rizik koju primjenjuje u svojoj politici kreditiranja i može se mijenjati ovisno o promjenama temeljne poslovne strategije banke. "Trošak izvora sredstava i bilančna ograničenja" jesu nevagani prosjek "kapitala banke i troškova vezanih uz kapitalnu poziciju banke", "mogućnosti financiranja na tržištu" i "likvidnosti banke". "Konkurencija" jest nevagani prosjek "konkurencije drugih banaka" i "konkurencije nebankarskog sektora". "Percepcija rizika" jest nevagani prosjek "očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima", "perspektive tržišta nekretnina uključujući očekivana kretanja cijena nekretnina" i "kreditne sposobnosti zajmoprimca".

IZVOR: HNB

C) POTROŠAČKI I OSTALI KREDITI

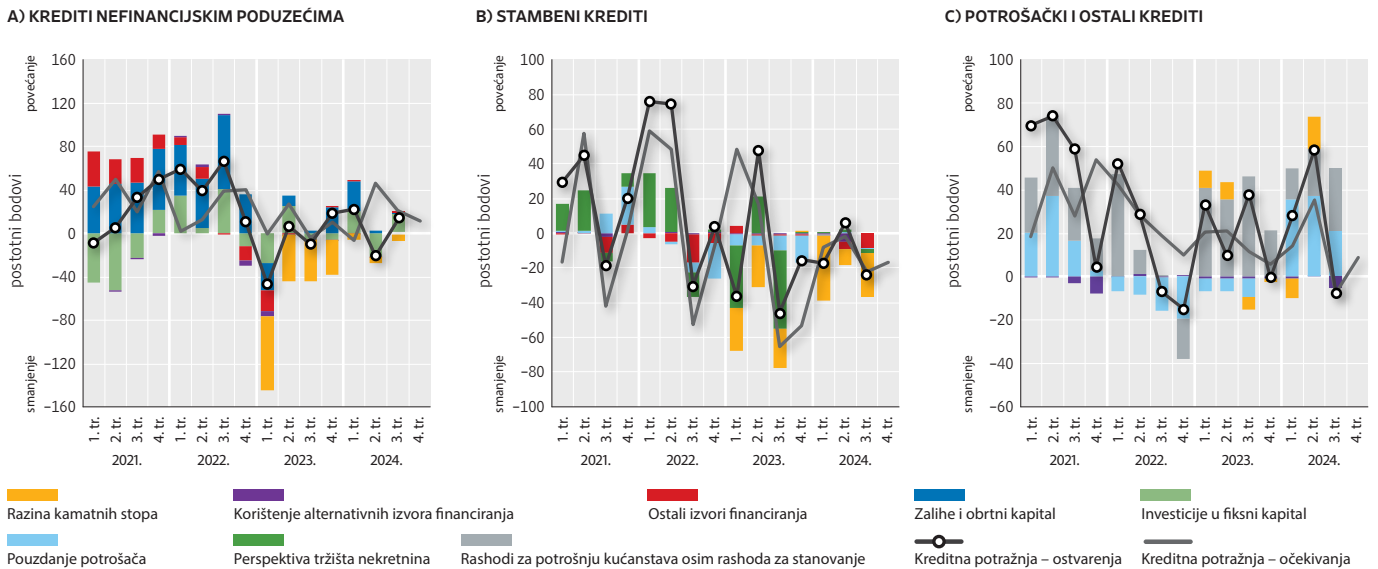
Napomena: "Tolerancija rizika" uvedena je u prvom tromjesečju 2023., a odražava toleranciju banke na rizik koju primjenjuje u svojoj politici kreditiranja i može se mijenjati ovisno o promjenama temeljne poslovne strategije banke. "Trošak izvora sredstava i bilančna ograničenja" jesu nevagani prosjek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

IZVOR: HNB

Prema odgovorima banaka u Anketi potražnja poduzeća za kreditima ostaje prigušena uz istodobni blagi pad potražnje stanovništva za stambenim te potrošačkim i ostalim kreditima. Rezultati Ankete upućuju na tek blago povećanje potražnje poduzeća za kreditima u trećem tromjesečju 2024., nakon njezina privremenog smanjenja u prethodnom tromjesečju. Povećanju potražnje najviše je pridonijela veća potreba poduzeća za financiranjem investicija, dok je povišena razina kamatnih stopa nastavila blago utjecati na smanjenje potražnje, iako je njezin utjecaj na promjenu potražnje tijekom 2024. znatno manji u odnosu na prethodnu godinu, kada je snažan ciklus povećanja kamatnih stopa zamjetno utjecao na smanjenje potražnje (Slika 3.5.4.). Stanovništvo je u istom razdoblju smanjilo potražnju za kreditima, posebice stambenim. Takva su kretanja uglavnom potaknuta visokom razinom kamatnih stopa, ali i pritiscima povezanima s regulatornim i fiskalnim režimom tržišta nekretnina te negativnom perspektivom tog tržišta. S druge strane, financiranje kupnje trajnih potrošnih dobara kao i rast pouzdanja potrošača nastavili su djelovati u smjeru rasta potražnje za potrošačkim i ostalim kreditima. U četvrtom tromjesečju 2024. banke očekuju blagi rast potražnje poduzeća za kreditima i stanovništva za potrošačkim i ostalim kreditima te blago smanjenje potražnje stanovništva za stambenim kreditima.

Slika 3.5.4. Anketa o kreditnoj aktivnosti banaka

promjena potražnje i doprinos činitelja



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

IZVOR: HNB

Napomena: "Razina kamatnih stopa" uvedena je u prvom tromjesečju 2023. "Ostali izvori financiranja" jesu nevagani prosjek "refinanciranja/restrukturiranja duga i ponovnog ugovaranja duga" i "regulatornog i fiskalnog režima tržišta nekretnina". "Korištenje alternativnih izvora financiranja" jest nevagani prosjek "štednje stanovništva", "kredita drugih banaka" i "ostalih izvora financiranja".

IZVOR: HNB

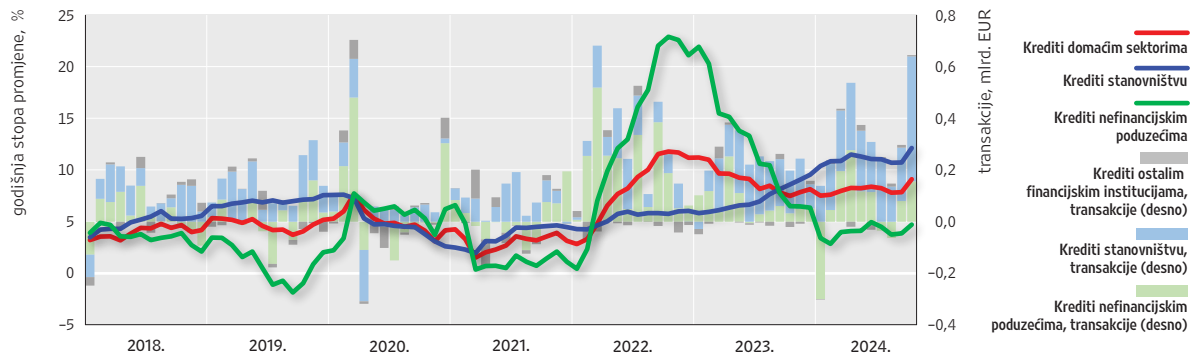
Napomena: "Razina kamatnih stopa" uvedena je u prvom tromjesečju 2023. "Korištenje alternativnih izvora financiranja" jest nevagani prosjek "štednje stanovništva", "kredita drugih banaka" i "ostalih izvora financiranja".

IZVOR: HNB

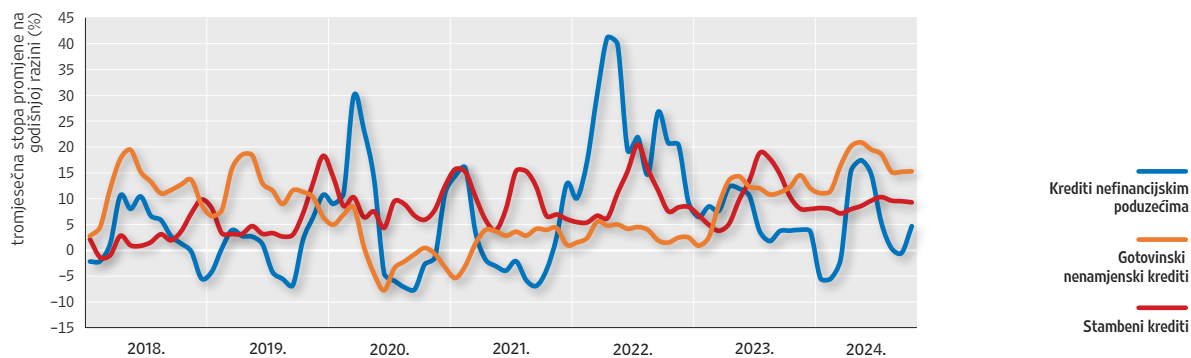
Unatoč povoljnijim uvjetima financiranja, krediti poduzećima tek su skromno porasli tijekom druge polovine godine uz blage naznake oporavka. Krediti stanovništvu nastavili su razmjerno snažno rasti. Krediti poduzećima u razdoblju od srpnja do listopada 2024. zabilježili su skroman rast od 0,1 mlrd. EUR (Slika 3.5.5.) ostvaren tijekom rujna i listopada nakon što su se smanjivali tijekom srpnja i kolovoza. Promatrano prema djelatnostima, najviše su porasli krediti poduzećima u građevinarstvu, prerađivačkoj industriji i u poslovanju nekretninama, dok se s obzirom na namjenu kredita najvećim doprinosom ističu krediti za obrtna sredstva. Na godišnjoj se razini rast kredita poduzećima u drugoj polovini 2024. zadržavao na razinama blago ispod 5% i u listopadu je iznosio 4,7%. Istodobno su krediti stanovništvu porasli za 1,1 mlrd. EUR, od čega se povećanje od 0,4 mlrd. EUR odnosi na gotovinske nenamjenske kredite, jednako toliko i na stambene kredite, a 0,2 mlrd. EUR na kredite po kreditnim karticama budući da je jedna kreditna institucija u listopadu preuzela dio poslovanja koji se odnosi na segment izdavanja kreditnih kartica. Godišnji rast kredita stanovništvu nastavio se ubrzavati (s 11,1% u lipnju na 12,1% u listopadu) zahvaljujući snažnom ubrzavanju rasta gotovinskih nenamjenskih kredita (s 14,7% na 16,2%). S druge strane, rast stambenih kredita blago se usporio (s 9,8% na 8,9%) uvelike zbog baznih učinaka povezanih s lanjskom provedbom APN-a, što se odrazilo na rast stambenoga kreditiranja tijekom ljetnih mjeseci 2023. Na prigušeno kreditiranje poduzeća upućuje i zamah (moment) koji je u rujnu bio čak blago negativan, a u listopadu se oporavio. Zamah gotovinskih nenamjenskih kredita stabilizirao se na razinama nižima od godišnje stope rasta, no i dalje je snažan (15,3% u listopadu), dok je kod stambenih kredita on stabilan na razini od oko 9% (Slika 3.5.6.).

Slika 3.5.5. Krediti

transakcije i godišnje stope promjene na osnovi transakcija



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

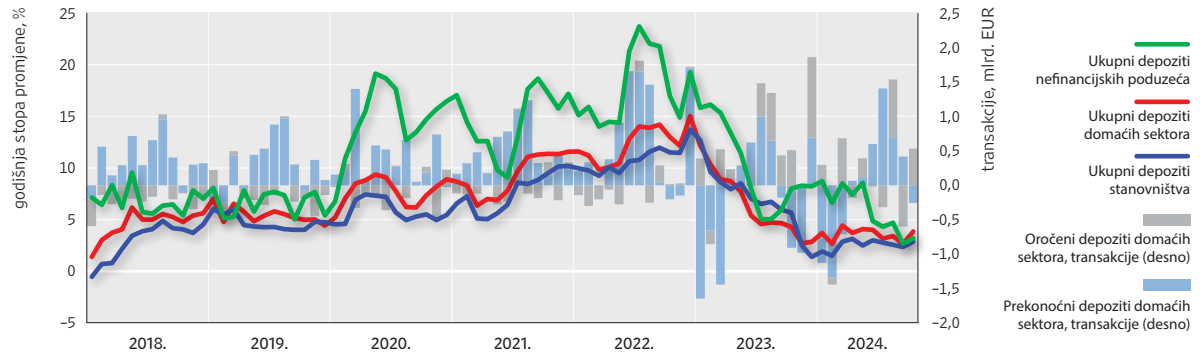
Slika 3.5.6. Moment (zamah) kredita poduzećima i stanovništvu (na osnovi transakcija)

IZVORI: HNB; izračuni HNB-a

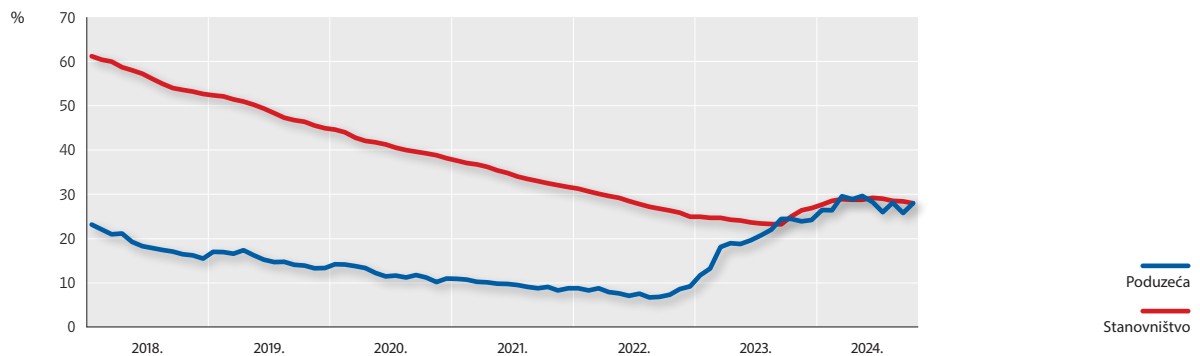
Tijekom druge polovine godine smanjili su se priljevi sredstava poduzeća i kućanstava u banke s ciljem njihova oročavanja, što je posljedica postupnog pada kamatnih stopa na oročene depozite poduzeća, dok se smanjenje priljeva depozita kućanstava djelomice može objasniti inercijom deponenata koja pridonosi zadržavanju depozitnih stopa na relativno niskim razinama. Oročeni depoziti stanovništva blago su pali u razdoblju od srpnja do listopada 2024. za 52 mil. EUR uz istodobni snažni rast prekonocnih depozita za 1,5 mlrd. EUR. Istodobno su građani na raspolaganju imali i mogućnost ulaganja novčanih sredstava u državne vrijednosne papire (trogodišnje obveznice u srpnju i trezorske zapise u rujnu i studenome s dospijecem od tri mjeseca odnosno jedne godine), pri čemu je dio i dospio te je stanje tih vrijednosnih papira na kraju studenoga iznosilo 4,1 mlrd. EUR ili 0,3 mlrd. EUR više nego na kraju lipnja. Poduzeća su pak nastavila oročavati svoja sredstva u bankama i rast oročenih depozita ovog sektora iznosio je 0,2 mlrd. EUR. Izraženiji rast primjetan je na prekonocnim depozitima (0,8 mlrd. EUR) (Slika 3.5.7.). Stanje ukupnih oročenih depozita tako se nastavilo blago povećavati, dok se udio oročenih u ukupnim depozitima stabilizirao na razini nešto nižoj od 30% (Slika 3.5.8.).

Slika 3.5.7. Depoziti

transakcije i godišnje stope promjene na osnovi transakcija



Napomena: Depoziti domaćih sektora isključuju depozite opće države.
 IZVOR: HNB

Slika 3.5.8. Udio oročenih depozita u ukupnim depozitima

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

OKVIR 6.

Zašto se rast depozita usporio?

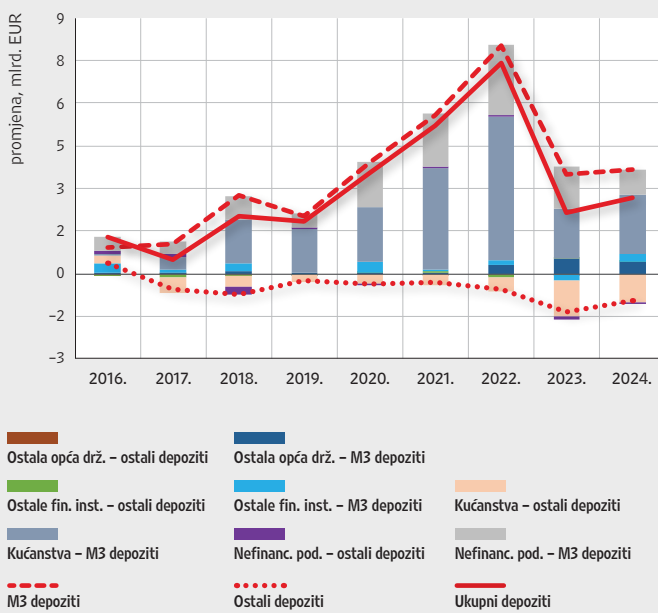
Nakon što su bankovni depoziti iznimno snažno rasli po izbijanju pandemije, njihov se rast znatno usporio u protekle dvije godine. Izrazito snažno povećanje depozita privatnog sektora uglavnom odražava otkup državnih vrijednosnih papira od strane središnje banke u jeku krize izazvane pandemijom, oporavak priljeva kapitala iz inozemstva i prihoda od turizma u godini nakon pandemije, zatim snažno kreditiranje poduzeća u vrijeme energetske krize tijekom 2022. te konačno polaganje gotovine kuna u banke uoči uvođenja eura. No, nakon toga, u 2023., porast depozita više se nego prepolovio, čemu su, osim slabijega kreditiranja poduzeća i znatnih ulaganja domaćih institucionalnih investitora u inozemstvo pridonijeli i obnova zaliha gotovine nakon uvođenja eura kao i povećanje depozita države kod HNB-a. Depoziti su nastavili rasti sličnim intenzitetom i tijekom 2024., a taj se rast vratio na pretpandemijske razine. Cilj je ovog okvira detaljno prikazati ključne odrednice kretanja depozita u razdoblju od pandemije naovamo.

Depoziti privatnog sektora kontinuirano se povećavaju tijekom posljednjih desetak godina. No, intenzitetom rasta posebno se izdvaja razdoblje neposredno nakon pandemijske 2020., kada se rast depozita počeo snažno ubrzavati te je vrhunac dosegnuo 2022., netom prije uvođenja eura kao službene valute. Tako su u devetogodišnjem razdoblju od 2011. do 2019. M3 depoziti²⁴ porasli za gotovo 10 mlrd. EUR, a u tri iduće godine za čak 17 mlrd. EUR, od čega su samo tijekom 2022. depoziti porasli za gotovo 8 mlrd. EUR. Najveći su doprinos tom porastu dali prekonocni depoziti kućanstava, a nešto manje izraženo i depoziti nefinancijskih poduzeća. Nakon vrhunca u 2022. godini, rast se depozita više nego prepolovio u 2023., a sličnim su intenzitetom depoziti nastavili rasti i tijekom prvih šest mjeseci ove godine (Slika 1.).

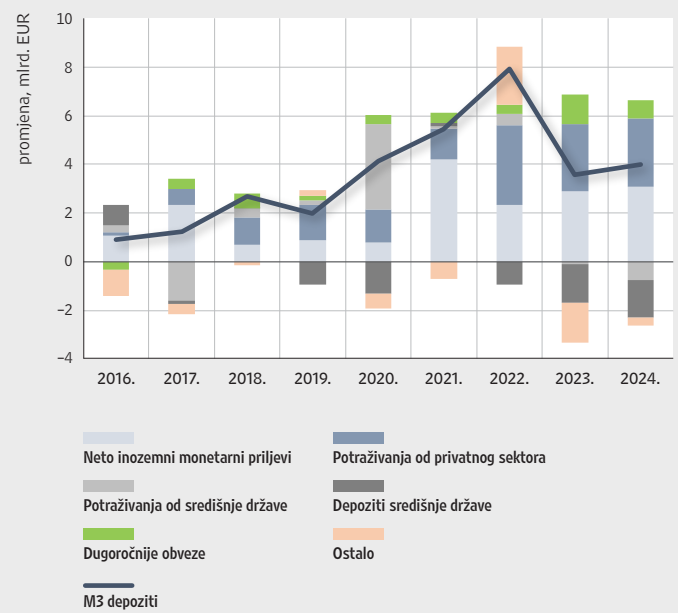
Ključni izvori kreiranja depozita proteklih su godina bili priljevi sredstava iz inozemstva i kreditiranje privatnog sektora. Od 2021. dominantnu su ulogu u stvaranju depozita uglavnom imali navedeni priljevi iz inozemstva. Te su godine osobito snažno porasli priljevi na osnovi neto izravnih ulaganja, ponajviše zbog rasta izravnih vlasničkih ulaganja povezanih s kupnjom nekretnina od strane nerezidenata i rasta zadržanih zarada domaćih poduzeća u stranom vlasništvu (Slika 3.). Osim izravnih ulaganja, porastao je i višak na tekućem i kapitalnom računu, ponajprije zbog oporavka prihoda od turizma nakon popuštanja pandemijskih mjera.

24 M3 depoziti uključuju prekonocne depozite, depozite s ugovorenim dospijanjem do dvije godine i depozite s otkaznim rokom do tri mjeseca; domaći rezidenti i rezidenti iz ostatka europa područja.

Slika 1. Promjene depozita prema institucionalnim sektorima



Slika 2. Doprinosi apsolutnoj promjeni M3 depozita privatnog sektora

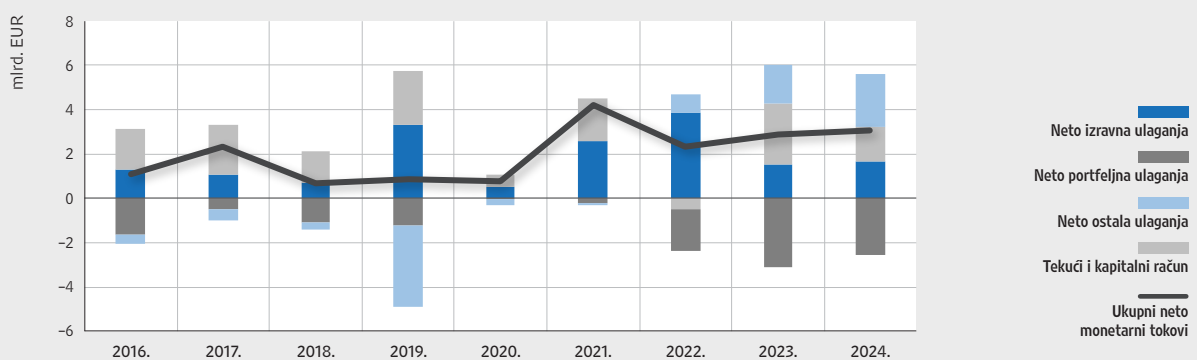


Napomena: M3 depoziti uključuju prekonobne depozite, depozite s ugovorenim dospeljeem do dvije godine i depozite s otkaznim rokom do tri mjeseca; domaći rezidenti i rezidenti iz ostatka europodručja. Privatni sektor odnosi se na sektore kućanstava, nefinancijskih poduzeća, nebankovnih financijskih institucija te ostale opće države. Dugoročnije obveze uključuju depozite s ugovorenim dospeljeem duljim od dvije godine, depozite s otkaznim rokom duljim od tri mjeseca i izdane vrijednosne papire s dospeljeem duljim od dvije godine. Podaci za 2024. odnose se na zbroj posljednjih dvanaest mjeseci zaključno s lipnjem 2024. godine.

IZVOR: HNB

U 2022. doprinos priljeva sredstava iz inozemstva primjetno se smanjio (Slika 2.). Te je godine energetska kriza uzrokovala snažan porast neto uvoza energenata i znatno pogoršala saldo na tekućem računu platne bilance. Stabilizacija cijena energenata početkom 2023. i rekordna korištenja sredstava iz fondova EU-a povećale su u 2023. višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance. S druge strane, od 2022. godine snažno rastu portfeljna ulaganja domaćih institucionalnih investitora u inozemstvo, što negativno utječe na rast depozita. U toj su godini domaći mirovinski investicijski fondovi uglavnom ulagali u inozemni dug države kojim se trgovalo na međunarodnom tržištu.

Slika 3. Monetarni prikaz platne bilance



Napomena: Podaci isključuju monetarne financijske institucije. Podaci za 2024. odnose se na zbroj posljednjih četiriju tromjesečja zaključno s drugim tromjesečjem 2024. godine.

IZVOR: HNB

Domaći institucionalni ulagači dodatno su povećali ulaganja u inozemstvu nakon što je uvođenjem eura eliminiran dio regulatornih ograničenja vezanih uz valutni rizik. To je rezultiralo osjetnim kapitalnim odljevima na osnovi portfeljnih ulaganja. Ipak, spomenuti su odljevi nadomješteni neto priljevima po ostalim ulaganjima, koji odražavaju statističku evidenciju razlike stanja primljenih sredstava iz fondova EU-a i sredstava koja još nisu isplaćena krajnjim korisnicima.

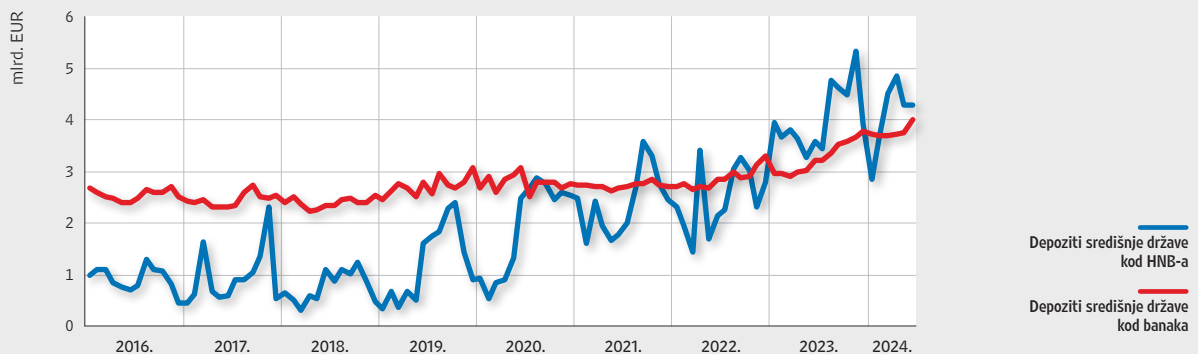
Kreditiranje privatnog sektora, posebice poduzeća, osobito je poraslo 2022. godine, kada je dalo ključan doprinos povećanju depozita. Naime, energetska kriza povećala je potrebu poduzeća za financiranjem obrtnih sredstava i dovela do snažnog rasta kredita poduzećima, koji je na kraju 2022. na godišnjoj razini dosegnuo 21,1% (na osnovi transakcija). No, od početka 2023. kreditiranje poduzeća usporava se pod utjecajem viših troškova zaduživanja, pooštavanja kreditnih standarda i manjih potreba za obrtnim kapitalom u uvjetima pada cijena sirovina i energenata. Tijekom 2023. krediti poduzećima porasli su za 0,9 mlrd. EUR (na osnovi transakcija), što je tek nešto iznad trećine prirasta zabilježenoga godinu prije, a predstavlja godišnji rast od 6,4%. Iako su se uvjeti financiranja stabilizirali, a Anкета o kreditnoj aktivnosti upućuje na relativno stabilnu potražnju poduzeća za kreditima, tijekom prvih šest mjeseci ove godine krediti tom sektoru porasli su za 0,4 mlrd. EUR uz godišnju stopu rasta na kraju lipnja od 4,9%. Istodobno su krediti stanovništvu nastavili snažan rast kada je riječ o stambenim kreditima i iznimno snažan kada je riječ o gotovinskim nenamjenskim kreditima, potaknuti rastom pouzdanja potrošača, zatim potrebom za financiranjem kupnje trajnih potrošnih dobara i relativno blagim porastom kamatnih stopa na potrošačke i ostale kredite.

Na kretanje depozita znatno je utjecalo i polaganje gotovine kuna u banke uoči uvođenja eura. Tijekom druge polovine 2022. iznos kunske gotovine u optjecaju tako se smanjio za gotovo 60%. No, u prvim mjesecima nakon uvođenja eura kao službene valute građani su se ponovno opskrbljivali gotovinom, što je usporilo porast depozita. Pritom treba napomenuti kako je iznos kuna u optjecaju bio precizno evidentiran u svakom trenutku. No, nakon uvođenja eura poznat je isključivo ukupan iznos izdane gotovine eura na razini Eurosustava, ali nije poznata distribucija eura među pojedinim članicama europodručja kao ni iznos eura koji cirkulira izvan europodručja. Stoga Hrvatska narodna banka za potrebe kompilacije platne bilance procjenjuje iznos gotovine eura u optjecaju (**Slika 5.**), a raspoložive procjene upućuju na kontinuirano povećanje tog iznosa od početka 2023. godine.

Na kretanje depozita utjecale su i aktivnosti države i središnje banke. HNB je za vrijeme pandemije otkupljivao državne obveznice na domaćem financijskom tržištu kako bi stabilizirao tržište i očuvao povoljne uvjete financiranja. To je bio glavni kanal kreiranja depozita u 2020. godini (**Slika 2.**).²⁵ S druge strane, tijekom posljednje dvije godine aktivnosti države usporile su porast depozita. Potraživanja od središnje države u tom su se razdoblju smanjila, a depoziti države kod banaka i središnje banke povećali za 1,6 mlrd. EUR u 2023. i dodatnih 1,5 mlrd. EUR tijekom prvog polugodišta ove godine (**Slika 4.**). Snažnom rastu stanja depozita države uvelike su pridonijeli priljevi od izdanja "narodnih" obveznica i trezorskih zapisa, izdašni priljevi od poreza na dobit i PDV-a kao i priljevi sredstava fondova EU-a.

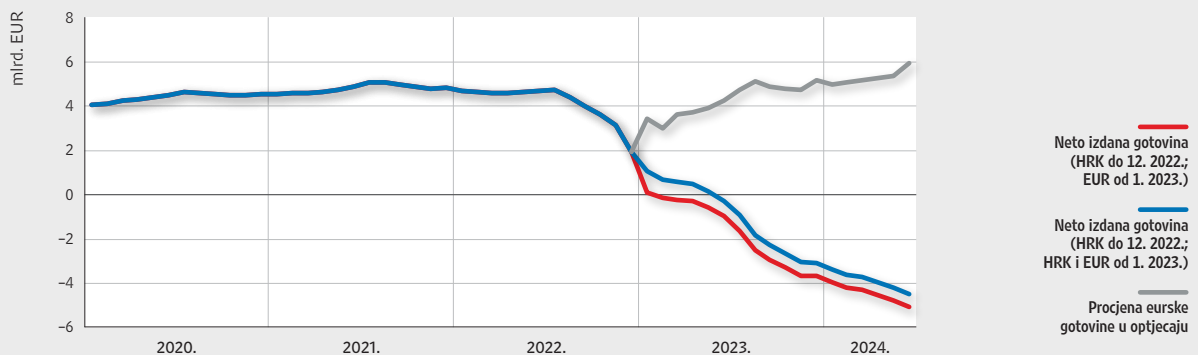
25 Detaljnije o kretanjima na financijskim tržištima i aktivnostima HNB-a vidi u redovnim publikacijama HNB-a koje se odnose na razdoblje pandemije koronavirusa.

Slika 4. Depoziti države kod banaka i središnje banke



IZVOR: HNB

Slika 5. Gotov novac u optjecaju



Napomena: Nova procjena eurske gotovine u optjecaju temelji se na gotovinskoj fiskaliziranoj potrošnji te stanju depozita i dužničkih vrijednosnih papira u posjedu kućanstava.

IZVORI: HNB; MF

Osim inozemnih priljeva, rast M3 depozita privatnog sektora podržavalo je i smanjenje dugoročnih obveza, odnosno depozita stanovništva oročenih na razdoblje dulje od dvije godine. To je posebice vidljivo u razdobljima kada su pojedine banke nudile više kamatne stope na depozite oročene na kraće razdoblje, posebice od tri do šest mjeseci te šest do dvanaest mjeseci, što je motiviralo stanovništvo na skraćivanje vremena oročenja njihovih sredstava.²⁶

S obzirom na očekivanje nastavka povoljnih kretanja na tekućem i kapitalnom računu platne bilance i pad kamatnih stopa koji bi mogao (dodatno) povećati ili održati potražnju za kreditima kućanstava i potaknuti veće zaduživanje poduzeća, može se očekivati da će ukupni depoziti nastaviti rasti relativno snažno, pri čemu će se promjene u tokovima kapitala, kreditnoj aktivnosti i financijskim operacijama države i dalje odražavati na intenzitet tog rasta.

²⁶ Detaljnije vidi u: Jukić, S., Mužić, I., Šošić, V. i Zrnc, J. (2024.): Uhvati me ako možeš: rast kamatnih stopa na oročene depozite, HNBlog; <https://www.hnb.hr/-/uhvati-me-ako-mozes-rast-kamatnih-stop-a-na-orocene-depozite>.

4. Projekcije za Hrvatsku

4.1. Temeljne pretpostavke

Prosinačka projekcija HNB-a zasniva se na nastavku stabilnoga globalnoga gospodarskog rasta uz daljnje slabljenje inflacijskih pritisaka. Kretanja u prvih devet mjeseci bila su uglavnom u skladu s očekivanjima, pri čemu je gospodarski rast u trećem tromjesečju kod pojedinih zemalja poput SAD-a i Kine pozitivno iznenadio. Tako bi rast svjetskoga gospodarstva (isključujući europodručje) mogao u 2024. godini iznositi 3,5% te se prema kraju projekcijskog horizonta blago usporiti, ponajprije odražavajući strukturno usporavanje rasta u Kini zbog nepovoljnih demografskih kretanja i problema na tržištu nekretnina. Iako se čini da je globalna ekonomija uspješno prebrodila ciklus pooštavanja monetarne politike, zadržavajući pozitivna kretanja u realnom sektoru, u nadolazećem se razdoblju ipak predviđa umjereniji rast nego u prošlom projekcijskom ciklusu, s obzirom na izraženu neizvjesnost glede geopolitičke situacije, posebice u Ukrajini i na Bliskom istoku. Istodobno, iako su očekivanja glede kretanja globalne trgovine poboljšana u kratkom roku, dodatan rizik proizlazi iz jačanja protekcionizma nakon izbora u SAD-u, što bi se neizravno moglo preliti i na hrvatsku vanjsku trgovinu.

Cijene energenata mogle bi biti niže nego što se prethodno očekivalo, a cijene prehrambenih sirovina mogle bi osjetno porasti. Tako bi se cijene sirove nafte u 2025. mogle kretati oko 71,8 USD po barelu, što je za 4,3% manje u odnosu na rujansku projekciju te je istodobno znatno niže od prosječne razine u 2024., u kojoj su se cijene uglavnom kretale iznad 80 USD po barelu. Za 2025. godinu projicirane su i niže cijene električne energije nego u prethodnoj projekciji, i to za 3,4%, ali bi one unatoč očekivanom smanjivanju duž projekcijskog horizonta tek 2026. mogle pasti na razinu približnu onoj iz 2024. S druge strane, očekuje se nepovoljnija putanja cijena prirodnog plina te prehrambenih sirovina, čija bi prosječna cijena u 2025. mogla biti čak za 8,8% veća nego što se ranije očekivalo, ponajprije zbog promjene očekivanja glede cijena kakaa, kave i svinjetine. Cijene industrijskih sirovina, osobito metala, ostaju povišene zbog i nadalje snažne potražnje, a kod nekih sirovina, poput aluminijskih, ograničenja na strani ponude dodatno potiču rast cijena.

Očekivanja glede gospodarskog rasta i inflacije u europodručju neznatno su snižena u odnosu na projekciju iz rujna. Prema najnovijim projekcijama ESB-a, ocjena ukupne inflacije u europodručju za 2024. iznosi 2,4%, a u 2025. inflacija bi se trebala dodatno usporiti na 2,1%. U usporedbi s projekcijama iz rujna, ukupna je inflacija u obje godine revidirana naniže za 0,1 postotni bod, uglavnom zbog nižih ostvarenja i povoljnije putanje cijena energenata, što bi moglo biti ublaženo višom inflacijom cijena prehrambenih proizvoda, u skladu s ranije spomenutom nepovoljnijom projekcijom cijena prehrambenih sirovina. Ukupna inflacija tako bi tijekom cijeloga projekcijskog horizonta mogla biti vrlo blizu ili na samoj ciljanoj razini od 2%, iako je navedena projekcija i nadalje podložna znatnim rizicima. Ocijenjeni gospodarski rast europodručja u 2024. neznatno je smanjen na 0,7% (0,1 postotni bod manje nego u rujanskoj projekciji), uglavnom zbog slabije od očekivane investicijske aktivnosti privatnog sektora. Ipak, rast bi u 2025. godini mogao ojačati na 1,1%, kako budu iščezavali negativni učinci restriktivne monetarne politike, a rast realnih dohodaka bude podupirao osobnu potrošnju. Neizvjesnost uzrokovana geopolitičkim

napetostima, uključujući i globalnu trgovinsku politiku, mogla bi nastaviti negativno utjecati na privatne investicije. Konačno, povećana neizvjesnost zajedno sa strukturnim slabostima gospodarstva europodručja mogla bi biti ključni čimbenik ograničavanja ukupnog rasta gospodarstva u većem dijelu projekcijskog razdoblja.

Tablica 4.1.1. Pretpostavke projekcije o međunarodnom okružju i cijenama sirovina

		Tekuća projekcija			Odstupanja od prethodne projekcije			
		2024.	2025.	2026.	2024.	2025.	2026.	
Međunarodno okruženje								
Globalni gospodarski rast (isklj. EA)		3,4	3,5	3,3	0,0	0,1	0,0	
SAD		2,8	2,2	1,8	0,2	0,3	-0,3	
Kina		4,9	4,7	3,9	0,1	0,6	0,1	
Globalna trgovina		4,0	3,6	3,3	0,9	0,2	0,0	
Inozemna potražnja (EA)		3,1	3,5	3,3	0,6	0,1	0,0	
Inozemna potražnja (HR)		0,7	2,9	3,4	-0,3	-0,6	-0,2	
Cijene sirovina								
Cijene nafte	USD	81,8	71,8	70,1	-1,4	-4,3	-3,1	
	EUR	75,5	67,6	66,0	-1,0	-1,9	-0,9	
Cijene struje	EUR/MWh	76,7	89,9	79,5	-0,7	-3,4	-2,7	
Cijene plina	EUR/MWh	34,3	42,9	34,9	0,1	1,8	-0,4	
Cijene sirovina (isklj. energente), % promjene	USD	8,9	5,8	-0,4	1,6	4,5	-2,9	
	cijene prehrambenih sirovina	USD	16,1	5,2	-6,5	2,3	8,8	-5,3
	cijene ostalih sirovina	USD	4,2	6,1	4,3	1,1	1,1	-1,0
Europodručje								
Gospodarski rast		0,7	1,1	1,4	-0,1	-0,2	-0,1	
Inflacija		2,4	2,1	1,9	-0,1	-0,1	0,0	

Napomena: Pretpostavke za izradu projekcije odnose se na projekcijski ciklus ESB-a iz prosinca (Decembar 2024 BMPE), a zaključene su 21. studenoga 2024.

IZVOR: ESB

4.2. Projekcije makroekonomskih varijabli

Rast realnog BDP-a Hrvatske ubrzao se u 2024. godini unatoč još prigušenoj vanjskoj potražnji, odgođenim učincima pooštrevanja uvjeta financiranja te geopolitičkim napetostima. U sljedećim se godinama očekuje postupno usporavanje rasta uz veći doprinos inozemne i manji doprinos domaće potražnje. Jačanje gospodarske aktivnosti u ovoj godini poglavito odražava snažnu domaću potražnju, podržanu povoljnim kretanjima na tržištu rada, vrlo poticajno usmjerenom fiskalnom politikom kao i snažnom investicijskom aktivnošću privatnog sektora. U nastavku projekcijskog horizonta očekuje se veći doprinos izvoza robe i usluga rastu zbog očekivanog jačanja vanjske potražnje, čemu bi trebalo pridonijeti i ublažavanje učinaka restriktivne monetarne politike. Domaća potražnja i nadalje bi mogla znatno podržavati rast, premda malo slabijim intenzitetom. To se prije svega odnosi na niži rast investicija, no one bi i u sljedeće dvije godine trebale relativno snažno podupirati gospodarsku aktivnost.

Tablica 4.2.1. Projekcije ključnih makroekonomskih varijabli

godišnje stope rasta

	2023.	2024.	2025.	2026.
Realni BDP	3,3	3,7	3,3	3,0
Osobna potrošnja	3,2	6,0	4,9	3,5
Potrošnja države	7,1	4,3	3,2	2,4
Investicije u kapital	10,1	11,9	4,3	3,3
Izvoz robe i usluga	-2,9	-1,2	2,0	2,5
Uvoz robe i usluga	-5,3	4,6	4,1	2,8
Doprinosi rastu BDP-a¹				
Domaća potražnja	5,5	7,0	4,5	3,3
Izvoz robe i usluga	-1,7	-0,7	1,0	1,2
Uvoz robe i usluga	3,5	-2,5	-2,2	-1,4
Zalihe	-3,9	-0,1	0,0	0,0
Tržište rada				
Promjena zaposlenosti	2,5	3,4	2,0	1,5
Stopa nezaposlenosti (ILO) ²	6,1	4,9	4,7	4,5
Nominalna bruto plaća	14,7	14,9	8,5	5,6
Realna bruto plaća	6,2	10,7	4,9	3,1
Inflacija (HIPC)				
Ukupno	8,4	4,0	3,5	2,5
HIPC bez energije i hrane	8,8	4,7	2,9	2,7
Hrana	11,5	4,5	4,7	2,5
Energija	0,1	-0,3	4,0	1,2

¹ U postotnim bodovima² U postotku radne snage

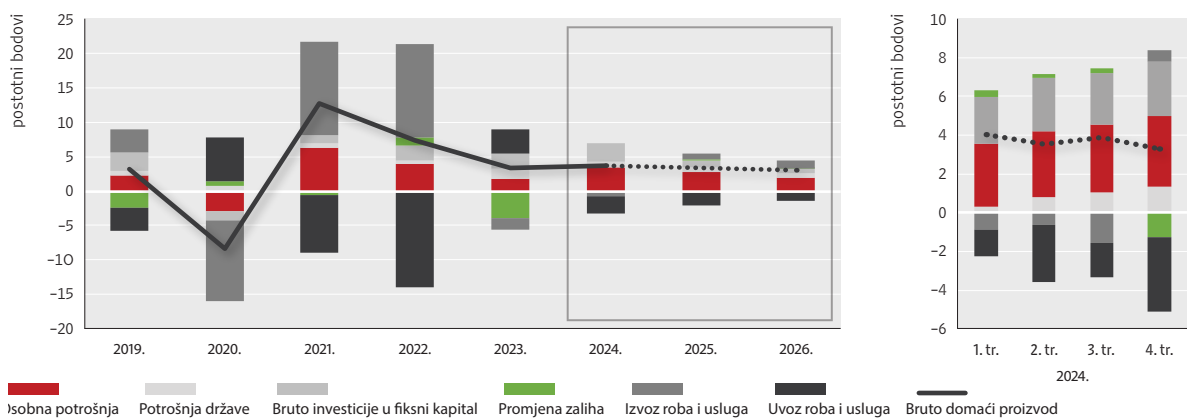
Napomena: U Tablici 4.2.1. dan je sumarni prikaz ocijenjenih i projiciranih vrijednosti ključnih varijabli za Hrvatsku koje su rezultat uključivanja temeljnih pretpostavki i povijesnih ostvarenja u kratkoročne i srednjoročne makroekonomske modele kojima se služi Hrvatska narodna banka, uz korekcije modelskih ocjena utemeljene na prosudbama ekonomskih stručnjaka za pojedina gospodarska područja.

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

Realni BDP mogao bi se u 2024. povećati za 3,7%, nakon čega se očekuje rast od 3,3% u 2025. godini. Rast BDP-a u cijeloj 2024. mogao bi tako biti malo viši nego u 2023., kada je iznosio 3,3%. Takvim kretanjima u najvećoj su mjeri pridonijeli snažna osobna potrošnja i investicije, i to poglavito privatnog sektora. Djelomično se oporavio i robni izvoz, dok bi se izvoz usluga mogao smanjiti. Pritom snažna osobna potrošnja odražava snažan rast plaća i ubrzavanje rasta zaposlenosti. U 2024. godini očekuje se tako da će prosječna nominalna bruto plaća porasti za oko 15%, a realna bruto plaća za gotovo 11%. Osim toga, u 2024. očekuje se i ubrzavanje rasta zaposlenosti na gotovo 3,5%, uz nastavak smanjivanja stope nezaposlenosti na blago ispod 5,0%. U 2025. rast BDP-a mogao bi se usporiti, ali bi i nadalje mogao biti relativno snažan. Očekuje se da će pretpostavljeno jačanje vanjske potražnje povoljno djelovati na izvoz robe i usluga, iako bi rast izvoza usluga s obzirom na visoku dosegnutu razinu izvoza turističkih usluga mogao biti relativno blag. Domaća potražnja mogla bi nastaviti snažno podupirati rast realnog BDP-a, ali uz manji doprinos nego u 2024. Navedeno je dijelom odraz očekivanoga postupnog usporavanja rasta osobne potrošnje, pod utjecajem blažeg rasta realnih plaća, koji bi se, međutim, uz zategnuto tržište rada i najavljena povećanja minimalne plaće mogao i nadalje zadržati iznad pretpandemijskih prosjeka. Očekuje se i usporavanje rasta zaposlenosti uz jačanje proizvodnosti, pri čemu bi se stopa nezaposlenosti

mogla spustiti na nove povijesno niske razine (4,7%). S obzirom na očekivani rast proizvodnosti i sporiji rast plaća, rast jediničnih troškova rada mogao bi se usporiti, ali i nadalje ostati relativno snažan. Rast investicija mogao bi ostati solidan, uzevši u obzir tržišna očekivanja o padu troškova financiranja te očekivano jačanje doprinosa fondova EU-a, no stopa rasta ipak bi se mogla usporiti, nakon što su investicije u protekle tri godine rasle prosječno više od 10%.

Slika 4.2.1. BDP i sastavnice BDP-a, doprinosi



IZVORI: DZS; ocjene i projekcije HNB-a

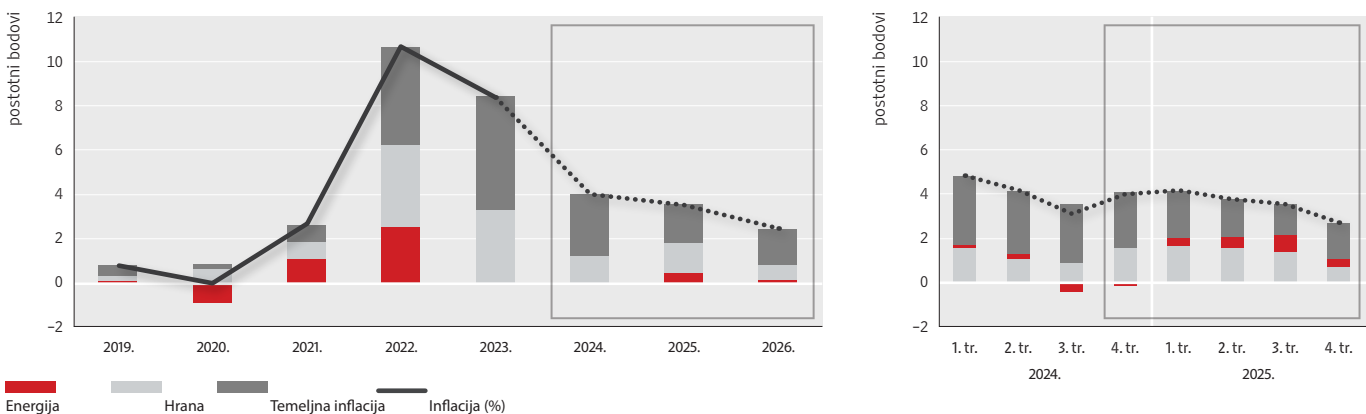
U 2026. godini očekuje se dodatno blago usporavanje ekspanzije hrvatskoga gospodarstva. Međutim, i nadalje se očekuje relativno snažan rast gospodarske aktivnosti na razini od oko 3,0%. Rast bi mogao biti prije svega potaknut daljnjim jačanjem vanjske potražnje, povoljnijim uvjetima financiranja te oslanjanjem na fondove EU-a. U takvim se okolnostima očekuje nastavak povoljnih kretanja na tržištu rada i relativno robusna domaća potražnja. Rast gospodarske aktivnosti ipak bi mogao biti malo blaži u odnosu na prethodnu godinu, uzevši u obzir strukturna ograničenja hrvatskoga gospodarstva, poglavito u smislu ponude radne snage te rasta proizvodnosti.

Rizici vezani uz središnju projekciju realnog rasta Hrvatske čine se uravnoteženima. Zbog geopolitičkih napetosti i mogućnosti njihove eskalacije, kretanja u međunarodnom okruženju te kretanja cijena sirovina i energenata i nadalje su vrlo neizvjesna. To uključuje i moguće uvođenje nekih oblika protekcionističkih mjera, što bi moglo imati negativan utjecaj i na hrvatski robni izvoz, i to uvelike u smislu smanjene vanjske potražnje hrvatskih glavnih vanjskotrgovinskih partnera. Osim toga, projicirani rast investicija uvelike će ovisiti o sposobnosti, ponajprije javnog, ali i privatnog sektora, da uspješno iskoriste raspoloživa sredstva iz fondova EU-a. S druge strane, u slučaju smirivanja geopolitičkih napetosti kretanje vanjske potražnje moglo bi biti bolje od očekivanja i povoljno djelovati na izvoz robe. Također, pouzdanje potrošača moglo bi ojačati, zbog čega bi stopa štednje kućanstava, koja se trenutno projicira malo iznad pretpandemijskih razina, mogla biti niža i time dodatno potaknuti rast osobne potrošnje.

Inflacija mjerena HIPC-om mogla bi se u 2024. više nego prepoloviti, na 4,0% s 8,4% u 2023. godini, a nastavak usporavanja, iako slabijim intenzitetom, očekuje se i u sljedeće dvije godine. Nakon što se gotovo kontinuirano usporavala od kraja 2022. do kolovoza 2024., u sljedeća

tri mjeseca inflacija se ubrzala, a daljnje blago ubrzavanje očekuje se i u sljedećih nekoliko mjeseci. To uglavnom odražava nepovoljne bazne učinke vrlo niskih tekućih inflacijskih pritiska s kraja 2023. i početka 2024. godine. Nakon što navedeni bazni učinci prestanu djelovati u prvom tromjesečju 2025., očekuje se dodatno usporavanje godišnje stope inflacije (Slika 4.2.2.). Tako bi prosječna godišnja stopa inflacije u 2025. mogla iznositi 3,5%, a u 2026. godini 2,5%

Slika 4.2.2. Projekcija harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena



IZVORI: Eurostat; ocjene i projekcije HNB-a

Usporavanje inflacije u 2024. i 2025. najviše bi moglo odražavati smanjenje temeljne inflacije, koja bi se, potpomognuta učincima restriktivne monetarne politike, mogla usporiti s 8,8% u 2023. na 4,7% u 2024. odnosno na 2,9% u 2025. godini. Temeljna inflacija, koja isključuje cijene energije i hrane, tijekom 2024. bila je perzistentnija od ostalih komponenata inflacije, uglavnom zbog povišene inflacije cijena usluga, koja je najviše pridonosila ukupnoj inflaciji. Zategnuto tržište rada uz visok nominalni rast plaća kao i nastavak robusnog rasta domaće potražnje još bi neko vrijeme mogli stvarati pritiske na inflaciju cijena usluga, iako bi ti pritisci u 2025. mogli biti znatno manje izraženi nego u prethodnoj godini. Osim toga, iako se očekuje rast inozemne potražnje u odnosu na 2024., taj bi rast mogao biti potisnut. Uzme li se u obzir i relativno visoka dostignuta razina cijena usluga povezanih s turizmom, usporavanje inflacije cijena usluga u 2025. moglo bi biti primjetno, odražavajući povoljne bazne učinke. S druge strane, inflacija cijena industrijskih proizvoda snažno se u 2024. usporila, čemu su pridonijele relativno stabilne cijene energenata i drugih sirovina koji čine velik udio u troškovima proizvodnje, znatno manje neizvjesnosti u globalnim opskrbnim lancima koji su rezultirali nižim vozarinama te niže proizvođačke cijene na domaćem i nedomaćem tržištu. U odsustvu inflatornih pritiska na strani ponude kao i zbog promjene u preferencijama potrošača s dobara na usluge te posljedično niže potražnje, inflacija cijena industrijskih proizvoda mogla bi i u 2025. biti primjetno niža od inflacije cijena usluga. Unatoč tome, zbog blago nepovoljnih baznih učinaka inflacija cijena industrijskih proizvoda mogla bi u 2025. biti malo viša nego u prethodnoj godini.

Uz temeljnu inflaciju, smanjenje ukupne inflacije u 2024. u velikoj mjeri odražava i usporavanje inflacije cijena hrane, na 4,5% s 11,5% u 2023., nakon čega bi se u 2025. ona mogla

blago ubrzati i iznositi 4,7%. Inflacija potrošačkih cijena hrane znatno se usporila u drugoj polovini 2023. i u prvoj polovini 2024., što je odraz primjetnog pojeftinjenja cijena energenata te prehrambenih i drugih sirovina na svjetskom tržištu u odnosu na vrhunce zabilježene tijekom 2022. godine, a koje se s odgodom prelilo na smanjenje inflacije proizvođačkih cijena hrane i potom na smanjenje inflacije cijena hrane za potrošače. Ipak, u drugoj polovini 2024. inflacija se cijena hrane ubrzala, što je djelomično bilo posljedica nepovoljnih baznih učinaka (izraženoga mjesečnog pojeftinjenja hrane u rujnu i listopadu 2023.), a djelomično jačanja tekućih inflatornih pritisaka zbog sušne ljetne sezone i recentnog poskupljenja određenih sirovina, osobito kave, šećera i kakaa, na svjetskom tržištu. U prvim mjesecima projekcijskog horizonta inflacija cijena hrane mogla bi se blago ubrzati, ali se potom tijekom većeg dijela 2025. očekuje njezino usporavanje te bi u posljednjem tromjesečju 2025. ona mogla biti niža nego u istom razdoblju prethodne godine. Unatoč tome, zbog više inflacije cijena hrane na kraju 2024., odnosno učinka prijenosa u iduću godinu, prosječna godišnja stopa inflacije cijena hrane u 2025. mogla bi biti malo viša nego u prethodnoj godini.

Inflacija cijena energije mogla bi se u 2024. smanjiti na -0,3% s 0% u 2023. godini, nakon čega se u 2025. očekuje njezino primjetno ubrzavanje na 4,0%. Unatoč izraženim geopolitičkim napetostima i ratnim sukobima, cijena sirove nafte na svjetskom tržištu, zbog očekivanog slabljenja svjetske gospodarske aktivnosti, u razdoblju od travnja do rujna 2024. smanjila se za više od petine. Takva kretanja na svjetskom tržištu odrazila su se na primjetno smanjenje inflacije cijena naftnih derivata, odnosno ukupne inflacije cijena energije u Hrvatskoj. Međutim, u listopadu i studenome 2024. inflacija cijena energije znatno se ubrzala zbog prelijevanja porasta cijena sirove nafte od listopada na maloprodajne cijene naftnih derivata te prvog dijela rasta administrativno reguliranih cijena struje, plina i toplinske energije. S obzirom na to da je to poskupljenje ostvareno krajem godine, glavnina učinka na ubrzavanje prosječne godišnje stope inflacije cijena energije bit će vidljiva u 2025. godini. Dodatno, početkom 2025. na snagu stupa drugi, iako manji, dio najavljenog poskupljenja administrativno reguliranih cijena energenata.

U 2026. godini očekuje se nastavak usporavanja ukupne inflacije na 2,5%. Usporavanje inflacije u 2026. odražava pretpostavku odsustva vanjskih šokova, slabljenje pritisaka na strani potražnje i postupno usporavanje rasta plaća, kao i učinke restriktivne monetarne politike. U skladu s tim, očekuje se smanjenje doprinosa svih glavnih komponenata inflacije, a posebno inflacije cijena hrane.

Rizici vezani uz ostvarivanje prognozirane inflacije i nadalje su izraženi, ali su uglavnom uravnoteženi. Pritom se posebno izdvajaju rizici koji proizlaze iz izraženih geopolitičkih napetosti. Moguće poteškoće ili ograničenja u opskrbi energentima i drugim sirovinama na svjetskom tržištu mogli bi rezultirati poskupljenjem energenata i hrane te se prelići na ostale sastavnice potrošačke košarice. Nastavak rata u Ukrajini, geopolitičke napetosti na Bliskom istoku te moguće promjene ekonomskih te napose trgovinskih politika vezanih uz promjenu administracije u Sjedinjenim Američkim Državama mogli bi potaknuti procese deglobalizacije i fragmentacije, što bi se moglo očitovati u višim uvoznim cijenama, kao rezultat nametanja carina i drugih prepreka trgovanju diljem svijeta. Što se tiče domaćih činitelja, inflacija bi mogla biti viša u slučaju snažnijeg od očekivanog rasta domaće potražnje ili jačeg od očekivanog prelijevanja nominalnog

rasta plaća na potrošačke cijene, poglavito u sektoru usluga. Osim toga, u uvjetima povijesno niske nezaposlenosti, ograničene ponude rada u uvjetima nepovoljnih demografskih kretanja te očekivanog nastavka rasta potražnje za radom, postoji mogućnost da pritisci na rast plaća budu još izraženiji no što se očekuje. S druge strane, slabiji gospodarski rast i time slabija potražnja, jači učinci restriktivne monetarne politike te izrazitije prelijevanje pada cijena energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu, u slučaju rješavanja glavnine geopolitičkih napetosti, rizici su koji bi mogli uzrokovati inflaciju nižu od projicirane.

U odnosu na projekciju HNB-a iz rujna rast realnog BDP-a Hrvatske u tekućoj godini i nastavku projekcijskog horizonta revidiran je blago naviše (Tablica 4.2.2.). Revizija BDP-a naviše u 2024. odražava reviziju podataka o BDP-u, pri čemu se očekuje snažnija investicijska aktivnost i državna potrošnja, koje bi mogle nadmašiti očekivani niži izvoz usluga. U 2025. i 2026. revizija rasta naviše primarno odražava povoljnija kretanja na tržištu rada, odnosno snažniji rast neto plaća nego što se prije očekivalo, što bi se moglo pozitivno odraziti na kretanje osobne potrošnje

Tablica 4.2.2. Odstupanja od projekcije HNB-a iz rujna 2024.

	2023.	2024.	2025.	2026.
Realni BDP				
prosinao 2024.	3,3	3,7	3,3	3,0
rujan 2024.	3,1	3,6	3,2	2,7
razlika (p. b.)	0,2	0,1	0,2	0,3
Inflacija (HIPC)				
prosinao 2024.	8,4	4,0	3,5	2,5
rujan 2024.	8,4	3,9	3,4	2,3
razlika (p. b.)		0,1	0,1	0,2

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

U usporedbi s projekcijom iz rujna, prosječna godišnja stopa ukupne inflacije mogla bi biti blago viša duž projekcijskog horizonta. Projekcija inflacije revidirana je naviše za 0,1 postotni bod u 2024. i 2025. te za 0,2 postotna boda u 2026. godini. Pritom se duž projekcijskog horizonta očekuje viša inflacija cijena hrane u odnosu na očekivanja iz rujna, što odražava recentno jačanje tekućih pritisaka, zbog čega su ostvarenja inflacije znatno premašila prethodna očekivanja, kao i više revidirane pretpostavke glede putanje cijena hrane na svjetskom tržištu. Osim toga, u 2026. očekuje se sporije usporavanje temeljne inflacije u odnosu na projekciju iz rujna. Za razliku od toga, inflacija cijena energije duž projekcijskog horizonta mogla bi biti niža nego što se očekivalo u rujanskoj projekciji, u skladu s nižim recentnim ostvarenjima i nižim očekivanim cijenama sirove nafte na svjetskom tržištu.

Kratice i znakovi

KRATICE

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

PMI	indeks menadžera nabave (engl. <i>Purchasing Manager Index</i>)
SAD	Sjedinjene američke države
SMA	Anketa o monetarnim analizama (engl. <i>Survey of Monetary Analysts</i>)
SPF	Anketa stručnjaka za ekonomske prognoze (engl. <i>Survey of Professional Forecasters</i>)
SVAR	model strukturne vektorske autoregresije (engl. <i>structural vector autoregressive model</i>)
tr.	tromjesečje
UNCTAD	Konferencija Ujedinjenih naroda o trgovini i razvoju (engl. <i>United Nations Conference on Trade and Development</i>)

TROSLOVNE OZNAKE ZA VALUTE

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

DVOSLOVNE OZNAKE ZA ZEMLJE

AT	Austrija
BE	Belgija
BG	Bugarska
CY	Cipar
CZ	Češka
DE	Njemačka
DK	Danska
EE	Estonija
ES	Španjolska
FI	Finska
FR	Francuska
GB	Velika Britanija
GR	Grčka
HR	Hrvatska
HU	Mađarska
IE	Irska
IT	Italija

LT	Litva
LV	Letonija
MT	Malta
NL	Nizozemska
PL	Poljska
PT	Portugal
RO	Rumunjska
SI	Slovenija
SK	Slovačka
UK	Ujedinjena Kraljevina

ZNAKOVI

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

IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka

Trg hrvatskih velikana 3

10000 Zagreb

www.hnb.hr

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

ISSN 2459-8089 (online)

ISSN 2459-8089

