



HNB

EUROSUSTAV

# Makroekonomska kretanja i prognoze

godina VIII · broj 14 · lipanj 2023.





IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka  
Trg hrvatskih velikana 3  
10000 Zagreb

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

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

ISSN 2459-8089 (online)

# Sadržaj

---

<b>Sažetak</b>	<b>5</b>
<b>1. Svjetsko gospodarstvo</b>	<b>8</b>
<b>2. Europodručje</b>	<b>11</b>
2.1. Realna kretanja	11
2.2. Cjenovna kretanja	12
2.3. Monetarna politika	14
2.4. Financijska tržišta i bankovni sustav	15
<b>3. Hrvatsko gospodarstvo</b>	<b>19</b>
3.1. Realna kretanja	19
3.2. Tržište rada	21
3.3. Cjenovna kretanja	23
<b>Okvir 1. Recentno kretanje inflacije cijena usluga</b>	<b>28</b>
3.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom	34
3.5. Bankovni sustav	36
<b>Okvir 2. Prijenos kamatnih stopa ESB-a na kamatne stope banaka u Hrvatskoj</b>	<b>40</b>
<b>Okvir 3. Šokovi ponude kredita i ekonomska aktivnost u Hrvatskoj</b>	<b>44</b>
<b>4. Projekcije za Hrvatsku</b>	<b>47</b>
4.1. Temeljne pretpostavke	47
4.2. Projekcije makroekonomskih varijabli	48
<b>Kratice i znakovi</b>	<b>53</b>
Kratice	53
Troslovne oznake za valute	54
Dvoslovne oznake za zemlje	54
Znakovi	55



## Sažetak

---

**Globalna se gospodarska aktivnost u prvim mjesecima 2023. pokazala razmjerno otpornom na još uvijek povišenu inflaciju i pooštrene globalne uvjete financiranja, a daljnje smanjenje cijena energenata i drugih sirovina te oporavak realnih dohodaka trebali bi podržati realnu dinamiku i u sljedećem razdoblju.** Glavni pokretač gospodarske aktivnosti u većini zemalja i dalje je osobna potrošnja stanovništva koju nastavljaju podupirati povoljna kretanja na tržištu rada i oporavak realnih dohodaka. S jenjavanjem pandemije potražnja se preusmjerila s robe na usluge, što je pogodovalo snažnom oporavku uslužnog sektora. Za razliku od toga, oporavak prerađivačkog sektora i dalje je vrlo prigušen, unatoč gotovo potpunoj normalizaciji globalnih lanaca opskrbe i padu troškova proizvodnje. Globalni cjenovni pritisci popuštaju s padom cijena energenata i drugih sirovina, no zbog prelijevanja prethodnih poskupljenja tih sirovina te rastućih pritisaka s tržišta rada, kao i snažne potražnje za nekim dobrima i osobito za uslugama, temeljna je inflacija u velikom broju zemalja i nadalje visoka.

**Bruto domaći proizvod europodručja u prva tri mjeseca 2023. tek se neznatno smanjio, no navješćujući pokazatelji upućuju na postupno dinamiziranje realne aktivnosti, koje bi moglo rezultirati godišnjom stopom realnoga rasta od 0,9% u cijeloj 2023., uz nastavak usporavanja inflacije.** Blagi pozitivan doprinos realnome rastu na početku 2023. dali su neto izvoz i investicije, dok je osobna potrošnja blago smanjena. Pokazatelji pouzdanja upućuju na pozitivne stope rasta u drugom tromjesečju, zbog čega nova projekcija ESB-a pretpostavlja realan rast europodručja od 0,9% u 2023. godini te postupno daljnje jačanje realne aktivnosti prema kraju projekcijskog razdoblja. Godišnja stopa inflacije europodručja do kraja svibnja primjetno se usporila. Tome je najviše pridonio pad cijena energenata na godišnjoj razini, dok su se cijene ostalih komponenata potrošačke košarice pokazale ustrajnije nego što se prije očekivalo. Prema trenutačnim očekivanjima ukupna inflacija u europodručju mogla bi u 2023. iznositi 5,4%, neznatno više nego u prošloj projekciji, a do kraja projekcijskoga horizonta trebala bi se približiti ciljanoj razini ESB-a.

**Kretanja na financijskim tržištima europodručja u prvoj polovini 2023. godine bila su pod utjecajem pooštavanja mjera monetarne politike ESB-a i problema s regionalnim bankama u SAD-u i jednom velikom bankom u Švicarskoj.** Od srpnja 2022. do svibnja 2023. godine Upravno vijeće ESB-a povećalo je ključne kamatne stope za 375 baznih bodova, što je najsnažniji ciklus pooštavanja monetarne politike u europodručju od uvođenja eura kao valute.<sup>1</sup> Osim standardnim mjerama ESB je dodatno postrožio monetarnu politiku i postupnim smanjivanjem bilance Eurosustava (najvećim dijelom zbog otplate sredstava banaka iz trećega kruga ciljanih operacija dugoročnog financiranja). Rast ključnih kamatnih stopa ESB-a doveo je do porasta kamatnih stopa na

---

<sup>1</sup> Na sastanku Upravnog vijeća ESB-a održanog 15. lipnja donesena je odluka da će se ključne kamatne stope povećati za dodatnih 25 baznih bodova (odluka stupa na snagu 21. lipnja) te je potvrđeno da s 1. srpnja završava reinvestiranje u sklopu programa otkupa vrijednosnih papira (APP). Učinci navedenih odluka na financijska tržišta i bankovni sustav nisu obrađeni u ovom broju Makroekonomskih kretanja i prognoza jer odluke stupaju na snagu nakon objave publikacije.

međubankovnom tržištu, pri čemu je prijenos bio gotovo potpun. Kretanja prinosa na tržištu obveznica bila su od početka godine stabilna, a prinosi na kraju svibnja na sličnoj razini kao na početku godine. Od takvih je kretanja odudarala kratkoročno pojačana kolebljivost tijekom ožujka povezana s neizvjesnostima glede stanja američkih i, u manjoj mjeri, europskih banaka. Ta su zbivanja privremeno smanjila prinose jer su investitori u njihovu svjetlu očekivali odgodu ili usporavanje intenziteta daljnjeg pooštavanja monetarne politike ESB-a. Budući da su poduzete regulatorne mjere spriječile prelijevanje učinaka propasti regionalnih banaka SAD-a na širi bankovni i financijski sustav, kretanja na financijskim tržištima europodručja ubrzo su se stabilizirala, što je ESB-u omogućilo ustrajnost u daljnjem pooštavanju monetarne politike.

**Hrvatsko se gospodarstvo nastavilo kretati putanjom robusnog rasta, pri čemu se u tekućoj godini očekuje realna stopa rasta od 2,9%, a malo niža stopa rasta mogla bi biti ostvarena u ostatku projekcijskoga horizonta.** Povoljnim domaćim gospodarskim kretanjima dominantno pridonose i nastavit će pridonositi investicije (poduprte fondovima EU-a) i snažna (uvelike inozemna) potražnja za uslugama. Početkom godine počela se oporavljati i osobna potrošnja pod utjecajem povoljnih kretanja na tržištu rada i razmjerno snažnog rasta realnih plaća. Nasuprot tome, robni je izvoz smanjen, a kretanja u industrijskoj proizvodnji pokazuju da bi mogao i nadalje ostati prigušen. U nastavku projekcijskoga horizonta rast bi mogao iznositi nešto nižih 2,6%, pri čemu se projicira ujednačeniji rast sastavnica, odnosno jačanje osobne potrošnje i robnoga izvoza pod pretpostavkom iščezavanja cjenovnih šokova, nastavka povoljnih kretanja na tržištu rada i jačanja vanjske potražnje.

**U prvih pet mjeseci inflacija u Hrvatskoj kontinuirano se usporavala ponajviše zahvaljujući cijenama energije, no temeljna inflacija, a napose inflacija cijena usluga, i dalje su vrlo postojane. U 2023. očekuje se tako stopa inflacije od 7,7%, a u sljedeće dvije godine daljnje postupno smanjivanje.** Godišnja stopa ukupne inflacije smanjila se s 12,7% u prosincu 2022. na 8,3% u svibnju 2023., čemu je poglavito pridonijelo slabljenje inozemnih inflacijskih pritisaka nakon pojeftinjenja energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu, kao i normalizacija globalnih opskrbnih lanaca. Osim toga, na usporavanje inflacije djeluje povoljan bazni učinak, odnosno iščezavanje učinka znatnog poskupljenja velikog broja proizvoda tijekom 2022., osobito sredinom te godine. Ipak, kratkoročna kretanja upućuju na još uvijek pojačane tekuće inflatorne pritiske pod utjecajem neizravnih učinaka prijašnjeg porasta cijena energenata, hrane i ostalih ulaznih troškova, preusmjerenja potražnje prema uslugama, što je omogućilo povećanje profitabilnosti poduzeća, kao i snažnog tržišta rada koje obilježavaju stabilan rast zaposlenosti, manjak radne snage i sve jači rast nominalnih plaća. Najnovije projekcije pokazuju da bi prosječna inflacija u Hrvatskoj u cijeloj 2023. mogla iznositi 7,7%, pri čemu očekivanom usporavanju najviše pridonose cijene energije, a cijene hrane u manjoj mjeri. Za razliku od toga, unatoč očekivanom usporavanju s približavanjem kraja godine temeljna bi inflacija u 2023. mogla biti viša nego prethodne godine zbog bržeg rasta cijena usluga. U sljedeće dvije godine očekuje se daljnje usporavanje inflacije, koja bi se u 2024. mogla spustiti na 3,9%, a zatim u 2025. na 2,3%.

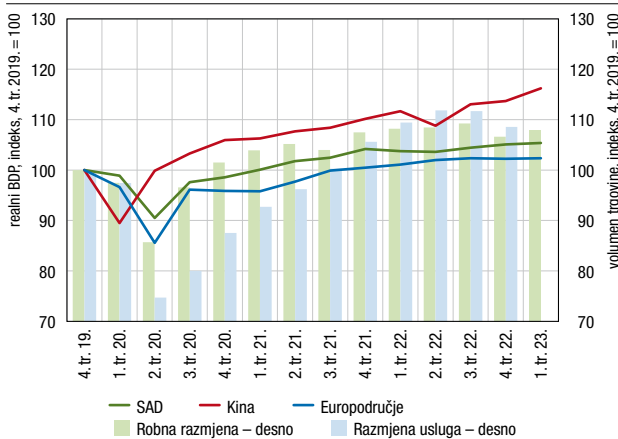
**Pooštavanje monetarne politike europodručja i sve nepovoljniji uvjeti financiranja počeli su se odražavati na kamatne stope i uvjete kreditiranja, no unatoč tome kreditna aktivnost hrvatskih banaka i dalje je razmjerno snažna.** Pod utjecajem povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a kamatne stope na kredite poduzećima porasle su u Hrvatskoj u drugoj polovini 2022. i na početku 2023., a stope na kredite kućanstvima tek su se ove godine počele blago povećavati. Standardi odobravanja kredita poduzećima nastavili su se pooštavati sličnim intenzitetom kao tijekom druge polovine prošle godine, na što je najviše utjecala niža razina tolerancije rizika banaka, kao i izgledi pojedine djelatnosti i/ili pojedinog poduzeća. Kreditiranje poduzeća i nadalje je razmjerno snažno unatoč pogoršanju uvjeta financiranja. Rast se stambenih kredita usporio, što se može povezati s pogoršanjem perspektive tržišta nekretnina i rastom kamatnih stopa, iako se sljedećih mjeseci može očekivati impuls koji provedba APN-ova programa pruža stambenom kreditiranju. S druge strane, potražnja za potrošačkim kreditima porasla je kao odraz rastućih dohodaka i potrošačkog optimizma, koji potiču nabavu trajnih potrošnih dobara.

## 1. Svjetsko gospodarstvo

Unatoč još uvijek povišenoj inflaciji i pooštrenim uvjetima financiranja globalna je gospodarska aktivnost u prvom tromjesečju 2023. bila snažnija od očekivanja, i u razvijenim i u zemljama s tržištima u nastajanju. Oporavku globalnoga gospodarstva od početka 2023. najviše pridonosi ubrzanje rasta u Kini potaknuto ukidanjem strogih pandemijskih ograničenja krajem prethodne godine (Slika 1.1.). S oporavkom domaće potražnje, posebno za uslugama, kinesko je gospodarstvo u prva tri mjeseca 2023. poraslo za 2,2% u odnosu na prethodno tromjesečje. U istom je razdoblju američko gospodarstvo, unatoč pooštrenim uvjetima financiranja, nastavilo rasti, premda po vrlo niskoj stopi (0,3% na tromjesečnoj razini). Pritom se zahvaljujući snažnom tržištu rada i potrošačkom optimizmu rast osobne potrošnje ubrzao, ali investicijska je aktivnost američkih poduzeća znatno oslabjela. Propast triju regionalnih banaka u SAD-u i intervenčno spašavanje sistemski važne banke Credit-Suisse preuzimanjem od strane UBS-a uz posredovanje regulatora i švicarske vlade u ožujku pridonijeli su povećanoj neizvjesnosti i kolebljivosti na svjetskim financijskim tržištima. U međuvremenu se, međutim, zabrinutost glede moguće sistemske bankovne krize smanjila pa su se kretanja na financijskim tržištima stabilizirala.

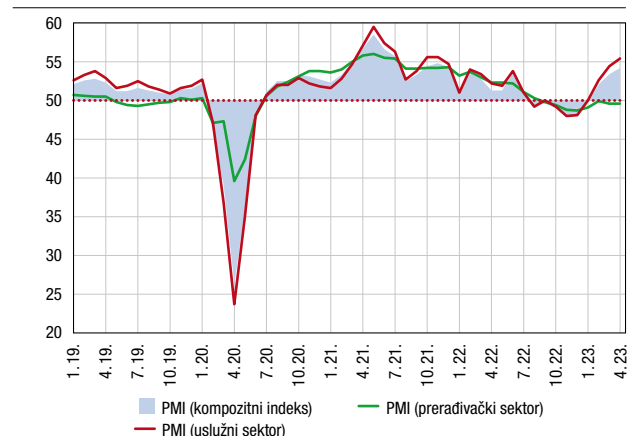
Globalni kompozitni indeks menadžera nabave nastavio se u travnju poboljšavati i signalizirati daljnje jačanje globalne gospodarske aktivnosti na početku drugog tromjesečja. Pritom je vidljiva sve veća divergencija između uslužnog i prerađivačkog sektora (Slika 1.2.). Dok je pokazatelj potražnje za uslugama dosegnuo najvišu razinu od sredine prošle godine, pokazatelj za prerađivački sektor i dalje se nalazi u blago negativnom području. S jedne strane, normalizacija globalnih lanaca opskrbe podupire aktivnost u prerađivačkom sektoru, ali visoki troškovi proizvodnje te preusmjerenje potražnje prema uslugama još uvijek ograničavaju aktivnost u tom segmentu globalnoga gospodarstva.

Slika 1.1. Gospodarska aktivnost na najvećim tržištima i globalna trgovina



Napomena: Podatak o globalnoj trgovini za 1. tr. 2023. ocjena je UNCTAD-a.  
Izvori: Eurostat; BEA; NBS; UNCTAD

Slika 1.2. Pokazatelji pouzdanja za globalno gospodarstvo



Napomena: Vrijednost indeksa iznad 50 označava ekspanziju, a vrijednost ispod 50 označava kontrakciju gospodarske aktivnosti.  
Izvor: S&P Global

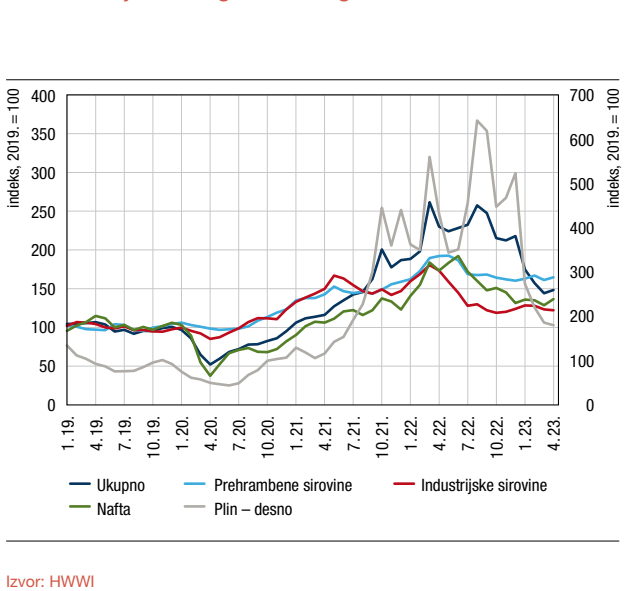


**Za razliku od realne aktivnosti, globalna je trgovina ostala prigušena na početku 2023. u skladu s kretanjima industrijske aktivnosti.** S obzirom na to da je oporavak gospodarske aktivnosti u većini zemalja koncentriran u uslužnim djelatnostima, koje su slabije zastupljene u međunarodnoj razmjeni, oporavak globalne trgovine u posljednjih nekoliko tromjesečja zaostaje za realnim kretanjima. Volumen trgovine robom zamjetno je smanjen u posljednjem tromjesečju 2022., uvelike pod utjecajem stagnacije kineskoga gospodarstva, nakon čega se počeo blago oporavljati zahvaljujući smanjenju ograničenja u globalnim lancima opskrbe te padu cijena energenata i troškova prijevoza. U globalnoj trgovini uslugama u posljednjih nekoliko tromjesečja ističe se snažan rast razmjene turističkih usluga, koji se nastavio i početkom 2023., dok je oporavak trgovine ostalim uslugama i dalje skroman.

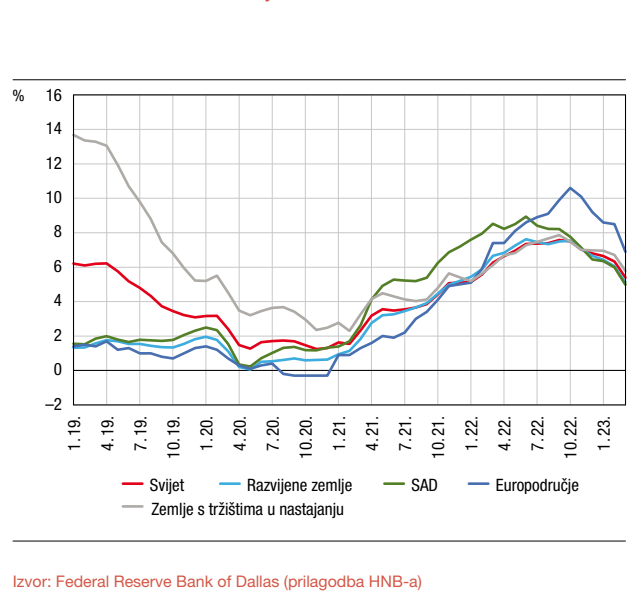
**Cijene energenata na svjetskom tržištu smanjuju se od sredine prošle godine, pa se uvelike ublažio i intenzitet pritisaka na rast potrošačkih cijena.** Nakon kontinuiranog pada od sredine prošle godine, cijene sirove nafte bile su u prvim mjesecima 2023. prilično stabilne, a kretale su se oko prosječnih 80 USD za barel. Proširenje sankcija u trgovini ruskom naftom (zabrana uvoza nafte i naftnih derivata u EU morskim putem) te dogovor zemalja EU-a i G7 o ograničenju cijene u trgovini ruskom naftom s trećim zemljama nisu znatnije utjecali na cijene. Nešto izraženiji pritisak na pad cijena nafte bilježio se jedino sredinom ožujka tijekom previranja u bankovnom sektoru i pojačane zabrinutosti zbog globalne potražnje, ali cijene su se vrlo brzo oporavile nakon što su članice skupine OPEC+ najavile dodatna ograničenja proizvodnje. Cijene plina na europskom tržištu smanjile su se s 80 EUR/MWh krajem 2022. na 30 EUR/MWh krajem svibnja, što je ispod razina koje su se bilježile prije ruske invazije na Ukrajinu. Znatno smanjenje cijena plina odražava izrazito povoljne vremenske prilike tijekom protekle zime i uspješna nastojanja zemalja članica EU-a da se osiguraju visoke razine uskladištenog plina i ostvare energetske uštede.

**Cijene ostalih sirovina uglavnom stagniraju u posljednjih nekoliko mjeseci na nešto povišenim razinama.** Nešto većoj kolebljivosti cijena prehrambenih sirovina na

Slika 1.3. Cijene energenata i drugih sirovina



Slika 1.4. Globalna inflacija



svjetskom tržištu pridonosi smanjena ponuda određenih poljoprivrednih kultura zbog nepovoljnih vremenskih prilika, a na europsko tržište znatno utječe i neizvjesnost glede izvoza žitarica iz Ukrajine preko Crnog mora. Kod industrijskih sirovina uglavnom se bilježi stagnacija cijena na svjetskom tržištu, uz iznimku metala, čije su cijene porasle tek neznatno pod utjecajem nešto boljih globalnih gospodarskih izgleda od početka godine (Slika 1.3.).

**Značajan pad cijena energenata uvelike je pridonio daljnjem usporavanju globalne inflacije u prvim mjesecima 2023.** Globalna je inflacija dosegla vrhunac u listopadu prošle godine, nakon čega se bilježi pad koji je podjednako izražen u razvijenim zemljama kao i u zemljama s tržištima u nastajanju (Slika 1.4.). Osim smanjenja cijena energenata usporavanju rasta potrošačkih cijena pridonijela je normalizacija globalnih opskrbnih lanaca, kao i pooštavanje globalnih uvjeta financiranja. Pritom se intenzitet pooštavanja monetarne politike središnjih banaka nekih gospodarstava, primjerice Sjedinjenih Američkih Država i Ujedinjene Kraljevine, vidljivo usporio posljednjih mjeseci.

**Temeljna inflacija u mnogim zemljama nastavlja rasti ili se zadržava na povišenoj razini, unatoč pojeftinjenju energenata i većeg broja sirovina.** Temeljnomo inflacijom sve više dominira rast cijena usluga, koji se pokazao tvrdokornijim od rasta cijena dobara jer su one relativno ovisnije o troškovima rada, koji nastavljaju snažno rasti, posebno u razvijenim zemljama. Isto tako, izraženijem rastu cijena usluga pridonose i promjene strukture globalne potražnje nakon pandemije.

## 2. Europodručje

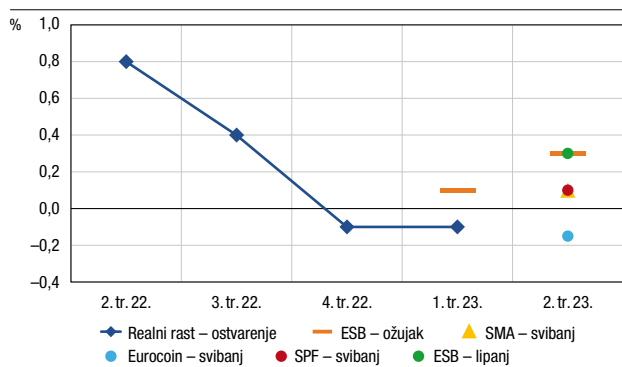
### 2.1. Realna kretanja

**Realna gospodarska aktivnost u europodručju u prva se tri mjeseca 2023. smanjila neznatno, za 0,1% na tromjesečnoj razini, a u prošloj se službenoj projekciji ESB-a očekivao vrlo blagi rast.** Pritom je osobna potrošnja stanovništva snižena više od očekivanja, iako su razmjerno snažan rast nominalnih plaća i usporavanje inflacije donekle ublažili intenzitet pada raspoloživog dohotka stanovništva. U uvjetima povećane neizvjesnosti i rasta kamatnih stopa na depozite porasla je i sklonost kućanstava štednji, što je dodatno ograničilo potrošnju. Pozitivan doprinos gospodarskom rastu na početku godine dali su neto izvoz robe i usluga, i to zbog pada uvoza izraženijeg od pada izvoza te investicije privatnog sektora, ali u puno manjoj mjeri.

**Uslužni sektor nastavlja jačati brže od očekivanja, dok je oporavak prerađivačkog sektora i dalje otežan.** Daljnje jačanje aktivnosti u uslužnom sektoru, posebno u kontaktno intenzivnim djelatnostima, potpomognuto je snažnom potražnjom nakon pandemije i promjenom sklonosti potrošača. Oporavak prerađivačkog sektora, pak, unatoč smanjenju cijena energenata i neizvjesnosti glede njihove opskrbe te unatoč normalizaciji globalnih lanaca opskrbe još je otežan zbog visokih troškova proizvodnje i pogoršanih uvjeta financiranja. To potvrđuju podaci o industrijskoj proizvodnji europodručja, koja je u prva tri mjeseca 2023. stagnirala u odnosu na posljednje tromjesečje 2022., što je gotovo u potpunosti posljedica izrazito snažne kontrakcije industrijske proizvodnje u ožujku.

**Pokazatelji pouzdanja upućuju na postupni oporavak gospodarstva europodručja u drugom tromjesečju, ali po vrlo niskim stopama (Slika 2.1).** Posljednjih nekoliko mjeseci bilježe se povoljnija kretanja većine pokazatelja pouzdanja. S jedne strane, pokazatelji pouzdanja u industriji i dalje su ispod dugoročnog prosjeka, što je u skladu s prije opisanim trendovima. Za razliku od toga, pouzdanje u uslužnom sektoru nastavlja se poboljšavati zahvaljujući snažnoj potražnji koju potpomaže i postupni oporavak potrošačkog optimizma (Slika 2.2).

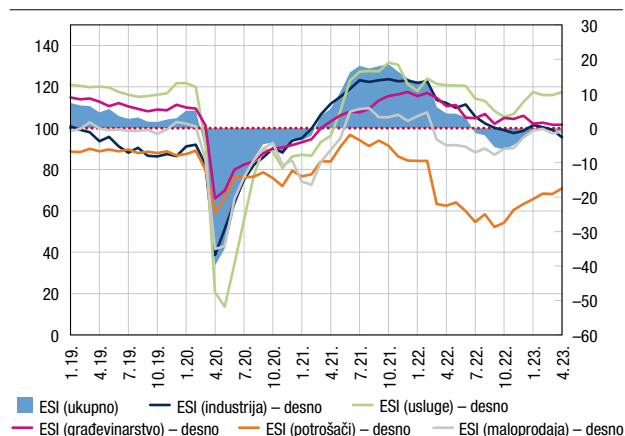
Slika 2.1. Gospodarska aktivnost u europodručju



Napomena: ESB – ožujak i ESB – lipanj odnose se na ESB-ovu prošlu i tekuću projekciju. SMA (engl. *Survey of Monetary Analysts*) i SPF (engl. *Survey of Professional Forecasters*) odnose se na rezultate ESB-ovih anketa tržišnih sudionika iz svibnja. Indikator Eurocoin razvila je Banca d'Italia i on predstavlja modelsku procjenu tromjesečne promjene realnog BDP-a europodručja izvedene iz visokofrekventnih podataka (ocjena iz svibnja).

Izvor: Eurostat

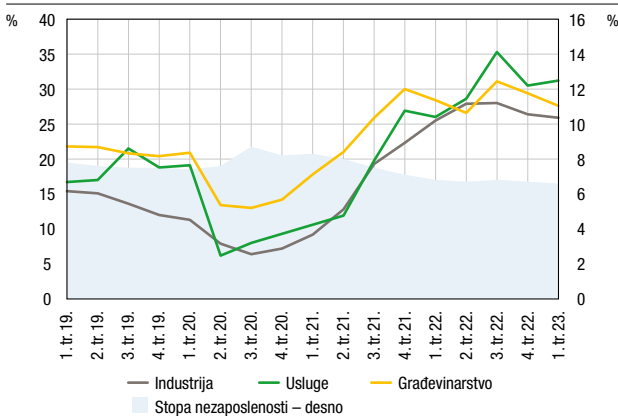
Slika 2.2. Pokazatelji pouzdanja za europodručje



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

Izvor: Eurostat

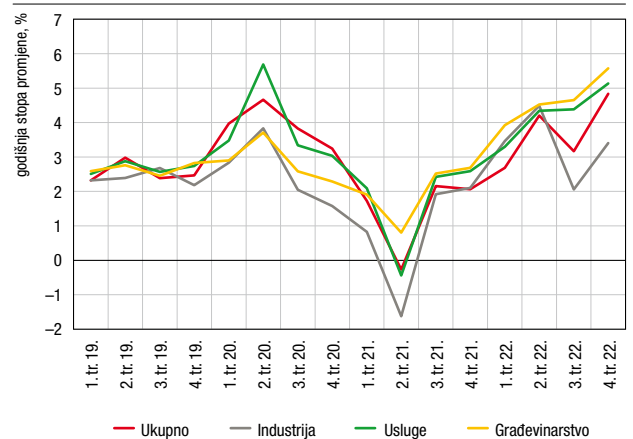
Slika 2.3. Manjak radne snage i stopa nezaposlenosti u europodručju



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

Izvor: Eurostat

Slika 2.4. Naknade zaposlenima u pojedinim djelatnostima u europodručju



Izvor: Eurostat

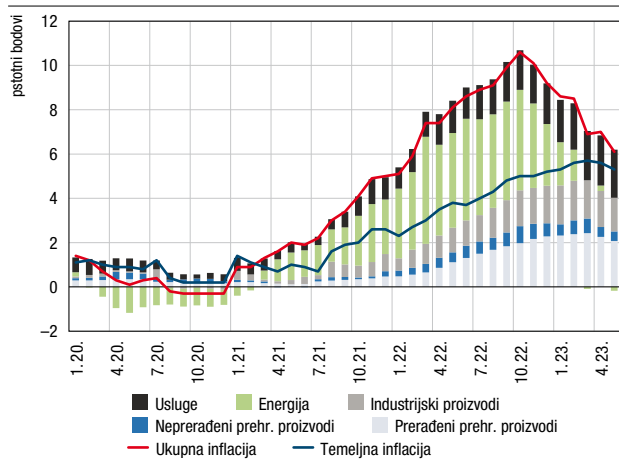
Na tržištu rada nastavili su se trendovi iz prethodne godine obilježeni široko rasprostranjenim manjkovima radne snage i sve snažnijim rastom nominalnih plaća. Do kraja ožujka 2023. stopa nezaposlenosti smanjila se u europodručju na 6,5% radne snage, pri čemu je u većini djelatnosti, a posebno u uslužnima, i nadalje izražen manjak radne snage (Slika 2.3.). U takvim su se uvjetima, zajedno sa zahtjevima radnika i sindikata da se nadomjesti pad kupovne moći zbog visoke inflacije, nastavili pritisci na rast nominalnih plaća. U posljednjem je tromjesečju 2022. godišnji rast nominalnih plaća u europodručju stoga dosegnuo 4,8%, a najizraženiji je bio u djelatnostima s najizraženijim manjkom radne snage (usluge i građevinarstvo). U nekim djelatnostima suočenima s ograničenjima na strani ponude i snažnom potražnjom bilježi se i rast profita poduzeća, što dodatno pridonosi inflatornim pritiscima.

## 2.2. Cjenovna kretanja

Nakon što se neznatno ubrzala u travnju i time prekinula višemjesečni trend usporavanja rasta, godišnja stopa inflacije europodručja u svibnju se primjetno usporila na 6,1% u odnosu na 7,0% zabilježenih mjesec prije. Pad cijena energije najviše je pridonio usporavanju ukupne inflacije u svibnju, a u skladu s povoljnim cjenovnim kretanjima na svjetskim tržištima. U svibnju je nastavljeno i usporavanje rasta cijena hrane, a zahvaljujući učinku baznog razdoblja te u skladu s usporenim rastom proizvođačkih cijena hrane. Ipak, rast cijena hrane i nadalje je vrlo izražen te znatno pridonosi kretanju ukupne inflacije. Kada je riječ o temeljnoj inflaciji, koja isključuje cijene hrane i energije, ona se usporila s 5,6% u travnju na 5,3% u svibnju (Slika 2.5.), i to zbog usporavanja rasta cijena usluga i industrijskih proizvoda. Temeljna je inflacija i nadalje relativno visoka s obzirom na to da se smanjenje cijena energenata i drugih sirovina još nije u znatnijoj mjeri prelilo na druge komponente inflacije.

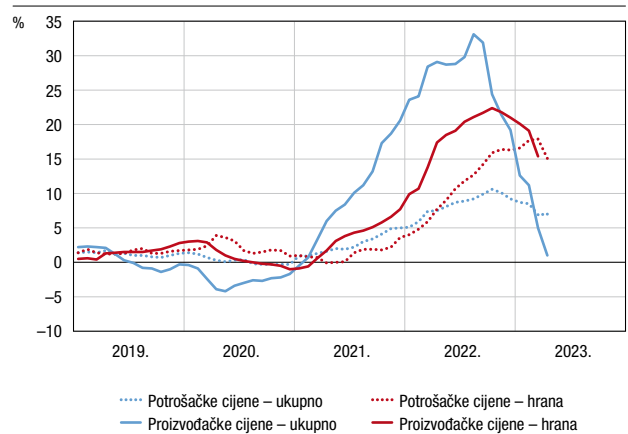
Iako su inflacijski pritisci vidno oslabjeli od sredine prošle godine, oni su i nadalje izraženi za većinu komponenti. Tomu pridonose pritisci s tržišta rada i rast

Slika 2.5. Inflacija u europodručju



Izvor: Eurostat

Slika 2.6. Odabrani pokazatelji potrošačkih i proizvođačkih cijena

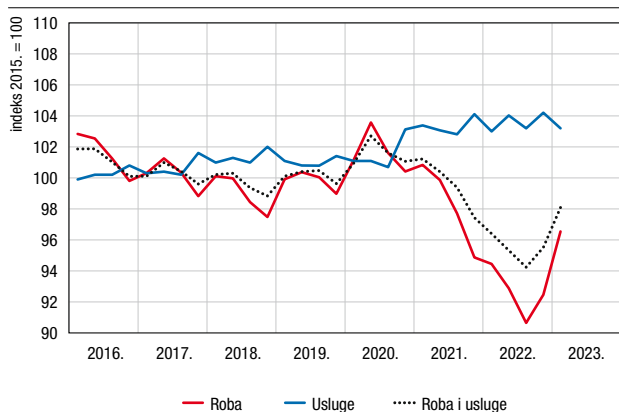


Izvor: Eurostat

nominalnih plaća, povećani profiti u pojedinim djelatnostima, kao i odgođeni prijenos ranijega cjenovnog šoka energenata i sirovina na proizvođačke cijene, posebice hrane (Slika 2.6.). Osim toga, odgođeni prijenos viših cijena energenata i hrane prisutan je i u segmentu pružanja usluga, poglavito smještaja te pripremanja hrane i pića. Ipak, iako su tekući inflacijski pritisci još uvijek izraženi, dostupni pokazatelji upućuju na to da se srednjoročna inflacijska očekivanja i nadalje kreću oko 2%.

**Od početka inflacijskog vala sredinom 2021. uvozne su cijene u europodručju rastle znatno brže nego izvozne, što je rezultiralo snažnim pogoršanjem uvjeta razmjene i salda tekućeg računa platne bilance.** S obzirom na to da je europodručje neto uvoznik energenata, izrazit porast cijena energenata pogoršao je njegove uvjete razmjene, pri čemu je snažniji rast izvoznih od uvoznih cijena usluga, posebice prijevoza i turističkih usluga, samo djelomično ublažio pogoršanje cijena u razmjeni robom (Slika 2.7.). S

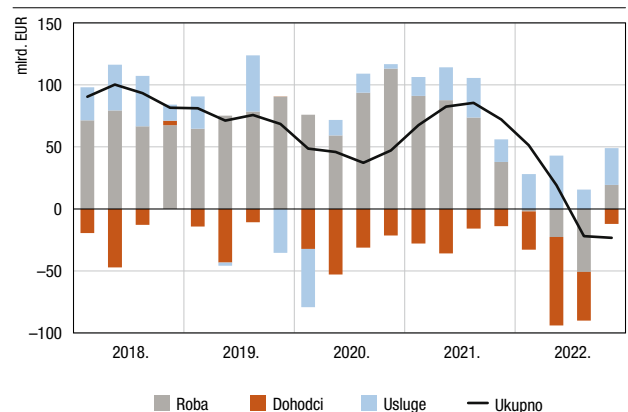
Slika 2.7. Uvjeti razmjene robe i usluga europodručja



Napomena: Uvjeti razmjene jesu omjer izvoznih i uvoznih cijena robe i usluga iz nacionalnih računa.

Izvor: Eurostat

Slika 2.8. Tekući račun platne bilance europodručja



Napomena: Ukupan saldo tekućeg računa izračunat je kao pomični prosjek posljednja četiri tromjesečja.

Izvor: ESB

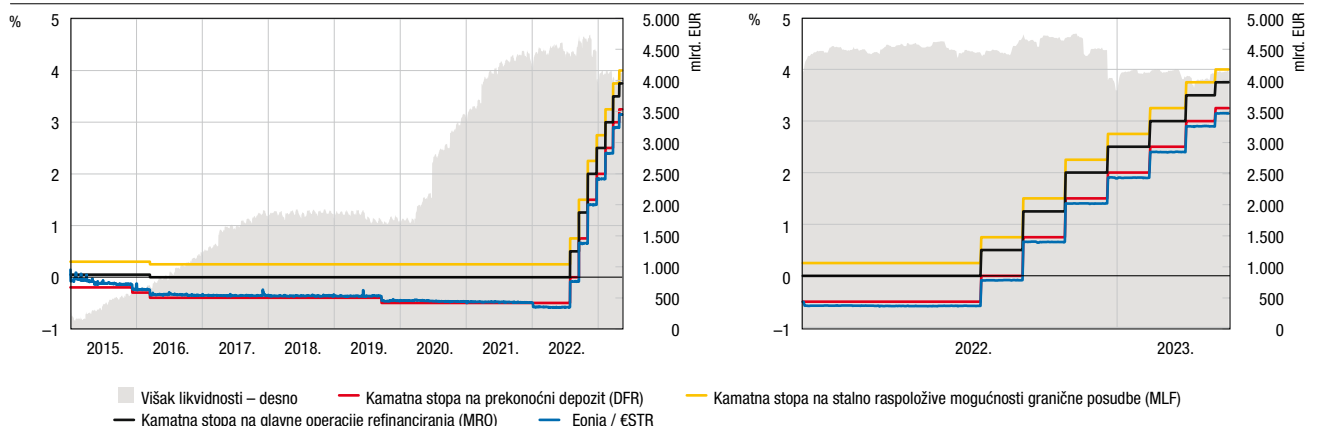
padom cijena energenata krajem prošle godine uvjeti razmjene počeli su se poboljšavati, što se ogleda i u recentnim podacima tekućeg računa platne bilance, na kojemu je u posljednjem tromjesečju 2022. ostvaren višak (Slika 2.8.).

### 2.3. Monetarna politika

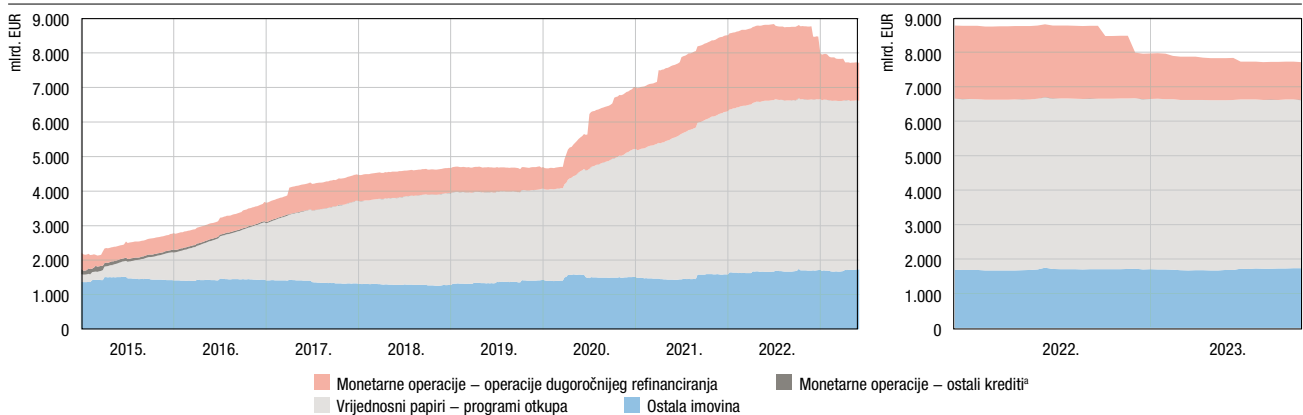
ESB je od srpnja 2022. do svibnja 2023. godine povećao ključne kamatne stope za 375 baznih bodova, što je najsnažniji ciklus pooštavanja monetarne politike u europodručju od uvođenja eura kao valute. Navedenim je odlukama kamatna stopa na prekonoćni depozit (DFR) (koja je u trenutačnim uvjetima visokih viškova likvidnosti ključna kamatna stopa Eurosustava) povećana s  $-0,50\%$  na  $3,25\%$ , kamatna stopa na glavne operacije financiranja (MRO) s  $0\%$  na  $3,75\%$  te kamatna stopa na prekonoćni zajam (MLF) s  $0,25\%$  na  $4,00\%$  (Slika 2.3.1.). Daljnje odluke o kamatnim stopama zasnovane će se na ocjeni cjenovnih kretanja utemeljenoj na pristiglim gospodarskim i financijskim podacima, kretanju temeljne inflacije i učinkovitosti transmisije monetarne politike.

Uz korištenje standardnih mjera monetarne politike, ESB je učinke podizanja kamatnih stopa dodatno ojačao i postupnim smanjivanjem bilance Eurosustava (Slika 2.3.2.). Smanjenju bilance najviše je pridonijela otpлата sredstava banaka iz treće runde programa dugoročnog (re)financiranja (engl. *targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO III) potaknuta rekalkibracijom uvjeta refinanciranja od studenoga 2022. godine. Dodatno, nakon prekida neto otkupa vrijednosnih papira putem programa otkupa vrijednosnih papira (engl. *Asset Purchase Programme*, APP) u prosincu 2021., Eurosustav je od ožujka 2023. prestao reinvestirati dio dospelje glavnice vrijednosnih papira. S druge strane, vrijednosni papiri dospjeli u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase programme*, PEPP) nastavit će se fleksibilno reinvestirati barem do kraja 2024. godine. S ciljem suzbijanja fragmentacije u transmisiji monetarne politike koja proizlazi iz povećanja raspona prinosa državnih obveznica zemalja članica europodručja, odnosno iz neopravdane i neuredne tržišne dinamike, Upravno vijeće u srpnju prošle godine najavilo je i moguću implementaciju transmisijskog instrumenta zaštite (engl. *transmission protection instrument*, TPI).

Slika 2.3.1. Ključne kamatne stope ESB-a



Slika 2.3.2. Bilanca Eurosustava



Napomena: Sivim i crvenim tonovima su prikazane monetarne stavke aktive bilance Eurosustava, a plavom nemonetarne.

<sup>a</sup> Ostali krediti uključuju: glavne operacije refinanciranja, obratne operacije fine prilagodbe, obratne strukturne operacije, mogućnost posudbe na kraju dana te kredite vezane uz poziv na uplatu marže.

Izvor: ESB

Na sastanku Upravnog vijeća ESB-a održanom 15. lipnja donesena je odluka da će se ključne kamatne stope povećati za dodatnih 25 baznih bodova (odluka je stupila na snagu 21. lipnja) te je potvrđeno da s 1. srpnja završava reinvestiranje u sklopu programa otkupa vrijednosnih papira (APP). Učinci navedenih odluka na financijska tržišta i bankovni sustav nisu obrađeni u ovom broju Makroekonomskih kretanja i prognoza jer odluke stupaju na snagu nakon objave publikacije.

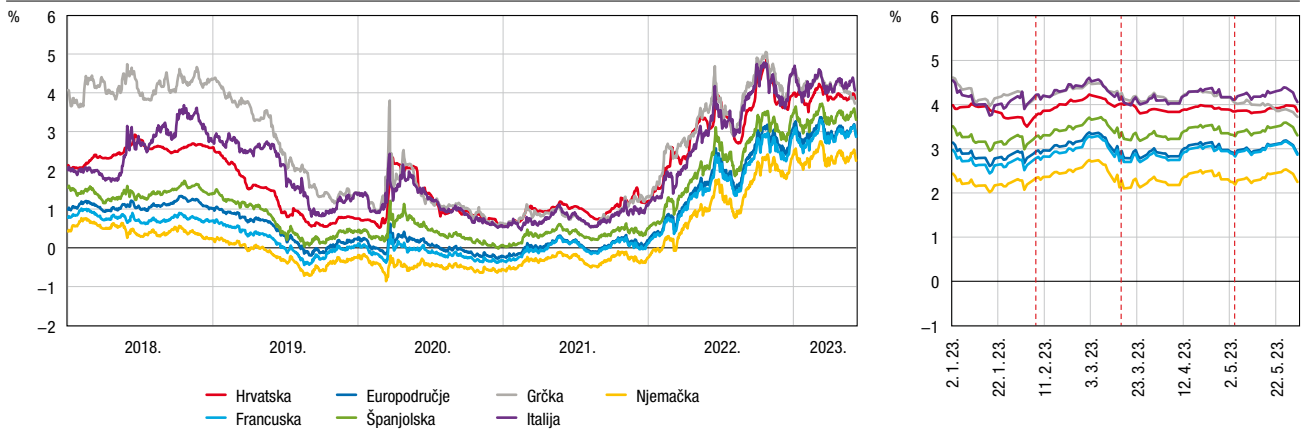
## 2.4. Financijska tržišta i bankovni sustav

Povećanje ključnih kamatnih stopa ESB-a gotovo se u potpunosti prenijelo na porast kamatnih stopa na novčanom tržištu. U prvoj polovini 2023. godine prijenos povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a na neosiguranom segmentu novčanog tržišta bio je trenutačan i potpun, dok je na osiguranom segmentu prijenos bio snažan, ali nije bio potpun te je postojala heterogenost među zemljama. Nakon posljednjeg povećanja kamatnih stopa ESB-a u svibnju za 25 baznih bodova, stopa €STR porasla je s 2,9% na 3,2%, koliko je dosegla na kraju svibnja (Slika 2.3.1.). Kod kreditiranja na malo duže rokove oscilacije su bile izraženije pod utjecajem promjene očekivanja u smislu brzine i intenziteta pooštavanja monetarne politike. Nakon što se početkom godine tromjesečni EURIBOR smanjio na razinu od 2,7%, signalizirajući očekivanja blažeg intenziteta povećanja rasta kamatnih stopa ESB-a, postojani inflacijski pritisci i nastavak monetarnog pooštavanja uz popuštanje napetosti djelovali su na porast tromjesečnog EURIBOR-a do razine od 3,3% krajem travnja i konačno 3,5% na kraju svibnja.

Osim promjenama u monetarnoj politici, kretanja na obvezničkom tržištu bila su određena rastom neizvjesnosti nakon propasti prvih dviju od ukupno tri regionalne banke u SAD-u i jedne banke u Švicarskoj u ožujku. Kretanja prinosa na tržištu obveznica od početka godine bila su stabilna, a prinosi na kraju svibnja bili su na sličnoj razini kao na početku godine (Slika 2.4.1.). Izuzetak je bio ožujak, kada je neizvjesnost povezana sa stanjem američkih i, u znatno manjoj mjeri, europskih banaka kratkoročno



Slika 2.4.1. Prinosi na dugoročne državne obveznice s preostalim dospijećem 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 okomitim linijama označeni su sastanci Upravnog vijeća ESB-a u veljači, ožujku i svibnju.

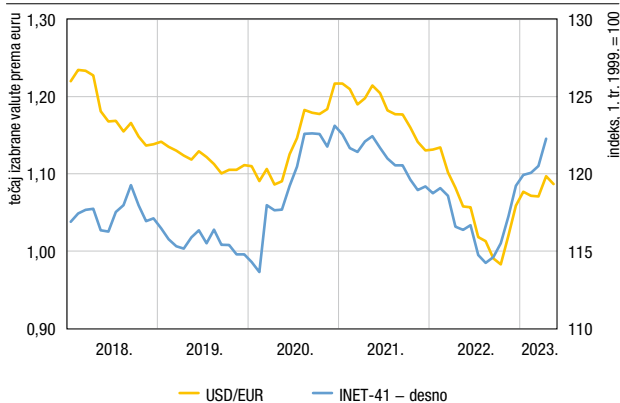
Izvori: Bloomberg; Eurostat; izračun HNB-a

pojačala kolebljivost. Ta su zbivanja kratkotrajno smanjila prinose jer su investitori očekivali odgodu ili usporavanje daljnjeg intenziteta pooštavanja monetarne politike ESB-a. S obzirom na poduzete regulatorne mjere koje su spriječile prelijevanje učinaka propasti velikih banaka u SAD-u i Švicarskoj na širi bankovni i financijski sustav, kretanja na financijskim tržištima europodručja ubrzo su se stabilizirala, što je ESB-u omogućilo ustrajnost u nastavku pooštavanja monetarne politike. Prinos na dugoročne obveznice Hrvatske nije znatnije reagirao na opisana zbivanja te je krajem svibnja iznosio 3,9%, odnosno smanjio se za 14 baznih bodova u odnosu na početak 2023. godine te 5 baznih boda u odnosu na kraj travnja.

**Na svjetskom deviznom tržištu euro se prema američkom dolaru počeo oporavljati pred kraj 2022., pa je do svibnja 2023. vratio većinu vrijednosti izgubljene u prošloj godini.** Tome su najviše pridonijela očekivanja da bi se tempo povećanja ključnih kamatnih stopa FED-a mogao usporiti i da bi monetarna politika u SAD-u mogla promijeniti svoj smjer ranije od očekivanja.

S druge strane, podršku euru dala su i očekivanja o nastavku normalizacije monetarne politike ESB-a. Propast dviju regionalnih banaka u SAD-u u ožujku 2023. godine nepovoljno se odrazio na gospodarske izgleda i dodatno smanjio očekivanja o povećanju ključnih kamatnih stopa. Tečaj eura prema američkom dolaru kretao se u svibnju 2023. oko prosječne vrijednosti od 1,09 USD/EUR, što je aprecijacija od oko 11% u odnosu na razinu iz rujna 2022. godine. U istom razdoblju nominalni efektivni tečaj eura prema košarici valuta glavnih

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 označuje aprecijaciju eura.

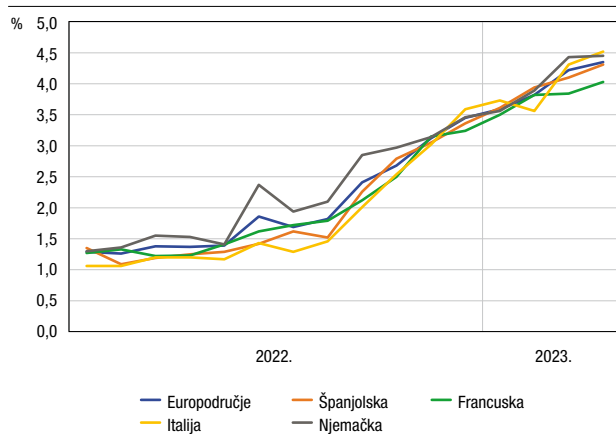
Izvor: ESB



trgovinskih partnera europodručja aprecio je za oko 6% te se vratio na razinu zabilježenu sredinom 2021. godine (Slika 2.4.2.).

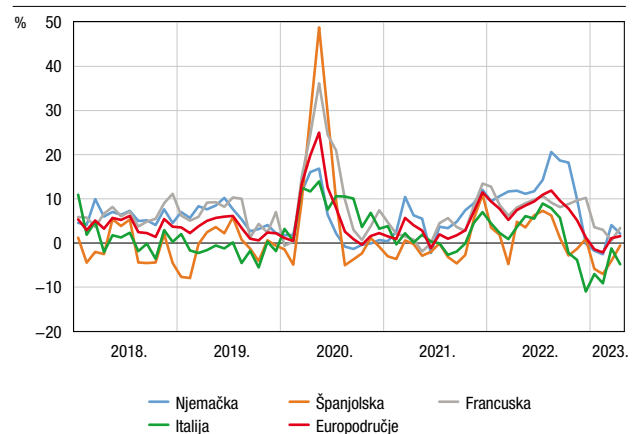
**Trošak zaduživanja za poduzeća i stanovništvo nastavio je rasti, odražavajući brz tempo i intenzitet povećavanja kamatnih stopa ESB-a, dok se kreditna aktivnost stabilizirala.** Na razini europodručja, prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima dosegla je u travnju 4,35% (Slika 2.4.3.), što je za 75 baznih bodova više u odnosu na kraj prošle godine. Porast kamatnih stopa pratio je pad ukupnog obujma kreditiranja, pa je tako tromjesečna analizirana stopa rasta kredita nefinancijskim poduzećima početkom godine postala negativna u europodručju u svim glavnim zemljama osim Francuske (Slika 2.4.4.). Uz prisutnu heterogenost među zemljama, krediti nefinancijskim poduzećima u Italiji najviše su se smanjili, dok je kreditiranje nefinancijskim poduzećima u Francuskoj i nadalje u porastu. Nakon kratkotrajnog usporavanja kreditiranja koje je bilo relativno ujednačeno u svim zemljama europodručja,

Slika 2.4.3. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima



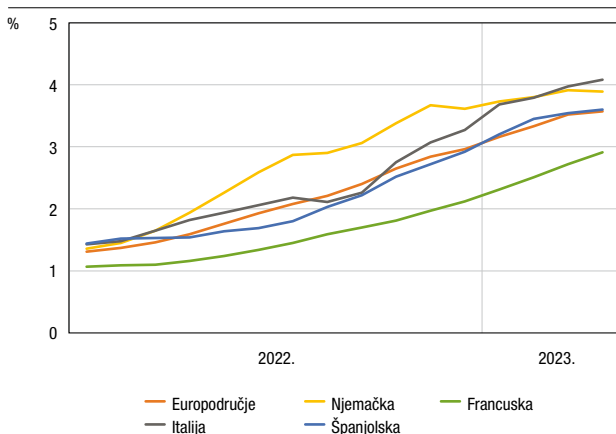
Izvor: ESB

Slika 2.4.4. Kreditni moment (zamah) u europodručju (poduzeća)



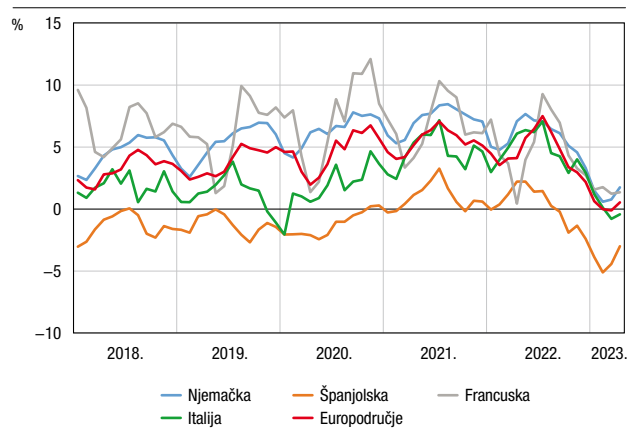
Napomena: Tromjesečna stopa promjene na godišnjoj razini.  
Izvor: ESB; izračun HNB-a

Slika 2.4.5. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite stanovništvu



Napomena: Serija se odnosi na stambene kredite.  
Izvor: ESB

Slika 2.4.6. Kreditni moment (zamah) u europodručju (stanovništvo)



Napomena: Tromjesečna stopa promjene na godišnjoj razini. Serija se odnosi na stambene kredite.  
Izvori: ESB; izračun HNB-a

početkom ove godine vidljive su naznake stabilizacije. Također, nakon što se rast kredita stanovništvu početkom godine zaustavio (Slika 2.4.6.), u posljednja dva mjeseca krediti stanovništvu počinju ponovo rasti. Kamatna stopa na prvi put ugovorene stambene kredite stanovništvu iznosila je 3,6% u travnju u odnosu na 3,16% iz siječnja (Slika 2.4.5). Općenito promatrajući u odnosu na prošlu godinu, intenzitet kreditiranja osjetnije je oslabio u segmentu kreditiranja nefinancijskih poduzeća nego kod stanovništva. Ta je činjenica vezana i za bazne učinke iz prošle godine, kada je kreditiranje bilo vrlo snažno zbog pojačanih potreba za financiranjem obrtnoga kapitala zbog poskupljenja energenata i sirovina.

## 3. Hrvatsko gospodarstvo

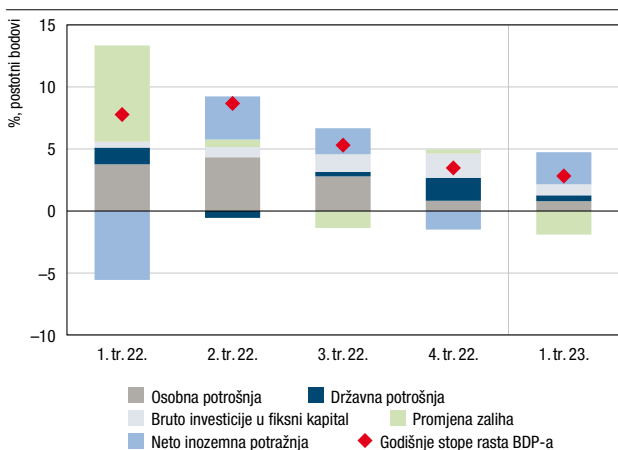
### 3.1. Realna kretanja

Gospodarska aktivnost nastavila se početkom godine povećavati sličnim intenzitetom kao krajem prošle godine pod utjecajem opravka domaće potražnje i preusmjerenja potražnje na europskom tržištu prema uslugama praćenim smanjenjem cijena energenata i sirovina. Ti su povoljni utjecaji nadvladali ograničenja koja su postavljale geopolitička nestabilnost, još uvijek povišena inflacija i restriktivna monetarna politika (Slika 3.1.1.). Realni se BDP u prva tri mjeseca tekuće godine tako povećao za 1,4% u odnosu na prethodno tromjesečje, te je bio za 2,8% veći u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Viša stopa rasta realnog BDP-a u odnosu na prosjek za europodručje i Europsku uniju (Slika 3.1.2.) postupno je smanjivala dohodovne razlike, nakon što je u 2022. domaći proizvod po stanovniku (u terminima kupovne moći) dosegnuo 73% prosjeka EU-a.

Povoljnim gospodarskim kretanjima u prvom tromjesečju znatno su pridonijele investicije i snažna potražnja za uslugama. Ipak, kretanja u građevinarstvu kao i uvoz kapitalnih dobara upućuju na usporavanje rasta privatnih investicija, što bi se djelomično moglo povezati s postupnim pogoršavanjem uvjeta financiranja. U uslužnim djelatnostima, poglavito onima koje su povezane s turizmom, i dalje su vidljiva razmjerno povoljna kretanja povezana i sa znatnim godišnjim porastom dolazaka i noćenja stranih turista. Dok se izvoz usluga povećao u odnosu na kraj protekle godine, izvoz robe istodobno se snažno smanjio. Takva bi kretanja mogla biti djelomice pod utjecajem dinamike u 2022. kada je ostvaren iznimno snažan porast robnog izvoza. Međutim, slabljenje robnog izvoza vjerojatno je djelomično povezano i s prigušenom aktivnosti u zemljama koje su hrvatski glavni vanjski trgovinski partneri, kao i promjenama u strukturi potražnje, s dobara prema uslugama.

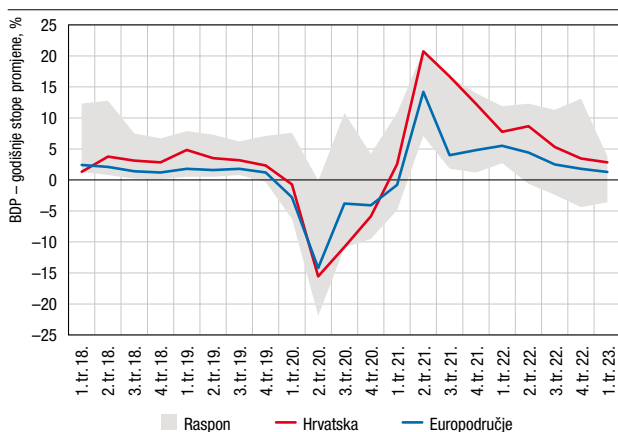
Osobna se potrošnja početkom 2023. oporavila nakon snažnog pada zabilježena krajem prošle godine (Slika 3.1.6.). Smanjenje potrošnje u četvrtom tromjesečju

Slika 3.1.1. Doprinosi promjeni realne gospodarske aktivnosti



Izvor: Eurostat

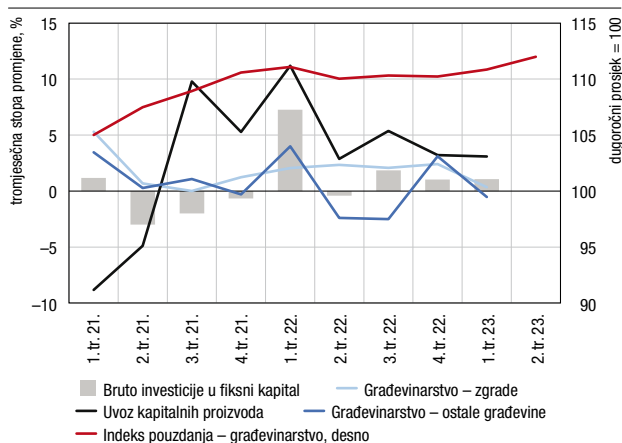
Slika 3.1.2. Kretanje gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj i europodručju



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

Izvor: Eurostat

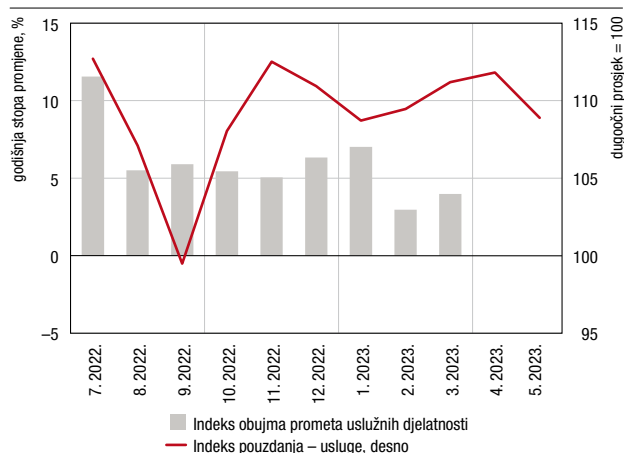
Slika 3.1.3. Pokazatelji investicijske aktivnosti i pouzdanje u sektoru građevinarstva



Napomena: Podaci o pouzdanju u sektoru građevinarstva za drugo tromjesečje 2023. odnose se na travanj i svibanj.

Izvori: DZS; Ipsos; HNB

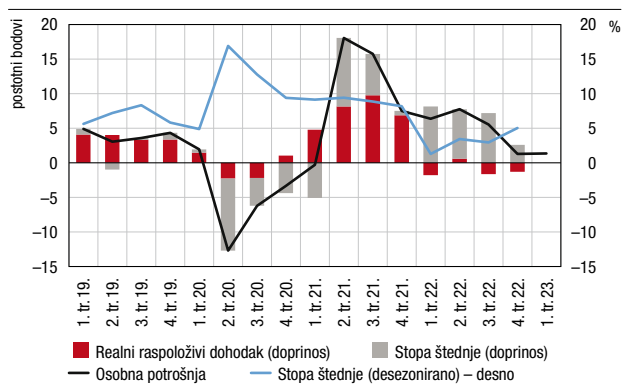
Slika 3.1.4. Kretanje obujma prometa uslužnih djelatnosti i pouzdanje u sektoru usluga



Napomena: Usluge uključuju sektore H, I, J, L, M i N

Izvori: DZS; Ipsos; HNB

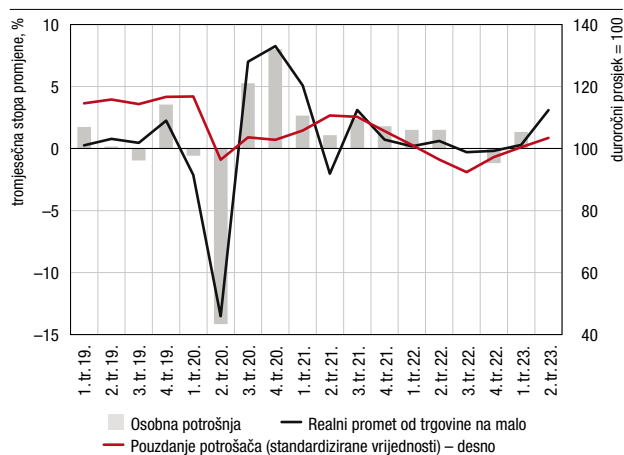
Slika 3.1.5. Doprinos raspoloživog dohotka i stope štednje godišnjoj promjeni osobne potrošnje



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 3.1.6. Osobna potrošnja, trgovina na malo i pouzdanje potrošača

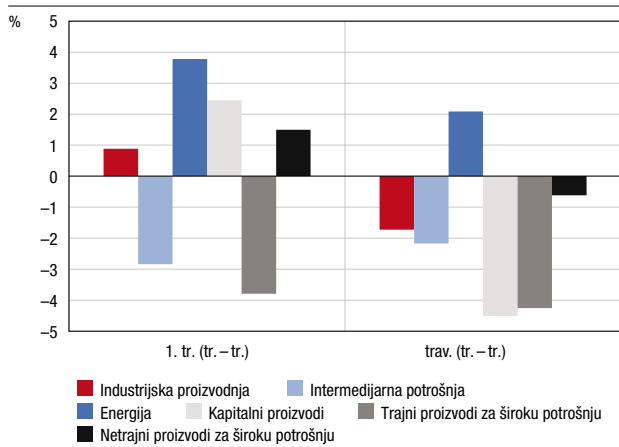


Izvori: DZS; Ipsos

2022. djelomice je odraz nastojanja kućanstava da povećaju štednju s vrlo niske razine dosegnute još početkom protekle godine (Slika 3.1.5.) i potisnutog pouzdanja potrošača nastalog zbog pada realnih dohodaka te neizvjesnosti u vezi s budućim ekonomskim kretanjima. Snažno tržište rada u prvom tromjesečju 2023., obilježeno nastavkom rasta broja zaposlenih i djelomičnim oporavkom realnih plaća, rezultiralo je poboljšanjem potrošačkog optimizma i porastom osobne potrošnje.

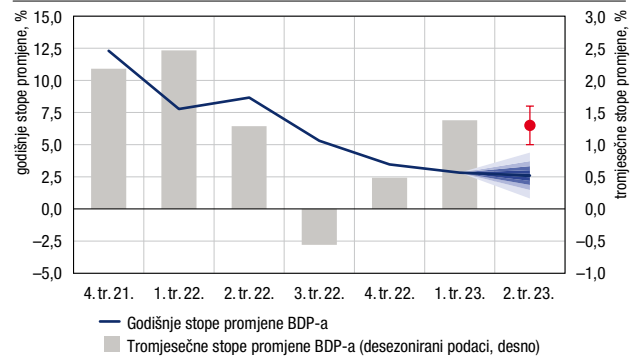
**Raspoloživi mjesečni podaci upućuju na nastavak povoljnih trendova i u drugom tromjesečju.** Prema modelu brze procjene gospodarske aktivnosti HNB-a, koji trenutno uključuje mali broj dostupnih podataka za drugo tromjesečje, ocjenjuje se kako bi realni BDP u razdoblju od travnja do lipnja mogao porasti sličnim intenzitetom kao i u prvom tromjesečju (Slika 3.1.8.), ali, zbog baznog učinka, godišnja bi se stopa rasta mogla blago usporiti na 2,6%. Pritom se realni promet od trgovine na malo u travnju snažno

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



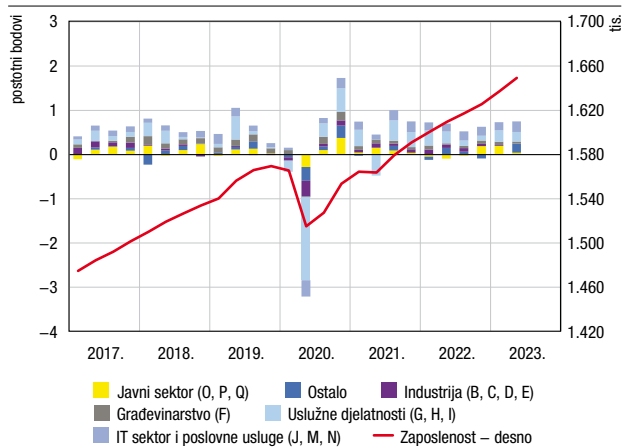
Napomena: Ocjena za drugo tromjesečje 2023. odnosi se na Mjesečni pokazatelj realne gospodarske aktivnosti HNB-a (opširnije o izračunu MRGA-e vidi u istraživanju HNB-a "Brza procjena BDP-a upotrebom dostupnih mjesečnih indikatora", autora D. Kunovca i B. Špalata). Modeli su procijenjeni na osnovi podataka objavljenih do 29. svibnja 2023. Crvenom je točkom označena ocjena tromjesečne promjene realnog BDP-a, uz povijesne greške procjene u rasponu od  $\pm$  jedne standardne devijacije.  
Izvori: Eurostat; DZS; HNB

povećao, uz nastavak rasta pouzdanja potrošača, što upućuje na oporavak potražnje za robom, a podaci o iznosima fiskaliziranih računa kao i zadržavanje optimizma u sektoru usluga odražavaju razmjerno snažnu potražnju za uslugama. Osim toga, poduzeća u sektoru građevinarstva i dalje su relativno optimistična kada je riječ o kretanjima u iduća tri mjeseca te se planiraju daljnja zapošljavanja (dostupnost radne snage izdvaja se i nadalje kao jedan od glavnih ograničujućih činitelja rasta). Nasuprot tome, industrijska se proizvodnja u travnju snažno smanjila, pri čemu su pad proizvodnje ostvarile sve glavne industrijske grupacije osim energije (Slika 3.1.7.), a tijekom travnja i svibnja nastavio je slabjeti i optimizam u industriji. Navedeno upućuje na slabost inozemne potražnje za robom koja bi mogla prigušiti rast robnog izvoza u nastavku godine.

### 3.2. Tržište rada

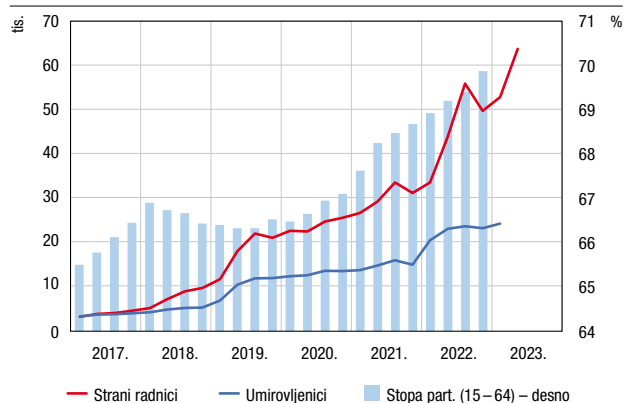
**Robusna gospodarska aktivnost djelovala je na nastavak snažnog porasta broja zaposlenih osoba u Hrvatskoj.** U prvom tromjesečju 2023. ukupna je zaposlenost porasla za 0,7% u odnosu na prethodno tromjesečje. Najsnažniji doprinos ukupnom rastu zaposlenosti dalo je zapošljavanje u uslužnim djelatnostima povezanim s turizmom, IT sektoru te u javnom sektoru, dok je broj zaposlenih u građevinarstvu i industriji rastao slabijim intenzitetom (Slika 3.2.1.). Promatrano na godišnjoj razini, broj zaposlenih u prvome je tromjesečju bio za 2,4% veći nego u istom razdoblju 2022. godine. Podaci za travanj i svibanj upućuju na nastavak rasta zaposlenosti sličnim intenzitetom kao u prvom tromjesečju, pri čemu su ostvarene mjesečne stope rasta donekle nadmašile one iz istog razdoblja 2022. godine. Navedeno se odrazilo i na blago ubrzavanje rasta zaposlenosti (iskazanog u odnosu na isto razdoblje prethodne godine) tijekom travnja i svibnja. Pritom se dio potražnje za radom i nadalje namiruje pojačanim zapošljavanjem radnika iz trećih zemalja (izvan Europske unije) te angažiranjem umirovljenika koji rade do polovine radnog vremena (Slika 3.2.2.). Radnici iz trećih zemalja zastupljeni su ponajviše u radno intenzivnim djelatnostima poput građevinarstva, industrije i uslužnih djelatnosti povezanih

Slika 3.2.1. Zaposlenost po djelatnostima NKD-a, sezonski prilagođeni podaci, doprinosi tromjesečnoj stopi promjene



Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2023. godine odnose se na travanj i svibanj.  
Izvor: HZMO (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.2.2. Stopa participacije, zaposleni umirovljenici i strani radnici



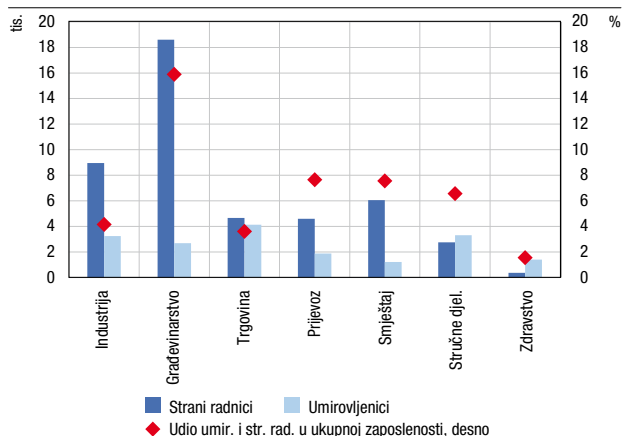
Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2023. godine za radnike iz trećih zemalja odnose se na travanj i svibanj. Stopa participacije izračunata je za stanovništvo u rasponu od 15 do 64 godine.

Izvor: HZMO

s turizmom, dok najveći broj umirovljenika radi u djelatnosti trgovine (Slika 3.2.3.). U uvjetima oskudice radne snage i sve većeg zapošljavanja umirovljenika i stranaca, stopa participacije u dobnoj skupini od 15 do 64 godine nastavila je postupno rasti te je u razdoblju od listopada do prosinca 2022. godine dosegla 70,4%.

Rast zapošljavanja odrazio se djelomice i na smanjenje stope nezaposlenosti, pri čemu na snažnu potražnju za radom upućuju i nadalje visoke vrijednosti stope slobodnih radnih mjesta (Slika 3.2.4.). Sezonski prilagođena administrativna stopa nezaposlenosti u prvom je tromjesečju snižena na 6,1% radne snage, sa 6,6% iz prethodna tri mjeseca. Podaci za travanj upućuju na nastavak smanjivanja stope nezaposlenosti koja je u spomenutom mjesecu iznosila 6% (sezonski prilagođeno). S obzirom na daljnji pad broja nezaposlenih u svibnju, u kojem se broj nezaposlenih osoba snizio ispod 100.000, može se očekivati nastavak smanjivanja stope nezaposlenosti. Međunarodno usporediva (anketna) stopa nezaposlenosti dostupna je za posljednje tromjesečje 2022., kada je iznosila 6,5% radne snage (sezonski prilagođeno).

Slika 3.2.3. Stanje zaposlenih umirovljenika i stranih radnika zaključno s ožujkom 2023.

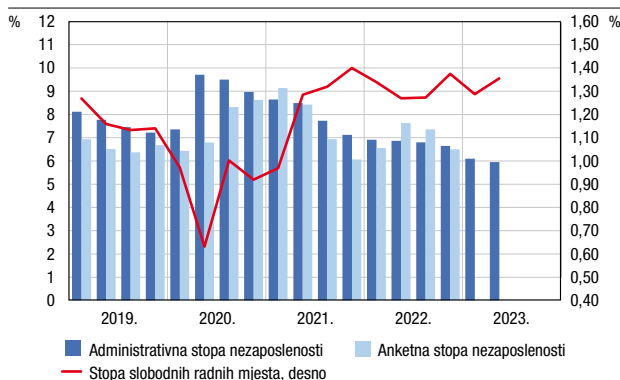


Napomena: Grafikon prikazuje podatke za radnike iz trećih zemalja i umirovljenike koji rade do polovine radnog vremena u 2023. godini zaključno s ožujkom.

Izvor: HZMO

Snažno je zapošljavanje, uz nedostatak radne snage, vrlo nisku nezaposlenost te akumulirani gubitak kupovne moći zbog povišene inflacije, početkom godine znatno ubrzalo rast nominalnih plaća, pa je porasla i njihova kupovna moć (Slika 3.2.5.). Pritom je rast plaća bio široko rasprostranjen po djelatnostima, iako je ubrzavanje rasta ponajviše izraženo u privatnom sektoru. Porast bruto nominalnih plaća i postupno usporavanje inflacije rezultirali su i tromjesečnim povećanjem

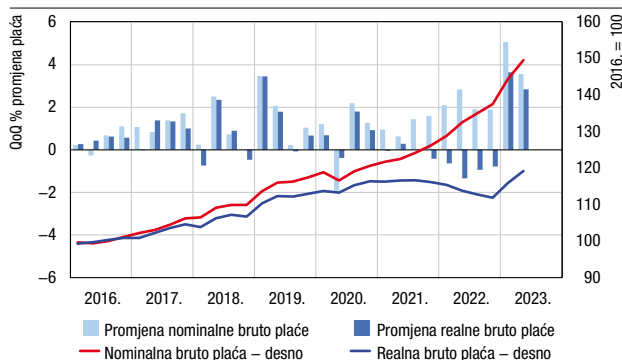
Slika 3.2.4. Stope nezaposlenosti i slobodnih radnih mjesta, sezonski prilagođeni podaci



Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2023. godine odnose se na travanj. Pri izračunu administrativne stope nezaposlenosti od siječnja 2015. rabe se podaci o zaposlenosti prikupljeni iz obrasca JOPPD. Stopa slobodnih radnih mjesta računa se kao udio slobodnih radnih mjesta u ukupnoj potražnji za radom (zbroj osiguranika HZMO-a i slobodnih radnih mjesta).

Izvori: DZS; HZZ; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.2.5. Prosječna nominalna i realna plaća, sezonski prilagođeni podaci

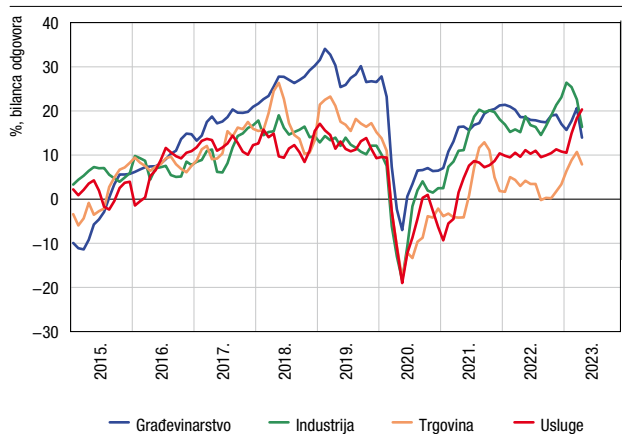


Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2023. godine odnose se na travanj. Podaci o prosječnoj nominalnoj bruto plaći po djelatnostima odnose se na podatke prikupljene iz obrasca RAD-1, a od siječnja 2016. na podatke prikupljene iz obrasca JOPPD. Podaci o prosječnim plaćama isplaćenima u veljači 2020. izračunati su prema ekvivalentu punoga radnog vremena. Podaci o plaćama u 2019. prema načelu ekvivalenta punoga radnog vremena objavljeni su u analitičke svrhe.

Izvori: DZS; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

realnih plaća. U prvom je tromjesečju 2023. prosječna realna bruto plaća tako porasla za 3,6% nakon pet tromjesečja uzastopnog pada. Kretanja u prvom tromjesečju bila su pod velikim utjecajem zamjetnog skoka plaća isplaćenih u veljači za siječanj, koji je sudeći prema znatno manje izraženom rastu u ožujku bio jednokratna. Moguće je da ovakav snažan rast plaća na početku godine odražava činjenicu da se u određenom broju poduzeća početkom godine plaće prilagođavaju poslovnim rezultatima i/ili makroekonomskim kretanjima u prethodnoj godini. Osim toga, prisutni manjkovi radne snage mogli bi potaknuti poslodavce da podizanjem plaća nastoje smanjiti fluktuacije zaposlenika i s time povećane troškove. Dodatno, određeni utjecaj moglo je imati i povećanje minimalne plaće od 1. siječnja (s razine od 560 na 700 EUR u bruto iznosu). Podaci za travanj pokazuju da je mjesečni rast nominalne i realne plaće na početku drugog tromjesečja dodatno oslabio u odnosu na ožujak. Pokazatelji očekivanja zaposlenosti upućuju na nastavak pojačanih pritisaka na tržištu rada (Slika 3.2.6.), a posebice u uslužnim djelatnostima.

Slika 3.2.6. Očekivanje zaposlenosti po sektorima (u sljedeća tri mjeseca), sezonski prilagođeni podaci, tročlani pomični prosjek mjesečnih podataka



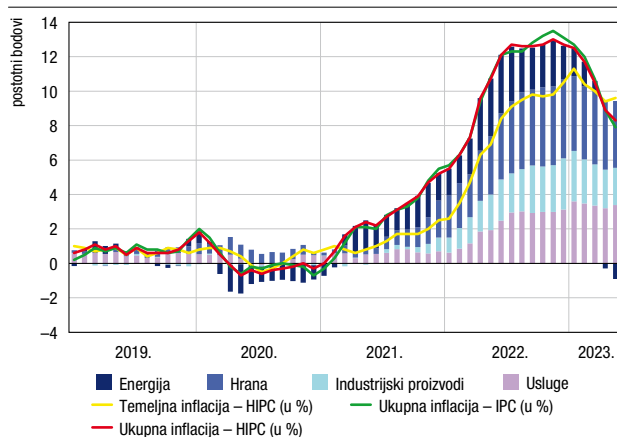
Izvor: Anкета o pouzdanju poduzetnika (sezonska prilagodba HNB-a)

### 3.3. Cjenovna kretanja

Ukupna inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC-om) kontinuirano se smanjivala tijekom prvih pet mjeseci 2023. te je u svibnju prema prvoj procjeni iznosila 8,3%, nakon 12,7% zabilježenih u prosincu 2022. (Slika 3.3.1.). Usporavanju ukupne inflacije najviše su pridonijele cijene energije, zahvaljujući



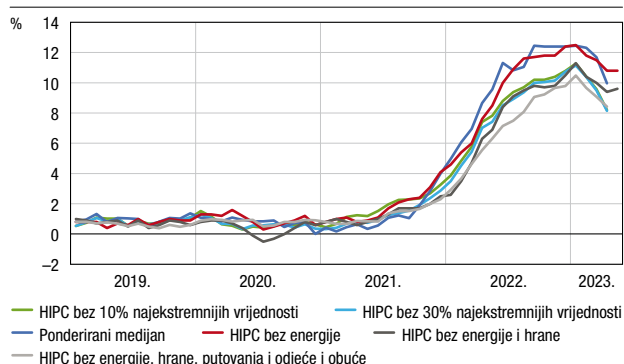
Slika 3.3.1. Pokazatelji inflacije u Hrvatskoj



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

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 3.3.2. Pokazatelji temeljne inflacije u Hrvatskoj



Napomena: Srednja vrijednost bez najekstremnijih vrijednosti (engl. *trimmed mean*) mjera je središnje tendencije koja je izračunata tako da se u određenom mjesecu isključi 5% (15%) komponenata s najvećim i najmanjim godišnjim stopama promjene. Ukupan skup podataka odnosi se na 87 komponenata HIPC-a. Ponderirani medijan oblik je srednje vrijednosti bez najekstremnijih vrijednosti, a isključuje sve osim ponderirane srednje točke distribucije promjena cijena.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 3.3.3. Pokazatelji inozemnih i domaćih pritisaka na cijene

		2021.												2022.												2023.			
		I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	X.	XI.	XII.	I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	X.	XI.	XII.	I.	II.	III.	IV.
Inozemni inflatorni pritisci	Potražnja u europodručju	PMI EA Composite																								ESI EA			
	Cijene energenata i sirovina na svjetskom tržištu	Sirova nafta Brent (USD/barel) <sup>a</sup>																											
		Prirodni plin (EUR/MWh) <sup>a</sup>																											
		Električna energija (EUR/MWh) <sup>a</sup>																											
		DG Agri <sup>a</sup>																											
	Konkurentnost	Tečaj EUR/USD																											
Indeks pritisaka u globalnim lancima dobave (GSCPI)																													
Domaći inflatorni pritisci	Troškovi	Trgovina na malo <sup>a</sup>																											
		Stopa nezaposlenosti																											
		Nominalne neto plaće <sup>a</sup>																											
		Nedostatak radne snage																											
		Industrijska proizvodnja <sup>a</sup>																											
		Pouzdanje poduzeća u uslužnom sektoru																											
Inflacijska očekivanja	Troškovi	Proizvođačke cijene na domaćem tržištu <sup>a</sup>																											
		Intermedijarni proizvodi <sup>a</sup>																											
		Energija <sup>a</sup>																											
		Kapitalni proizvodi <sup>a</sup>																											
		Trajni proizvodi za široku potrošnju <sup>a</sup>																											
		Netrajni proizvodi za široku potrošnju <sup>a</sup>																											
Inflacijska očekivanja	Hrana <sup>a</sup>																												
	Potrošači (12 mj. unaprijed)																												
	Poduzeća – industrija (3 mj. unaprijed)																												
		Poduzeća – usluge (3 mj. unaprijed)																											

<sup>a</sup> Godišnja stopa promjene

Napomena: Nedostatak radne snage jest omjer 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. Siva boja u posljednjem mjesecu označava nepostojanje podataka.

Izvori: ESB; SDW; Eurostat; Bloomberg; NY Fed; HWWI; DZS; Ipsos

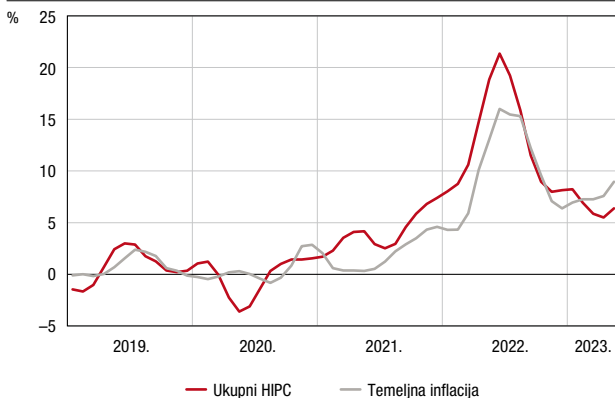


pojeftinjenju naftnih derivata te povoljnom učinku baznog razdoblja, zbog znatnog rasta cijena energenata u istom razdoblju prošle godine. Trend smanjivanja godišnje inflacije cijena energije započeo je sredinom 2022. te se ona u svibnju spustila na  $-7\%$ . U manjoj mjeri usporavanju inflacije pridonijele su i cijene hrane (uključujući alkohol i duhan), no unatoč tome njihov je godišnji rast u svibnju bio visok ( $13,3\%$ ), zbog još uvijek prisutnog prelijevanja prijašnjeg porasta cijena energenata i prehrambenih sirovina. Cijene hrane tako i nadalje daju najveći doprinos ukupnoj inflaciji od svih glavnih komponenata indeksa potrošačkih cijena te se na njih odnosi gotovo polovina ukupne inflacije.

**Temeljna inflacija (koja isključuje cijene energije i hrane) usporila se relativno blago, s  $10,5\%$  u prosincu 2022. na  $9,6\%$  u svibnju (Slika 3.3.2.), što odražava smanjenje inflacije cijena industrijskih proizvoda.** Inozemni pritisci na rast temeljne inflacije slabe zbog pojeftinjenja energije i drugih sirovina na svjetskom tržištu te otklanjanja preostalih uskih grla u globalnim opskrbnim lancima (Slika 3.3.3.). Na usporavanje temeljne inflacije djeluje i povoljan učinak baznog razdoblja, odnosno iščezavanje učinka znatnog poskupljenja velikog broja proizvoda tijekom 2022. Za razliku od inflacije cijena robe, inflacija cijena usluga (više o tome vidi u Okviru 1. Recentno kretanje inflacije usluga) znatno je perzistentnija pa se, nakon porasta u siječnju, kada su pojedine usluge poskupjele neposredno nakon uvođenja eura, u sljedeća četiri mjeseca smanjila, ali još uvijek je viša nego krajem 2022. Alternativni pokazatelji temeljne inflacije, koji isključuju određene kolebljive komponente, i dalje su povišeni, premda također upućuju na postupno ublažavanje inflacijskih pritisaka.

**Unatoč blagom mjesečnom rastu u svibnju 2023. kratkoročni je pokazatelj ukupne inflacije (Slika 3.3.4.), koji odražava tekuća kretanja, niži nego krajem prošle godine. Na ublažavanje tekuće inflacije ponajviše djeluje smanjivanje uvoznih inflatornih pritisaka,** osobito u segmentu cijena energenata. Cijene sirove nafte na svjetskom tržištu tako su u svibnju ove godine bile za trećinu niže u odnosu na cijene nakon ruske invazije na Ukrajinu, a plina i električne energije za oko  $60\%$ . Ipak, tekuća inflacija i dalje je na povišenoj razini s obzirom na to da se smanjenje ulaznih troškova (energije, prehrambenih sirovina, gnojiva i prijevoza) tek postupno prelijeva na cijene pojedinih vrsta

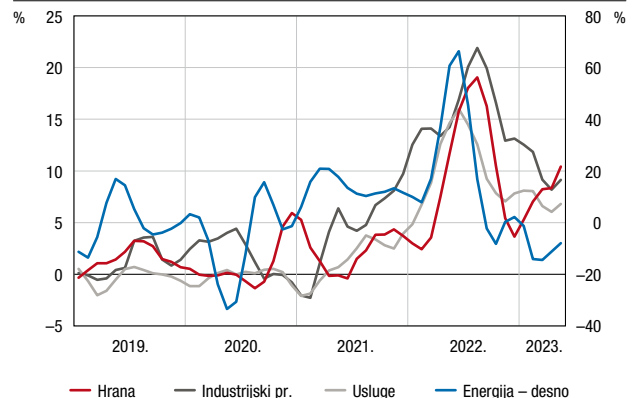
Slika 3.3.4. Momenti (zamasi) ukupne i temeljne inflacije



Napomena: Tromjesečna stopa promjene na godišnjoj razini izračunata je iz tromjesečnoga pomičnog prosjeka sezonski prilagođenih harmoniziranih indeksa potrošačkih cijena.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

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.

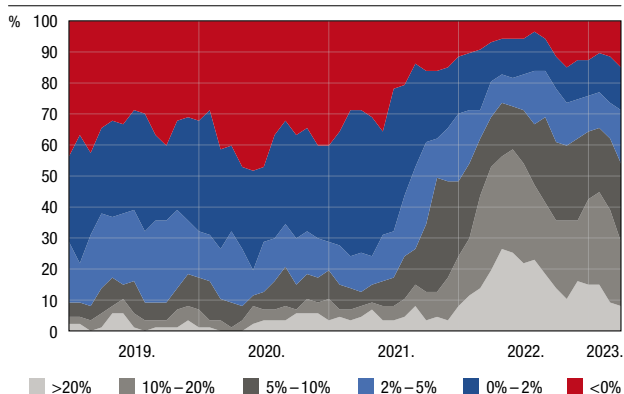
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

robe, što je osobito vidljivo kod hrane. Mogući je uzrok tog vremenskog pomaka praksa pojedinih poduzeća da sklapaju s dobavljačima dugoročne ugovore u kojima je cijena pojedinih ulaznih troškova fiksirana na određeno vrijeme. Također, moguće je da poduzeća uštede ostvarene zbog pada ulaznih troškova usmjeravaju u povećanje dobiti ili u rast plaća, a ne u smanjenje cijena proizvoda.

**Kratkoročni su se pokazatelji temeljne inflacije, za razliku od ukupne inflacije, u prvih pet mjeseci ove godine blago povećali, iako se i dalje nalaze na znatno nižim razinama od vrhunaca zabilježenih sredinom prošle godine.** Na ustrajnost temeljne inflacije još uvijek u velikoj mjeri djeluju neizravni učinci prijašnjeg porasta cijena energenata, hrane i ostalih ulaznih troškova. Nadalje, nakon što su u protekloj godini rastu inflacije pridonijeli profiti poduzeća, ove godine na zadržavanje temeljne inflacije, a napose inflacije cijena usluga, na povišenim razinama sve više utječe snažno tržište rada, koje obilježavaju stabilan rast zaposlenosti, manjak radne snage i razmjerno snažan rast nominalnih plaća. Povećanje cijena usluga (Slika 3.3.5.) podupire i preusmjeravanje potražnje prema uslugama.

**Povišena inflacija i nadalje je široko rasprostranjena (Slika 3.3.6.)** te udio potkomponenata u indeksu potrošačkih cijena čiji godišnji rast prelazi 2%, premašuje 70% (što je ipak za više od 10 postotnih bodova manje nego u trećem tromjesečju prošle godine, kada je taj udjel dosegno vrhunac od oko 84%). Unatoč tome, **trend smanjivanja kratkoročnih inflacijskih očekivanja potrošača koji je započeo sredinom 2022. nastavio se i tijekom prvih pet mjeseci ove godine (Slika 3.3.7.), u skladu s kretanjem cijena pojedinih proizvoda koji se kupuju često.** Tako je smanjivanju inflacijskih očekivanja potrošača vrlo vjerojatno pridonijelo kretanje cijena energije, tj. pojeftinjenje naftnih derivata na domaćem tržištu uz nastavak zamrzavanja potrošačkih cijena prirodnog plina i struje. Pojeftinjenje energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu, kao i slabljenje inflatornih pritisaka zbog poremećaja u globalnim opskrbnim lancima, neki su od činitelja koji pridonose smanjivanju kratkoročnih inflacijskih očekivanja poduzeća u sektoru industrije i usluga tijekom 2023.

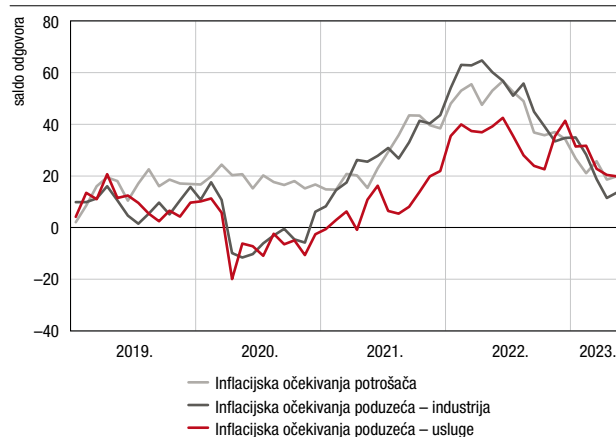
Slika 3.3.6. Rasprostranjenost inflacije potrošačkih cijena



Napomena: Slika prikazuje 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

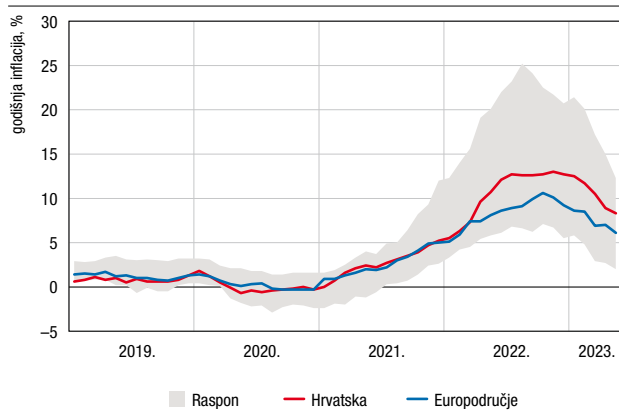
Slika 3.3.7. Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća



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

Izvor: Ipsos

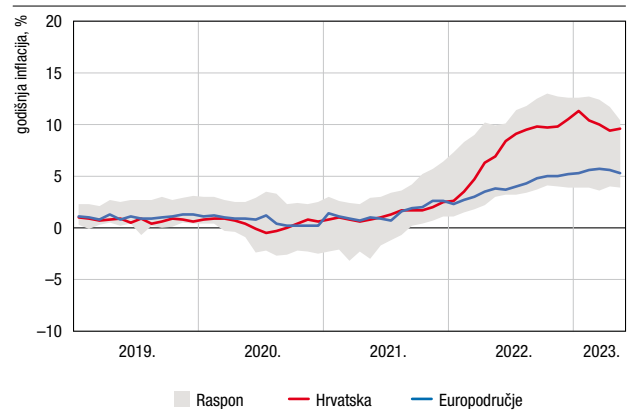
Slika 3.3.8. Usklađenost ukupne inflacije u Hrvatskoj i europodručju



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

Izvor: Eurostat

Slika 3.3.9. Usklađenost temeljne inflacije u Hrvatskoj i europodručju

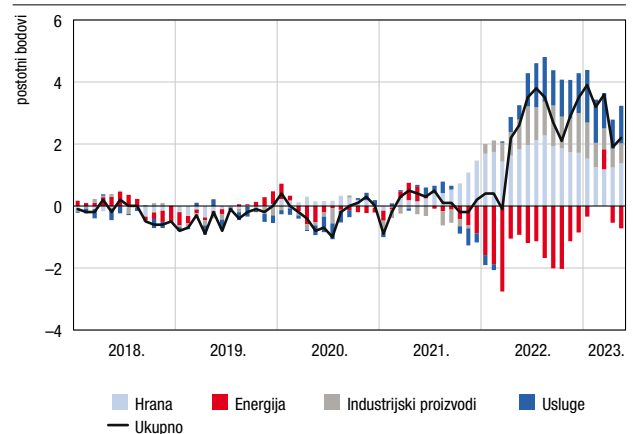


Napomena: Sivo osjenčano područje jest raspon ostvarenja pojedinih zemalja članica.

Izvor: Eurostat

Iako su razina i kretanje inflacije uglavnom odraz kretanja koja su zajednička velikom broju zemalja, vidljiv je i utjecaj određenih lokalnih specifičnosti. Ukupna i temeljna inflacija u svibnju su u Hrvatskoj bile za 2,2 odnosno 4,3 postotna boda više nego u europodručju (slike 3.3.8. i 3.3.9.). Taj inflacijski diferencijal ponajviše je bio posljedica većeg pondera hrane u košarici za izračun HIPC-a (a tek u manjoj mjeri izrazitijega godišnjeg rasta njihovih cijena), ali i snažnijega godišnjeg rasta cijena usluga u Hrvatskoj u usporedbi s europodručjem (Slika 3.3.10.).

Slika 3.3.10. Razlika između stopa ukupne inflacije i doprinosa pojedinih komponenata inflaciji potrošačkih cijena u Hrvatskoj i europodručju



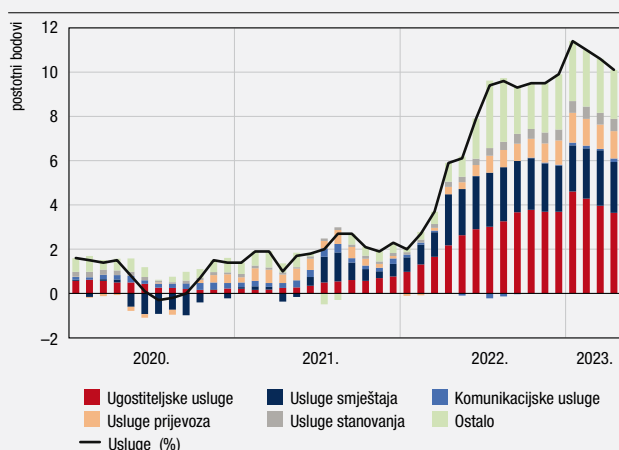
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

## Okvir 1. Recentno kretanje inflacije cijena usluga

Kratkoročni pokazatelji inflacije cijena usluga povećali su se tijekom 2023. upućujući na njezinu veću postojanost nego što se ranije očekivalo, pri čemu je inflacija cijena usluga u Hrvatskoj primjetno viša nego na razini europodručja. Stoga se ovim okvirom detaljnije razmatra kretanje inflacije cijena usluga u Hrvatskoj i europodručju, koje je povezano i s općim rastom cijena. Inflaciji cijena usluga u Hrvatskoj poglavito pridonose ugostiteljske usluge i usluge smještaja, na koje se odnosi više od polovine godišnje inflacije cijena usluga, a ove usluge ujedno najviše pridonose razlici između inflacije cijena usluga u Hrvatskoj i europodručju. Činitelji koji djeluju na rast cijena ovih usluga uključuju, među ostalim, dugoročni utjecaj konvergencije cijena zbog niže razine cijena u odnosu na druge zemlje europodručja, kao i recentni rast ulaznih troškova zbog rasta cijena energenata i hrane, zatim rast plaća, manjak radne snage te snažnu potražnju stranih gostiju za turističkim uslugama. Rast cijena ovih usluga poboljšava uvjete razmjene i tako ima pozitivan utjecaj na domaće dohotke.

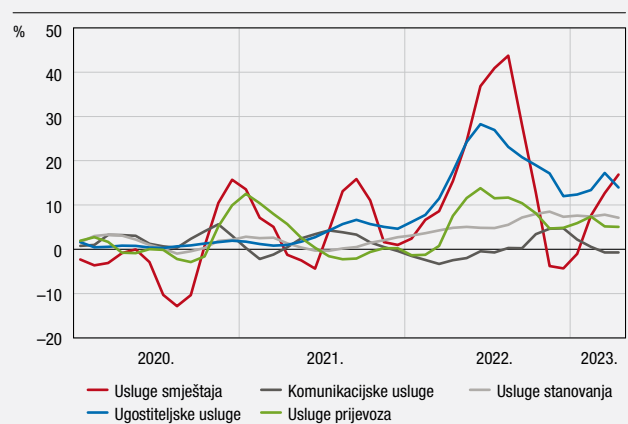
**Pokazatelji tekućega kretanja inflacije cijena usluga u Hrvatskoj u prva su se četiri mjeseca 2023. povećali, što se posebno odnosi na ugostiteljske usluge i usluge smještaja, koje čine više od polovine godišnje inflacije cijena usluga.** Nakon snažnog ubrzavanja tijekom prošle godine, poglavito u prvom dijelu godine, i u siječnju 2023. (dijelom pod jednokratnim utjecajem uvođenja eura), godišnja inflacija cijena usluga počela se postupno i blago usporavati, ali je i nadalje visoka te je u travnju 2023. iznosila 10,1% (Slika 1.1.). Pritom se više od polovine inflacije cijena usluga odnosilo na ugostiteljske usluge (usluge restorana, kafića i kantina) i usluge smještaja. Te se usluge izdvajaju i promatraju li se pokazatelji tekućega kretanja inflacije cijena usluga, odnosno momenti (zamasi) inflacije pojedinih vrsta usluga, koji su najizraženiji upravo kod ugostiteljskih usluga i usluga smještaja (Slika 1.2.). Također, za razliku od energije, hrane i industrijskih

Slika 1.1. Inflacija cijena usluga u Hrvatskoj i doprinosi glavnih komponenti



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

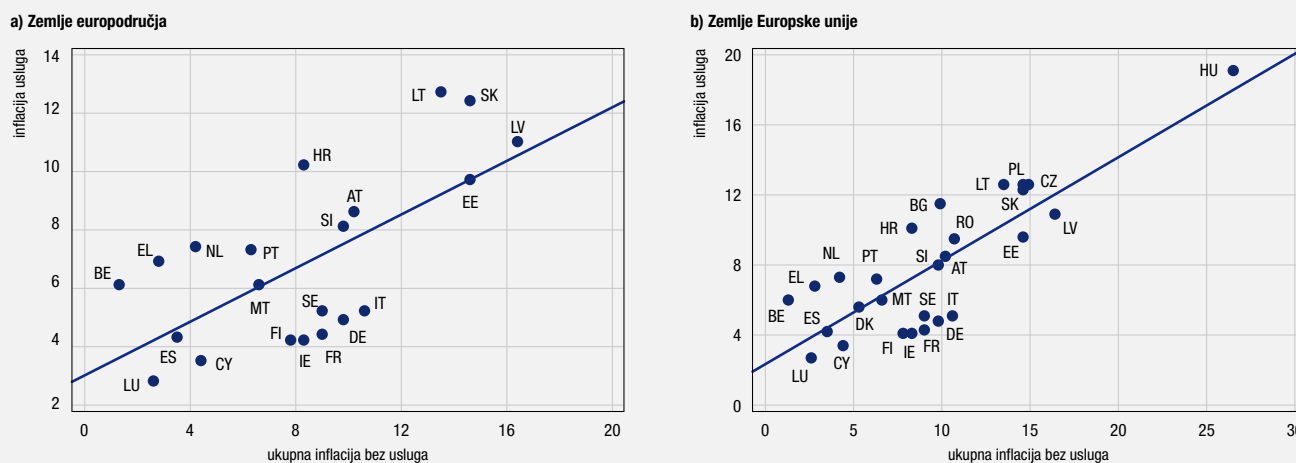
Slika 1.2. Momenti (zamasi) inflacije cijena pojedinih vrsta usluga



Napomena: Tromjesečna stopa promjene na godišnjoj razini izračunata je iz tromjesečnoga pomičnog prosjeka sezonski prilagođenih harmoniziranih indeksa potrošačkih cijena.

Izvori: Eurostat, izračun HNB-a

Slika 1.3. Inflacija cijena usluga i ukupna inflacija bez usluga, travanj 2023.



Izvor: Eurostat

proizvoda (Slika 3.3.5.), čiji su se momenti (zamasi) u prva četiri mjeseca 2023. smanjili<sup>2</sup>, momenti (zamasi) inflacije cijena usluga povećali su se. To upućuje na izraženu ustrajnost inflacije cijena usluga i mogućnost da upravo kretanje inflacije cijena usluga u sljedećem razdoblju u ključnoj mjeri odredi brzinu usporavanja ukupne inflacije i trenutak povratka na ciljane razine.

**Cijene usluga, uz prehranu, najviše pridonose razlici između ukupne inflacije u Hrvatskoj i na razini cijelog europskog područja.** Inflacija cijena usluga u Hrvatskoj dvostruko je viša nego u europskom području, gdje je u travnju 2023. iznosila 5,2% (Slika 1.4.a). Pritom se Hrvatska izdvaja kao jedna od zemalja europskog područja s najvišom inflacijom cijena usluga. U travnju 2023. viši godišnji rast cijena usluga među zemljama europskog područja imale su samo Litva, Slovačka i Letonija, dok su samo malo nižu inflaciju cijena usluga od Hrvatske imale Estonija, Austrija i Slovenija. Inflacija cijena usluga tako je najviša u onim zemljama u kojima je i ukupna inflacija (bez usluga) najviša (Slika 1.3.a), a jasna pozitivna veza između inflacije cijena usluga i rasta opće razine cijena vidljiva je i kada se u analizu uključe zemlje Srednje i Istočne Europe (Slika 1.3.b). To upućuje na učinke prelijevanja porasta cijena energije i hrane na cijene usluga, kao i na povezanost s rastom plaća, dok se Hrvatska izdvaja dodatnim činiteljem, a to je snažna potražnja za kontaktno-intenzivnim uslugama nakon pandemije.

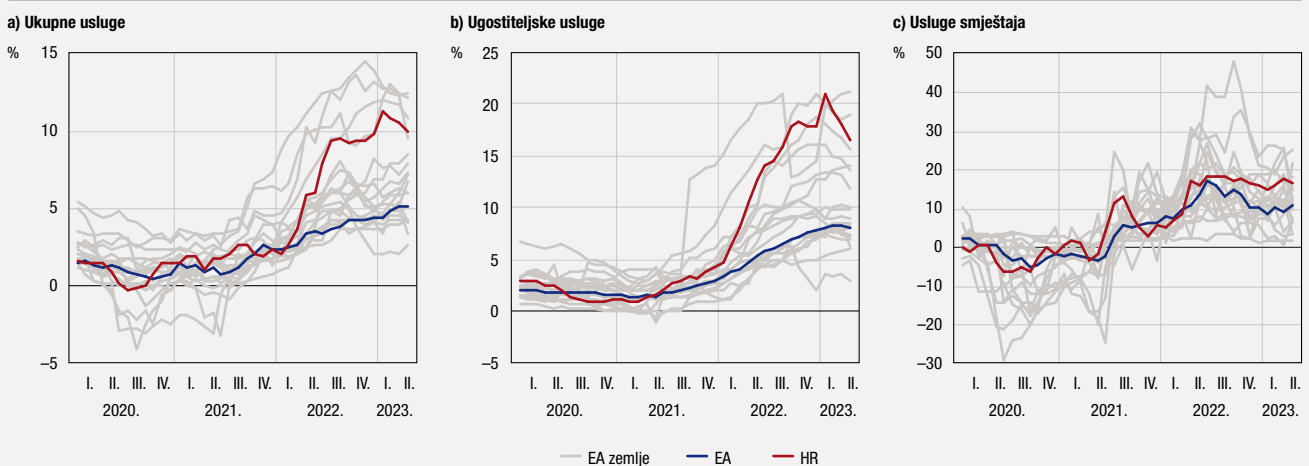
**Razlici u stopama inflacije cijena usluga između Hrvatske i prosjeka europskog područja najviše pridonose cijene ugostiteljskih usluga i usluga smještaja.** Inflacija ugostiteljskih usluga u Hrvatskoj se ubrzala znatno više nego na razini europskog područja, što je rezultiralo primjetnim razdvajanjem njihove putanje (Slika 1.4.b). Hrvatska je jedna od tri zemlje europskog područja koje su u travnju 2023. imale najveći godišnji rast cijena ugostiteljskih usluga. Godišnji rast cijena ugostiteljskih usluga u Hrvatskoj u travnju 2023. bio je isti kao rast cijena usluga smještaja (16,5%), ali su te usluge na razini europskog područja porasle više od ugostiteljskih usluga, pa je razlika između Hrvatske i prosjeka europskog područja bila

2 Analiza u ovom okviru zasniva se na detaljnim podacima o kretanju potrošačkih cijena koji su dostupni zaključno s travnjem 2023. Prema prvoj procjeni za svibanj, momenti (zamasi) svih glavnih komponenti indeksa potrošačkih cijena povećali su se u odnosu na prethodni mjesec, ali su i nadalje manji nego krajem prethodne godine za sve komponente osim usluga.

manje izražena (Slika 1.4.c). Promotrite li se kretanja od sredine 2021., u travnju 2023. cijene ugostiteljskih usluga u Hrvatskoj bile su više za gotovo 30%, a u europodručju za oko 15%. Istodobno su cijene smještaja u Hrvatskoj porasle za otprilike četvrtinu, a u europodručju za petinu. Ipak, Hrvatska je i po uslugama smještaja jedna od zemalja s najizraženijim rastom cijena, koji je posebice izražen u Portugalu, Grčkoj i Litvi. Nakon njih slijede Hrvatska, Italija, Letonija i Austrija.

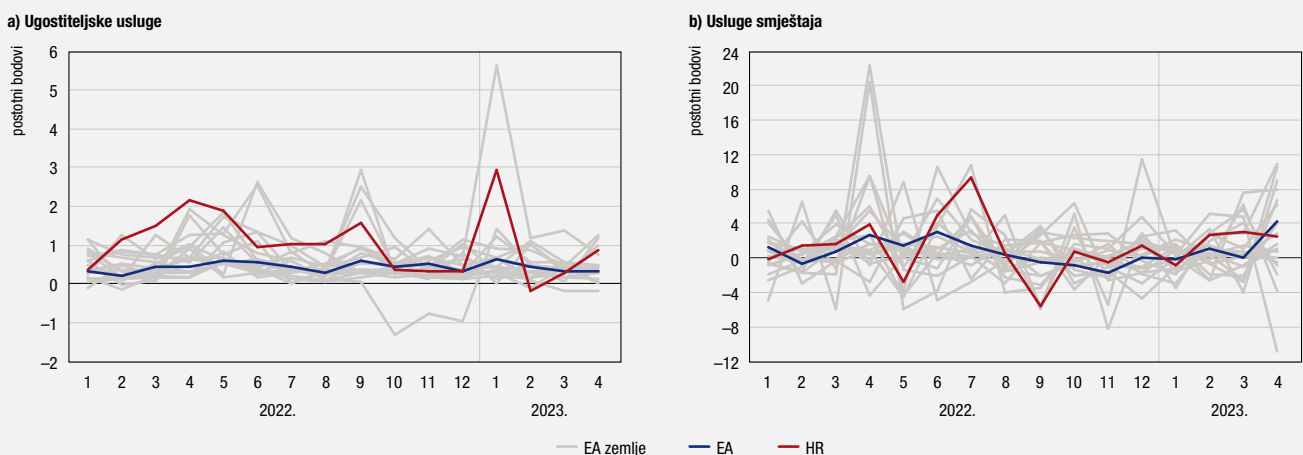
**Mjesečni rast cijena ugostiteljskih usluga u Hrvatskoj prošle je godine bio puno izraženiji nego u drugim zemljama europodručja, osobito u prvom dijelu godine, dok je kretanje cijena usluga smještaja uglavnom pratilo kretanja u drugim zemljama.** Cijene ugostiteljskih usluga rastle su tijekom 2022. i 2023. primjetno snažnije od dugoročnog prosjeka u cijelom europodručju. No, Hrvatska se po tekućem rastu cijena ugostiteljskih usluga izdvaja među drugim zemljama europodručja, uključujući druge mediteranske zemlje (Slika 1.5.). Porast tih cijena bio je posebno izražen u prvom dijelu prošle

Slika 1.4. Godišnja stopa rasta cijena usluga u Hrvatskoj i zemljama europodručja



Izvor: Eurostat

Slika 1.5. Odstupanje mjesečne stope promjene cijena od dugoročnog prosjeka



Napomena: Dugoročni prosjek odnosi se na razdoblje od 2013. do 2022. godine.

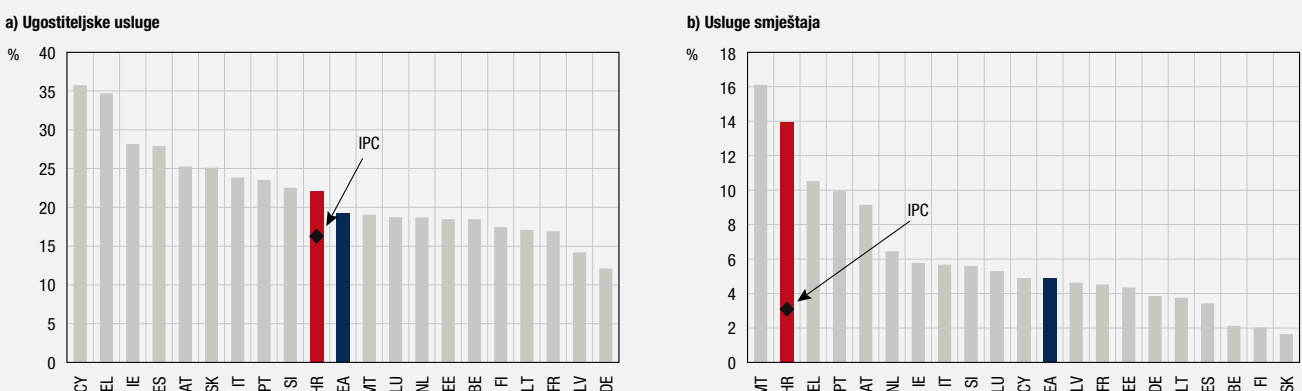
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

godine, kada je postupno postalo vidljivo da bi turistička potrošnja mogla nadmašiti sva prethodna očekivanja, te u siječnju 2023., neposredno nakon uvođenja eura. Za razliku od cijena ugostiteljskih usluga, odstupanje mjesečne dinamike cijena usluga smještaja od dugoročnog prosjeka nije se u tolikoj mjeri razlikovalo između Hrvatske i drugih zemalja europskog područja. Primjetnija odstupanja vidljiva su samo u pojedinim mjesecima, pa su tako cijene mnogo više porasle u srpnju, na vrhuncu vrlo uspješne turističke sezone, a u rujnu su se malo smanjile.

**Značenje pojedinih usluga za ukupnu inflaciju ne ovisi samo o kretanju njihovih cijena nego i o udjelima u potrošačkoj košarici, pri čemu ugostiteljske usluge imaju podjednak udio u Hrvatskoj i na razini cijelog europskog područja, dok se na usluge smještaja odnosi mnogo veći dio potrošačke košarice u Hrvatskoj, što odražava važnost turizma u domaćem gospodarstvu.** Udio cijena ugostiteljskih usluga u ukupnim uslugama u potrošačkoj košarici u Hrvatskoj samo je blago viši od prosjeka europskog područja (Slika 1.6.). Za razliku od toga, Hrvatska se, nakon Malte, među zemljama europskog područja izdvaja najvišim udjelom usluga smještaja u ukupnim uslugama u potrošačkoj košarici. Prema tome, veći doprinos ugostiteljskih usluga inflaciji cijena usluga u Hrvatskoj nego u europskom području prije svega je posljedica bržeg rasta njihovih cijena, dok je kod usluga smještaja razlika između rasta cijena u Hrvatskoj i europskom području manja, ali njihov veći ponder povećava doprinos tih usluga inflaciji u Hrvatskoj.<sup>3</sup>

**Hrvatska se među zemljama članicama europskog područja izdvaja po visini doprinosa cijena usluga ukupnoj inflaciji i visini doprinosa cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja inflaciji cijena usluga.** Među pojedinim zemljama članicama europskog područja postoje znatne razlike u važnosti usluga za ukupnu inflaciju. Pritom je doprinos usluga ukupnoj inflaciji najveći u Austriji, Hrvatskoj, Slovačkoj i Nizozemskoj (Slika 1.7.), dok se po relativnom značenju usluga za ukupna inflacijska kretanja izdvajaju

Slika 1.6. Udio ugostiteljskih usluga i usluga smještaja u ukupnim uslugama u potrošačkoj košarici, 2023.



Izvori: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

3 Za razliku od nacionalnog indeksa potrošačkih cijena (IPC), harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HIPC) uvažava i potrošnju stranih gostiju, zbog čega su udjeli ugostiteljskih usluga i posebice usluga smještaja veći promatra li se HIPC umjesto IPC-a. Stoga je i inflacija cijena usluga manja promatra li se IPC te je u travnju 2023. iznosila 7,8%, u odnosu na 10,1% prema HIPC-u, ali to je i nadalje više od prosjeka europskog područja.

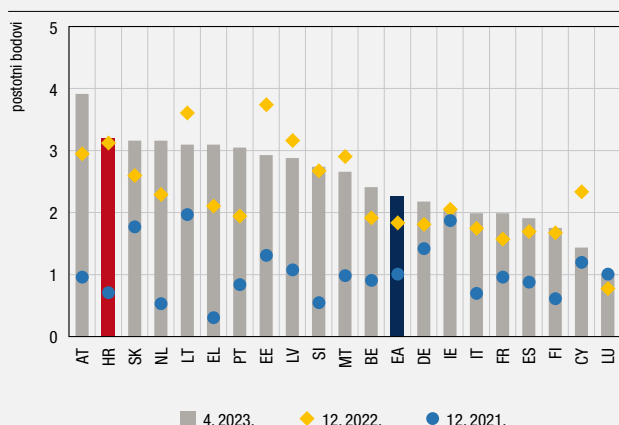


pojedine mediteranske zemlje (Malta, Grčka, Portugal i Cipar) te Austrija (Slika 1.8.). Hrvatska je pri samom vrhu zemalja europodručja i promatra li se doprinos cijena ugostiteljskih usluga (Slika 1.9.) odnosno doprinos cijena usluga smještaja (Slika 1.10.) ukupnoj inflaciji cijena usluga.

**Rast cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja u Hrvatskoj djelomice odražava dugoročne činitelje, primjerice proces konvergencije cijena s obzirom na nisku razinu njihovih cijena.** Razina cijena usluga u Hrvatskoj u velikoj mjeri zaostaje za razinom cijena robe u odnosu na razine koje se bilježe u europodručju (Slika 1.11.). Tako je i razina cijena restorana i hotela, prema posljednjim dostupnim podacima za 2021., bila na samom začelju u usporedbi s drugim zemljama europodručja (Slika 1.12.) i ujedno znatno niža od razine cijena, primjerice, hrane ili odjeće i obuće u odnosu na europodručje.

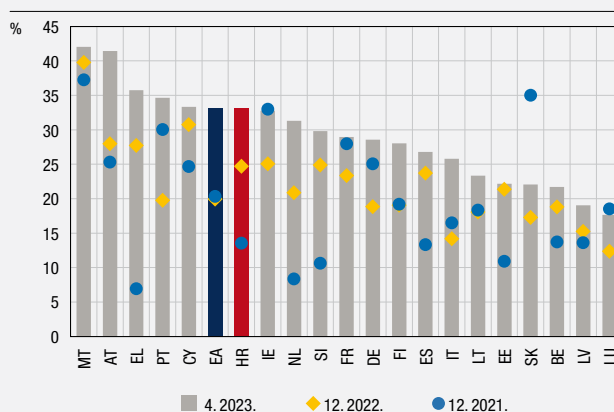
**Osim toga, snažan rast cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja djelomice odražava recentni rast ulaznih troškova povezan s cijenama energenata i**

Slika 1.7. Doprinosi usluga ukupnoj inflaciji (HIPC)



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

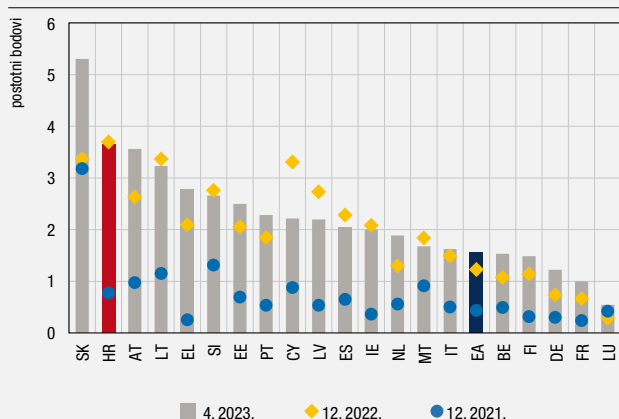
Slika 1.8. Relativno značenje usluga za ukupna inflacijska kretanja



Napomena: Relativno značenje odražava udio usluga u zbroju apsolutnih vrijednosti doprinosa ukupnoj inflaciji četiri glavne komponente indeksa potrošačkih cijena (energije, hrane, industrijskih proizvoda i usluga).

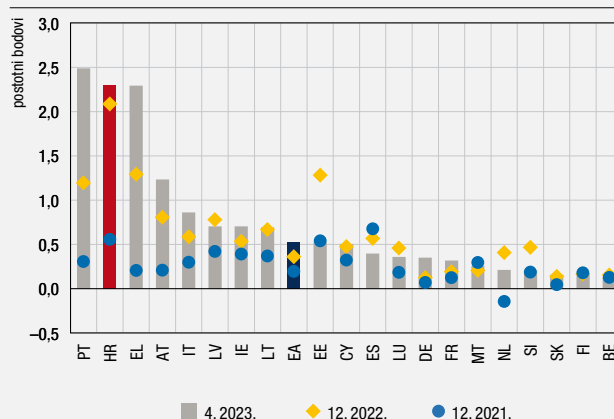
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 1.9. Doprinosi ugostiteljskih usluga ukupnoj inflaciji cijena usluga



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 1.10. Doprinosi usluga smještaja ukupnoj inflaciji cijena usluga



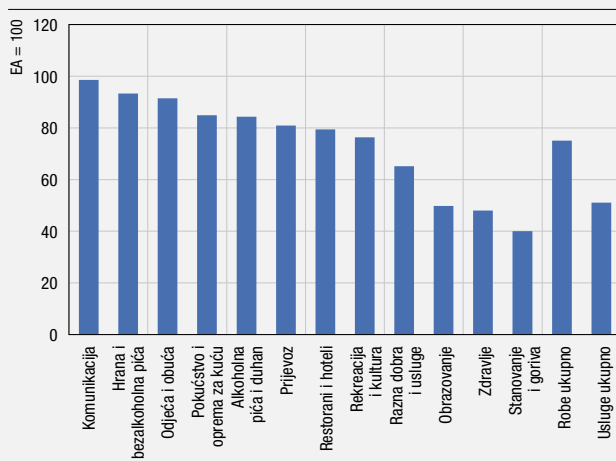
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a



prehrambenih proizvoda, kao i povećanje plaća zaposlenih potaknuto izraženim manjkovima radne snage. Pritom su udjeli direktnih troškova energije i plaća zaposlenika u djelatnosti smještaja i ugostiteljstva između Hrvatske i europodručja relativno slični (Slika 1.13.). Udio troškova hrane i pića samo je malo viši u Hrvatskoj te je u manjoj mjeri mogao pridonijeti bržem rastu cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja, čak i ako se uzme u obzir malo brži prošlogodišnji rast cijena hrane u Hrvatskoj. Osim toga, troškovi rada u djelatnosti smještaja i ugostiteljstva prošle su godine prosječno porasli više u Hrvatskoj nego u europodručju (Slika 1.14.).

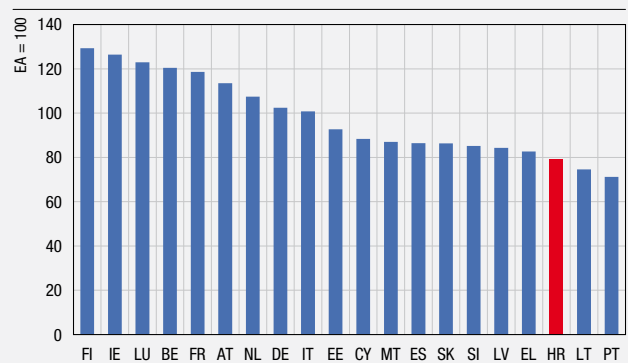
Rastu cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja u Hrvatskoj pridonijela je i potražnja domaćih i posebice stranih gostiju povezana sa snažnim oporavkom turističke djelatnosti. Osim rasta ulaznih troškova, na rast cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja djelovala je i potražnja za tim uslugama koja je posebno jačala s otvaranjem gospodarstava kako je jenjavala pandemija pod utjecajem preusmjerenja potražnje

Slika 1.11. Razina cijena glavnih kategorija potrošačke košarice u Hrvatskoj, 2021.



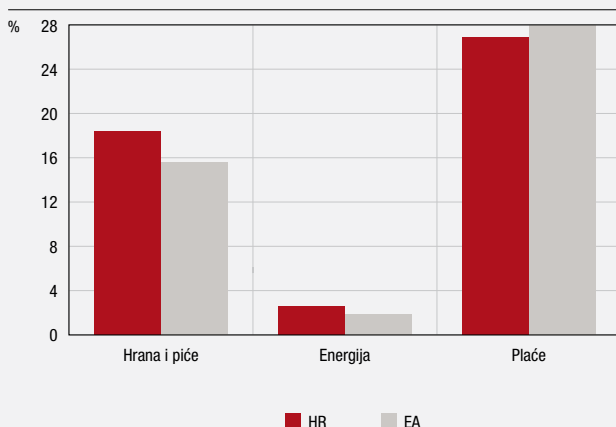
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 1.12. Razina cijena restorana i hotela u zemljama europodručja, 2021.



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 1.13. Udjeli određenih direktnih troškova u djelatnosti smještaja i ugostiteljstva



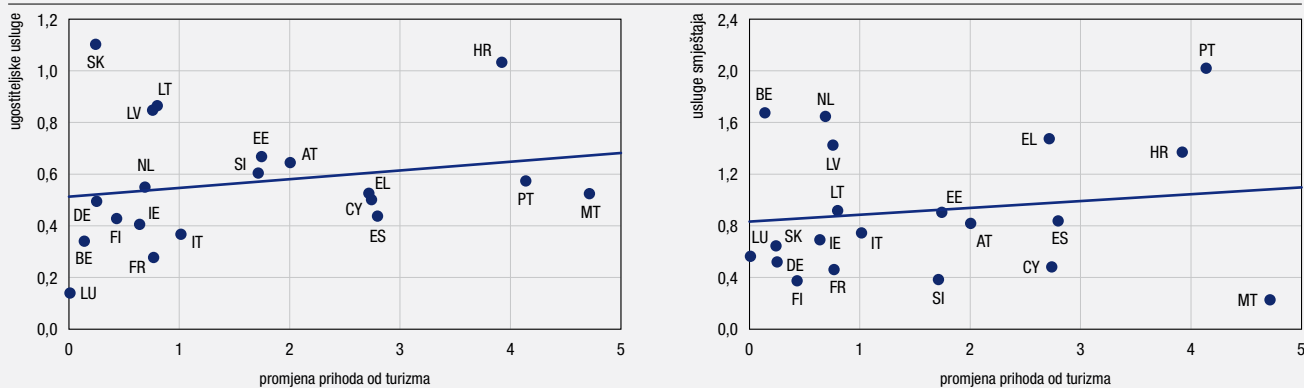
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a na temelju input-output tablica iz 2018. godine.

Slika 1.14. Indeks troškova rada u djelatnosti smještaja i ugostiteljstva



Izvor: Eurostat

Slika 1.15. Rast cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja te prihoda od turizma, 2022.



Napomena: Na osi x prikazana je promjena prihoda od turizma izraženih u postocima BDP-a 2022./2021., a na osi y prikazano je prosječno odstupanje mjesečne stope promjene cijena ugostiteljskih odnosno usluga smještaja od dugoročnog prosjeka (2013. – 2022.) u razdoblju od siječnja 2022. do travnja 2023.

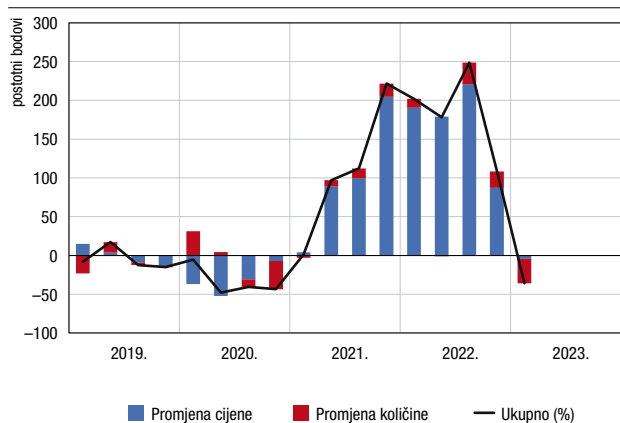
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

prema uslugama. U takvim je okolnostima na kretanje cijena ovih usluga u Hrvatskoj djelovala ne samo potražnja domaćih nego i stranih gostiju u uvjetima snažnog oporavka turističke djelatnosti (Slika 1.15.).

### 3.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom

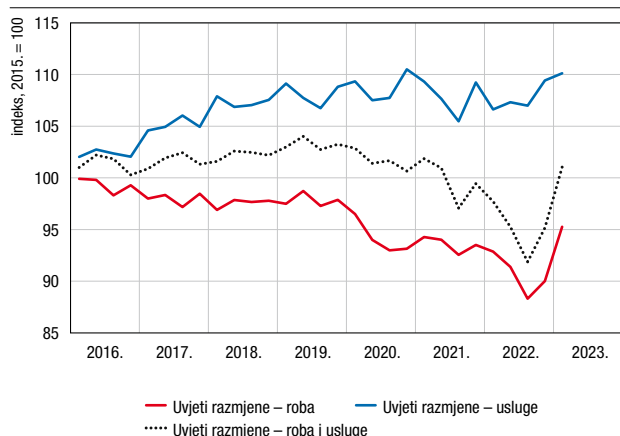
Uvjeti razmjene Hrvatske, odnosno omjer izvoznih i uvoznih cijena, snažno su se pogoršali u protekloj godini zbog rasta cijena energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu, što je rezultiralo pogoršanjem salda u razmjeni energenata s oko 3% BDP-a u 2021. na više od 9% BDP-a u 2022. godini. To je ujedno bilo glavni

Slika 3.4.1. Raščlamba godišnje stope promjene uvoza energenata



Izvori: DZS; izračun HNB-a

Slika 3.4.2. Uvjeti razmjene robe i usluga



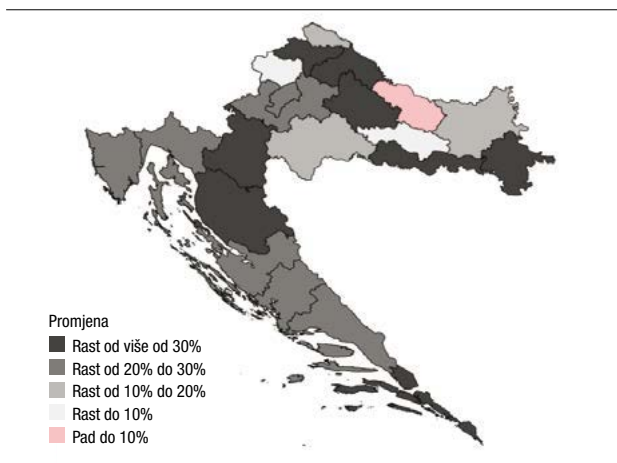
Izvori: DZS; izračun HNB-a

činitelj pogoršanja ukupnog salda u međunarodnoj robnoj razmjeni, tj. smanjenja viška na tekućem i kapitalnom računu platne bilance s 4,2% BDP-a u 2021. na 1,0% BDP-a u 2022. godini. Recentno popuštanje uvoznih cjenovnih pritisaka, poglavito zbog smanjenja cijena energenata na svjetskom tržištu, snažno se odrazilo na poboljšanje uvjeta razmjene i robnu razmjenu Hrvatske s inozemstvom (Slika 3.4.2.).

U prva tri mjeseca 2023. zabilježen je primjetan godišnji rast robnog izvoza (14,0%), dok je rast uvoza bio upola manji (6,9%), što je rezultiralo smanjenjem manjka u robnoj razmjeni (za 1,8%). Povoljnim kretanjima na početku godine pridonijelo je smanjenje neto uvoza energenata s obzirom na to da su se cijene na svjetskom tržištu vratile na razine prije početka ruske invazije na Ukrajinu (Slika 3.4.1.). Kada je riječ o geografskoj strukturi, najviše je porastao izvoz u zemlje europodručja, posebno u Maltu, Sloveniju i Njemačku. Zabilježen je i snažan rast izvoza na tržišta trećih zemalja, poglavito u susjednu Srbiju te Bosnu i Hercegovinu. Rast robnog uvoza bio je slabiji te je gotovo u cijelosti rezultat veće vrijednosti uvoza iz europodručja, osobito Italije i Njemačke, dok se uvoz iz zemalja EU-a koje ne participiraju u monetarnoj uniji, kao i iz trećih zemalja, tek neznatno povećao.

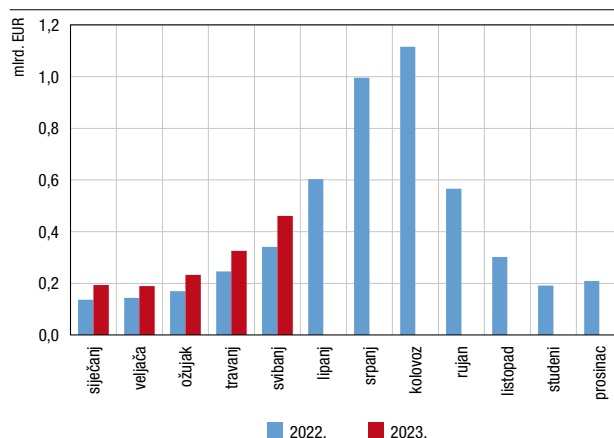
Početak tekuće godine obilježio je i nastavak iznimno povoljnih turističkih rezultata (Slika 3.4.3.). Iako tako snažan porast prihoda od izvoza turističkih usluga odražava i učinke postupnog ukidanja epidemioloških ograničenja tijekom protekle godine, ujedno navješćuje i snažnu potražnju za turističkim uslugama i u sljedećim mjesecima te izgledan porast prihoda od turizma koji bi mogli dodatno poboljšati saldo tekućeg i kapitalnog računa platne bilance u 2023. godini. Fizički pokazatelji broja dolazaka i ostvarenih noćenja stranih gostiju upućuju na izrazito snažan rast u prvih pet mjeseci 2023. u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, čemu su najviše pridonijeli gosti iz europodručja, posebno iz Njemačke, Slovenije, Austrije i Italije. Promatrano prema turističkim destinacijama, primjetan rast broja noćenja ostvaren je u Zagrebu, dok se na obali povoljnim rezultatima izdvajaju Dubrovnik, Rovinj, Poreč i Split. Financijski pokazatelji također upućuju na zamjetno povoljnije rezultate u dosadašnjem dijelu godine u odnosu na

Slika 3.4.3. Godišnja promjena kumulativa broja noćenja od siječnja do svibnja 2023.



Izvor: eVisitor

Slika 3.4.4. Iznos fiskaliziranih računa u djelatnostima ugostiteljstva i smještaja



Izvor: Ministarstvo financija RH

isto razdoblje lani (Slika 3.4.4.), a tome, osim rasta fizičkih pokazatelja, pridonosi i porast cijena u djelatnostima pripreme i usluživanja hrane i pića te smještaja.

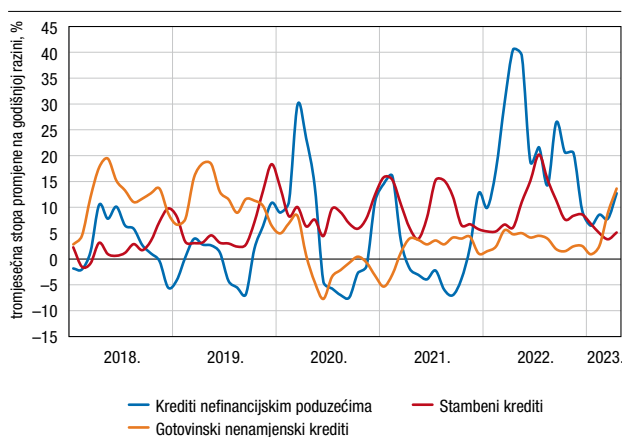
### 3.5. Bankovni sustav

Kamatne stope na kredite poduzećima porasle su u drugoj polovini 2022. i na početku 2023. pod utjecajem prelijevanja učinaka monetarnog pooštavanja, a stope na kredite kućanstvima tek su se ove godine počele blago povećavati. Prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima dosegla je u travnju 4,7%, što je za 275 baznih bodova više nego u razdoblju prije početka normalizacije zajedničke monetarne politike (Slika 3.5.2.). Kad je riječ o kreditiranju stanovništva, prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene gotovinske nenamjenske kredite i stambene kredite dosegla je u travnju 5,6%, odnosno 3,0%, što je za 23 odnosno 51 bazni bod više u odnosu na prosječnu razinu iz prvog tromjesečja 2022. Od listopada protekle godine kontinuirano su rasle i kamatne stope na prvi put ugovorene oročene depozite

poduzeća, dok su se kamatne stope na depozite stanovništva tek ove godine počele blago povećavati.

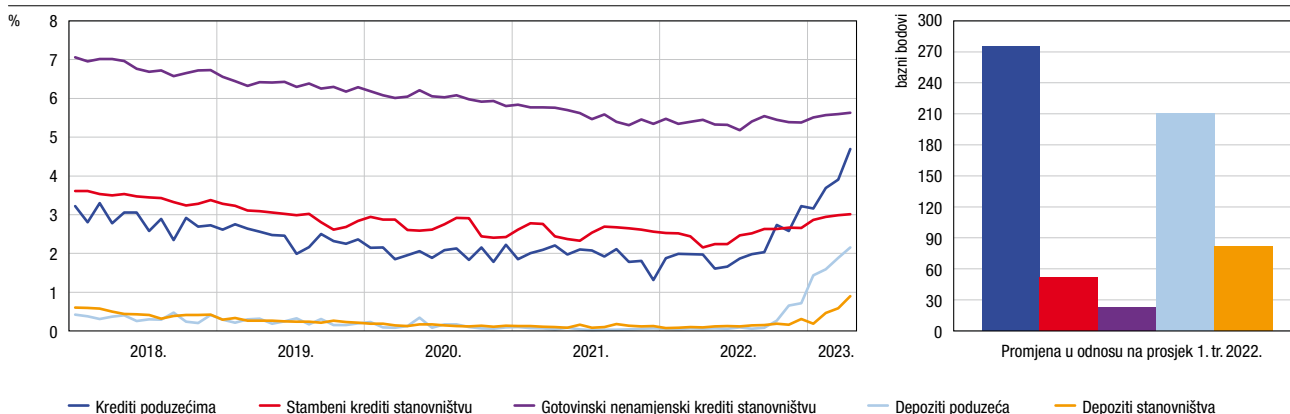
Kreditiranje privatnog sektora i nadalje je prilično snažno, unatoč višim troškovima zaduživanja. Krediti nefinancijskim poduzećima porasli su tijekom prva četiri mjeseca 2023. za 0,5 mlrd. EUR, no taj je rast bio slabiji nego u istom razdoblju prethodne godine, pa se na godišnjoj razini rast kredita tom sektoru usporio s 20,9% u prosincu na još uvijek prilično visokih 15,2% u travnju (Slika 3.5.6.). Najviše su tijekom prva četiri mjeseca 2023. porasli krediti u djelatnosti opskrbe

Slika 3.5.1. Moment (zamah) kredita poduzećima i stanovništvu



Napomena: Tromjesečna stopa promjene na godišnjoj razini (na osnovi transakcija).  
Izvori: HNB i izračuni HNB-a

Slika 3.5.2. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite te oročene depozite poduzeća i stanovništva



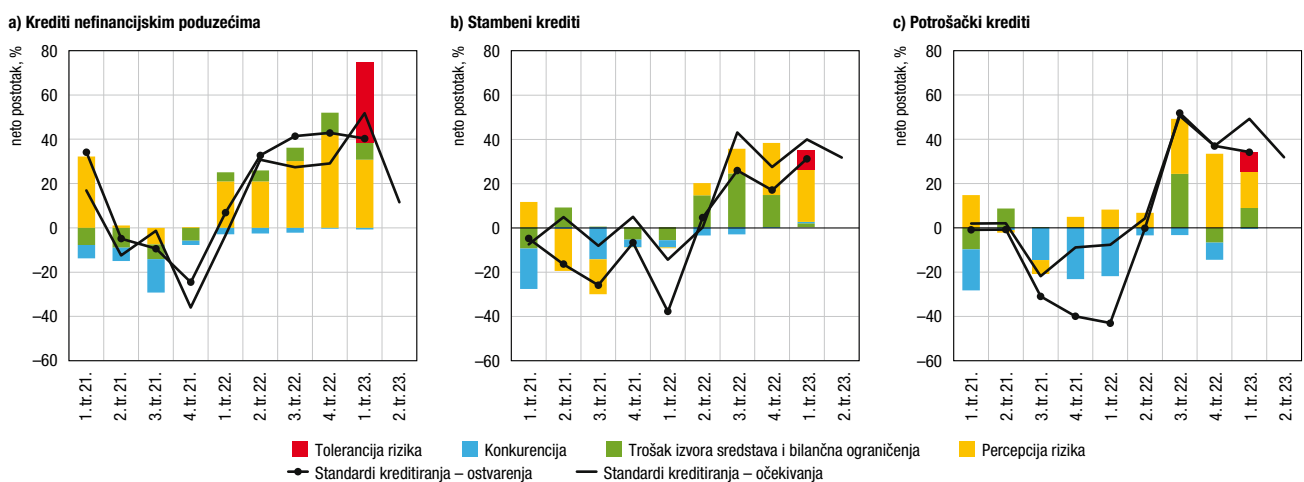
Napomena: Podaci do prosinca 2022. odnose se na kredite odnosno depozite u kunama, kunama s valutnom klauzulom uz euro i eurima, a od siječnja 2023. na kredite i depozite u eurima.

Izvor: HNB

električnom energijom, plinom, parom i klimatizacije. Promatrajući namjenu kredita, vidljiv je porast sindiciranih kredita kao i kredita za obrtna sredstva i investicije. Krediti stanovništvu porasli su tijekom prva četiri mjeseca 2023. za 0,4 mlrd. EUR. Glavnina toga porasta odnosi se na gotovinske nenamjenske kredite, a blago su se povećali i stambeni krediti. Ipak, snažniji rast stambenih kredita očekuje se tijekom idućih mjeseci, slijedom početka provedbe novoga kruga subvencioniranja stambenih kredita polovinom ožujka. Na godišnjoj razini rast se kredita stanovništva samo blago ubrzao (s 5,9% u prosincu na 6,3% u travnju) odražavajući ubrzavanje rasta gotovinskih nenamjenskih kredita (s 3,5% na 5,0%), dok se rast stambenih kredita blago usporio (s 10,4% na 9,8%). Na jačanje dinamike kreditiranja u segmentu gotovinskih nenamjenskih kredita osobito jasno upućuje i pokazatelj kratkoročne dinamike kretanja kredita, koji je koristan rani pokazatelj promjene trendova (Slika 3.5.1).

**Na pooštavanje uvjeta financiranja i relativno stabilnu potražnju za kreditima upućuju i rezultati Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka.** Standardi odobravanja kredita poduzećima nastavili su se pooštavati sličnim intenzitetom kao tijekom druge polovine prošle godine (Slika 3.5.3.). Na to je najviše utjecala niža razina tolerancije rizika banaka kao i pogoršanje očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima kao i izgleda industrije ili pojedinog poduzeća. Prema rezultatima posljednje ankete iz drugog tromjesečja ove godine, banke očekuju slabljenje intenziteta pooštavanja standarda odobravanja kredita. Smanjenju potražnje poduzeća za kreditima u najvećoj mjeri pridonijelo je povećanje kamatnih stopa, a djelomice i manja potreba za financiranjem investicija kao i zaliha te obrtnoga kapitala (Slika 3.5.4.). U drugom tromjesečju 2023. banke očekuju rast potražnje poduzeća za kreditima. Nastavili su se pooštavati i standardi odobravanja kredita stanovništvu, i to za stambene kredite snažnijim intenzitetom nego u prethodnom

Slika 3.5.3. Anкета o kreditnoj aktivnosti banaka – BLS standardi kreditiranja i doprinos činitelja



Napomena: "Troškovi izvora sredstava i bilančna ograničenja" je nevagani prosjek "troškovi vezani uz kapitalnu poziciju banke", "mogućnost financiranja na tržištu" i "likvidnost banke". "Konkurencija" je nevagani prosjek "konkurencija drugih banaka", "konkurencija nebankarskog sektora" i "konkurencija na tržištu financiranja". "Percepcija rizika" je nevagani prosjek "očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima", "izgledi pojedine industrije ili poduzeća" i "rizik kolateralna".

Izvor: HNB

Napomena: "Percepcija rizika" je nevagani prosjek "očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima", "perspektiva tržišta nekretnina" i "kreditna sposobnost zajmoprimca". "Konkurencija" je nevagani prosjek "konkurencija drugih banaka" i "konkurencija nebankarskog sektora".

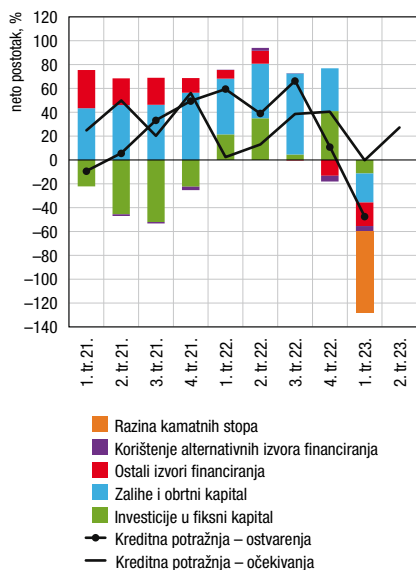
Izvor: HNB

Napomena: "Percepcija rizika" je nevagani prosjek "očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima", "kreditna sposobnost zajmoprimca" i "rizik kolateralna". "Konkurencija" je nevagani prosjek "konkurencija drugih banaka" i "konkurencija nebankarskog sektora".

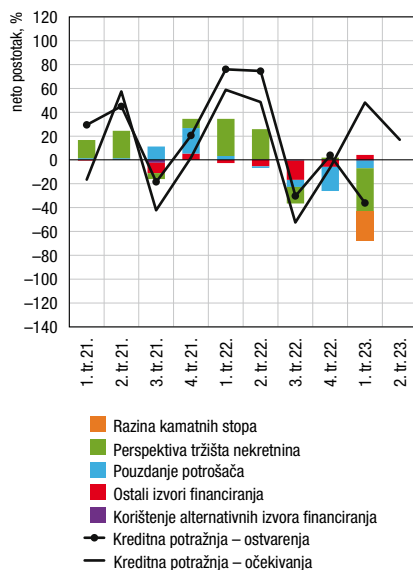
Izvor: HNB

Slika 3.5.4. Anкета o kreditnoj aktivnosti banaka – BLS  
promjena potražnje i doprinos činitelja

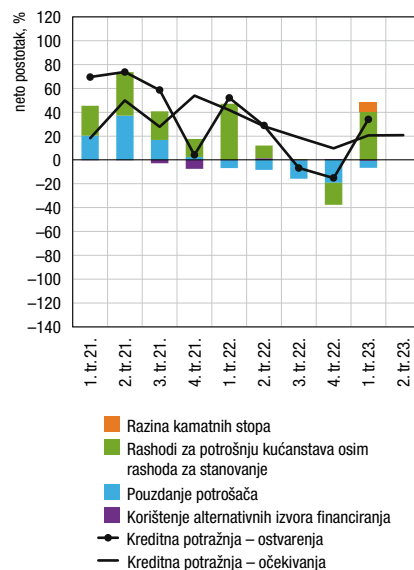
a) Krediti nefinancijskim poduzećima



b) Stambeni krediti



c) Potrošački krediti



Napomena: "Ostali izvori financiranja" je nevagani prosjek "restrukturiranje duga" i "spajanja, preuzimanja i korporativno restrukturiranje". "Korištenje alternativnog izvora financiranja" je nevagani prosjek "interno financiranje", "krediti drugih banaka", "krediti nebankarskog sektora", "izdavanje dužničkih vrijednosnih papira" i "izdavanje dionica".

Izvor: HNB

Napomena: "Ostale potrebe financiranja" je jednako "rashodi za potrošnju kućanstava osim rashoda za stanovanje". "Korištenje alternativnog izvora financiranja" je nevagani prosjek "štednja stanovništva", "krediti drugih banaka" i "ostali izvori financiranja".

Izvor: HNB

Napomena: "Korištenje alternativnog izvora financiranja" je nevagani prosjek "štednja stanovništva", "krediti drugih banaka" i "ostali izvori financiranja".

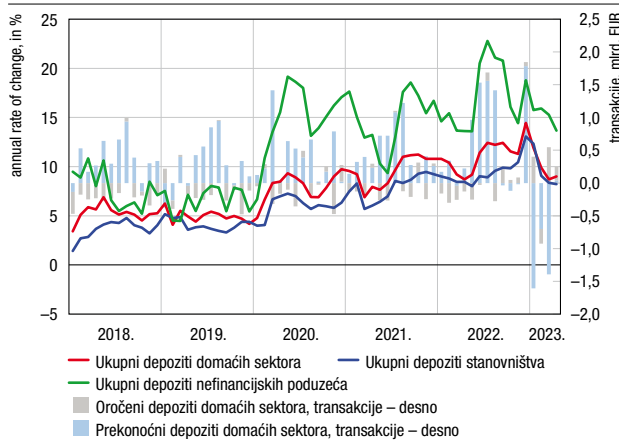
Izvor: HNB

tromjesečju, dok je za potrošačke i ostale kredite taj intenzitet bio samo malo slabiji nego u prethodnom tromjesečju. Činitelji koji su utjecali na pooštavanje standarda jesu percepcija rizika, odnosno nepovoljna očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima kao i perspektiva tržišta nekretnina kod stambenih kredita te kreditna sposobnost klijenata i rizik kolaterala kod potrošačkih i ostalih kredita. U drugom tromjesečju 2023. banke očekuju nastavak pooštavanja standarda odobravanja kredita stanovništvu, no slabijim intenzitetom nego u prvom tromjesečju. Istodobno se potražnja stanovništva za stambenim kreditima smanjila, ponajviše zbog pogoršanja perspektive tržišta nekretnina, ali i zbog rasta kamatnih stopa. S druge strane, potražnja za potrošačkim kreditima porasla je kao odraz rastućih dohodaka i potrošačkog optimizma koji potiču nabavu trajnih potrošnih dobara. U drugom tromjesečju 2023. banke očekuju rast potražnje za objema vrstama kredita, pri čemu će rast potražnje za stambenim kreditima dodatno potaknuti novi krug subvencioniranja stambenih kredita.

**Nakon što su snažno porasli uoči uvođenja eura, depoziti domaćih sektora<sup>4</sup> kod banaka osjetno su se smanjili početkom 2023. godine, uvelike zbog refinanciranja inozemnih dospijeca javnog duga na domaćem tržištu.** Ukupni depoziti domaćih sektora smanjili su se tijekom prva četiri mjeseca 2023. za 2,7 mlrd. EUR (Slika 3.5.5). U strukturi depozita, prekonoćni depoziti smanjili su se za 3,7 mlrd. EUR, a oročeni depoziti povećali su se za 0,9 mlrd. EUR. Prelijevanje novčanih sredstva s prekonoćnih na

4 Domaći sektori isključuju opću državu.

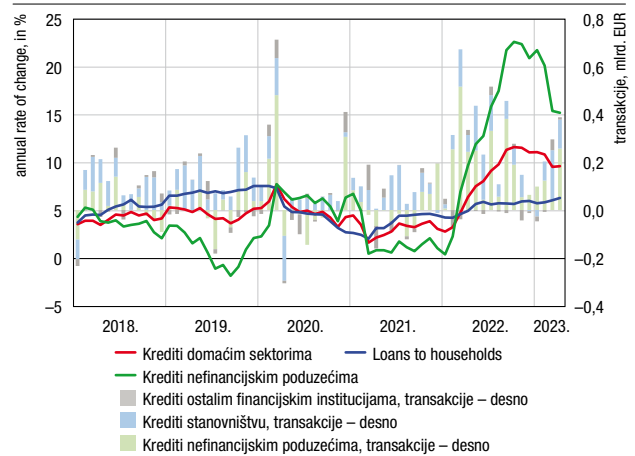
**Slika 3.5.5. Depoziti**  
transakcije i godišnje stope promjene na osnovi transakcija



Napomena: Ukupni depoziti uključuju prekonocne i oročene depozite. Depoziti domaćih sektora isključuju depozite opće države.

Izvor: HNB

**Slika 3.5.6. Krediti**  
transakcije i godišnje stope promjene na osnovi transakcija



Napomena: Krediti domaćim sektorima isključuju kredite općoj državi.

Izvor: HNB

oročene depozite zbog rasta kamatnih stopa na oročene depozite posebno je bilo izraženo za poduzeća, koja su smanjila prekonocne depozite za 2,5 mlrd. EUR, a oročene depozite povećala za 1,3 mlrd. EUR. Stanovništvo i ostale nebankovne financijske institucije također su smanjili prekonocne depozite, u podjednakim iznosima od po 0,6 mlrd. EUR. Međutim, kod stanovništva istodobno su se smanjili i oročeni depoziti, i to za 0,5 mlrd. EUR, dok su ostale nebankovne financijske institucije povećale oročene depozite za 0,2 mlrd. EUR. Na smanjenje depozita uvelike je utjecalo izdanje državne obveznice na domaćem tržištu kapitala, kojom je država prikupila sredstva za refinanciranje međunarodne obveznice s dospjećem početkom travnja 2023. U prvom krugu upisa, namijenjenom građanima, a provedenom krajem veljače i početkom ožujka, alocirani iznos upisa državnih obveznica iznosio je 1,3 mlrd. EUR, dok je u drugom krugu upisa, namijenjenom institucionalnim ulagateljima, početkom ožujka alocirano još 0,5 mlrd. EUR.



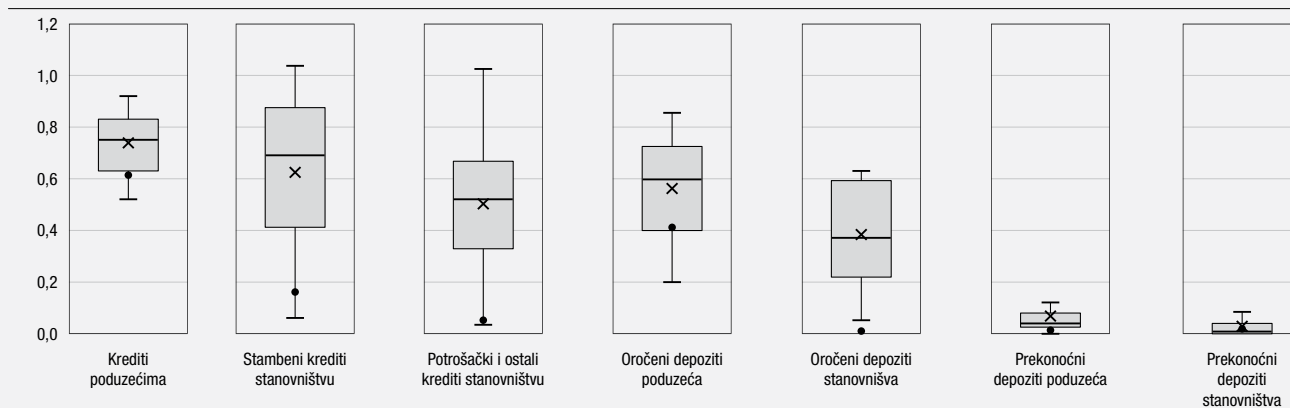
## Okvir 2. Prijenos kamatnih stopa ESB-a na kamatne stope banaka u Hrvatskoj

Na intenzitet prijenosa povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a na kamatne stope banaka utječu brojni činitelji koji dovode do razlika u prijenosu među zemljama europodručja, ali i među bankama u pojedinoj zemlji. Kao ključni činitelji koji ublažavaju intenzitet prijenosa u Hrvatskoj u odnosu na druge zemlje europodručja mogu se izdvojiti pad premije rizika zbog ulaska u europodručje, veliki višak likvidnosti, stabilna i rastuća depozitna baza, relativno nizak omjer kredita i depozita kao i mali udio promjenjivih kamatnih stopa kod odobravanja kredita. Što se tiče razlika među bankama u Hrvatskoj, analiza je pokazala da su sistemski važne banke snažnije povećavale kamatne stope na kredite poduzećima, stambene kredite stanovništvu te oročene depozite poduzeća u odnosu na ostale banke. S druge strane, ne postoji značajnija razlika između sistemski važnih i ostalih banaka u prijenosu povećanja ključnih kamatnih stopa na potrošačke kredite stanovništvu niti na oročene depozite stanovništva.

**Polovinom 2022. započeo je ciklus pooštrevanja monetarne politike ESB-a koji se vrlo brzo prenio na rast kamatnih stopa na kredite i depozite.** Povećanje ključnih kamatnih stopa za 3,75 postotnih bodova u razdoblju od srpnja 2022. do svibnja 2023., što je najbrže povećanje kamatnih stopa u povijesti europodručja, gotovo se u potpunosti prenijelo na kamatne stope na novčanom tržištu. Dok se promjene ključnih kamatnih stopa brzo i snažno prenose na tržište novca, njihov je utjecaj na kamatne stope na kredite i depozite u kreditnim institucijama zemalja europodručja odgođen i nepotpun.

**Kamatni je prijenos heterogen među pojedinim zemljama, sektorima te instrumentima (Slika 1.1).** Snažnije su porasle kamatne stope u poslovanju s poduzećima nego u poslovanju sa stanovništvom, ali i kamatne stope na kredite u usporedbi s kamatnim stopama na depozite. Tako se prosječno 74% povećanja tromjesečnog EURIBOR-a

Slika 1.1. Prijenos promjene EURIBOR-a na kamatne stope banaka u zemljama europodručja

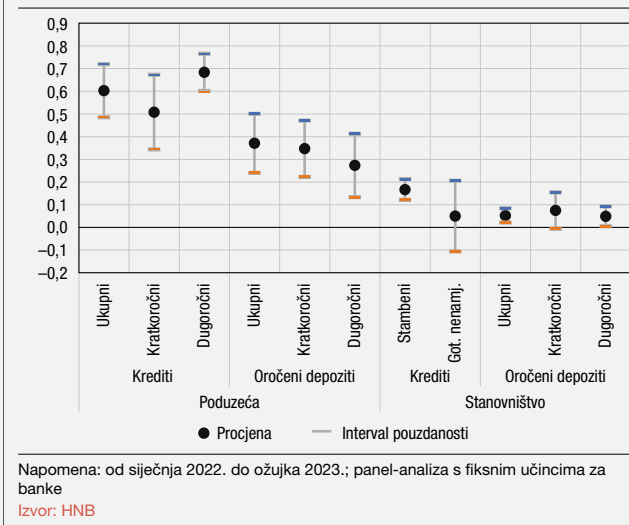


Napomena: Od siječnja 2022. do ožujka 2023.; vodoravnim linijama prikazane su minimalne i maksimalne vrijednosti, vrijednosti za 25. percentil, medijan i 75. percentil te križićima prosječne vrijednosti za sve članice europodručja, dok su crnim točkama prikazane prosječne vrijednosti za Hrvatsku.

Izvori: ESB; izračun HNB-a



Slika 1.2. Prijenos promjene EURIBOR-a na kamatne stope banaka u Hrvatskoj



tijekom posljednjih godinu dana prenijelo na kamatne stope na kredite poduzećima u europodručju, dok je prijenos na stambene (potrošačke) kredite stanovništvu bio malo slabiji te je iznosio 63% (51%). Manja osjetljivost zabilježena je kod kamatnih stopa na oročene depozite poduzeća i stanovništva (57% i 39%), a posebice kod prekonoćnih depozita (7% i 3%).

**Učinci pooštavanja monetarne politike europodručja vidljivi su i u Hrvatskoj, no intenzitet prijenosa oštrijih uvjeta financiranja među najslabijima je u europodručju (Slika 1.1).** Najsnažniji prijenos promjene EURIBOR-a (68%) zabilježen je

kod kamatnih stopa na dugoročne kredite poduzećima, dok je kod ostalih segmenata znatno slabiji, posebice kod oročenih depozita stanovništva (Slika 1.2.). Transmisiju povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a na kamatne stope hrvatskih banaka odgodili su i ublažili učinci povezani s uvođenjem eura. Smanjenje rizika države, koje onda posredno utječe i na kamatne stope koje banke zaračunavaju svojim klijentima, jedan je od važnih kanala kroz koji je uvođenje eura ublažilo intenzitet rasta kamatnih stopa. Naime, ulaskom u europodručje valutni je rizik gotovo u potpunosti nestao za klijente domaćih banaka, pa su agencije za dodjelu kreditnog rejtinga neposredno nakon službene odluke Vijeća EU-a o pristupanju Hrvatske europodručju povećale kreditni rejting RH za dva stupnja. Usto je, zbog usklađivanja instrumenata monetarne politike, smanjen regulatorni trošak bankarskog posredovanja s obzirom na to da se stopa obvezne pričuve smanjila s 9% na 1%, a u potpunosti je ukinuta obveza održavanja minimalno potrebnih deviznih potraživanja. To je sve znatno povećalo slobodna novčana sredstva u hrvatskim bankama, koja su početkom ove godine dosegla gotovo 20% ukupne imovine bankovnog sustava, što je među najvišim omjerima u europodručju. Usto, banke imaju stabilnu i rastuću depozitnu bazu, relativno nizak omjer kredita i depozita kao i nizak udio promjenjivih kamatnih stopa pri odobravanju kredita, što se odražava na njihovu politiku određivanja kamatnih stopa.

**Prijenos promjene ključnih kamatnih stopa na tržišne kamatne stope razlikuje se i među pojedinim domaćim bankama.** Primjerice, na povećanje EURIBOR-a od 100 baznih bodova, sistemski važne banke snažnije su povećale kamatne stope na kredite poduzećima (oko 55 baznih bodova) u odnosu na ostale banke (oko 23 bazna boda), pri čemu je taj učinak malo izraženiji kod dugoročnih kredita. Razlike su prisutne i pri određivanju kamatnih stopa na oročene depozite poduzeća, kao i pri određivanju kamatnih stopa na stambene kredite stanovništvu. S druge strane, ne postoji znatnija razlika između sistemski važnih i ostalih banaka u prijenosu povećanja ključnih kamatnih stopa na potrošačke kredite stanovništvu niti na oročene depozite stanovništva (Tablica 1.1.).

**Na intenzitet kamatnog prijenosa utječu i ostala obilježja pojedinih banaka poput poslovnog modela, efikasnosti banke ili kapitalne adekvatnosti.** Lošija kvaliteta aktive

**Tablica 1.1. Razlike u prijenosu ključnih kamatnih stopa na tržišne kamatne stope između sistemski važnih i ostalih banaka**

	Kamatne stope na kredite poduzećima	Kamatne stope na oročene depozite poduzeća	Kamatne stope na stambene kredite stanovištva	Kamatne stope na gotovinske nenamjenske kredite stanovištva	Kamatne stope na oročene depozite stanovištva
Sistemski važne banke	0,5550*** (0,0788)	0,4194*** (0,0700)	0,1821*** (0,0254)	0,0879 (0,0688)	0,0539** (0,0217)
Ostale banke	0,2272*** (0,0575)	0,1154** (0,0501)	0,0752* (0,0428)	-0,0521 (0,0528)	0,1105*** (0,0381)

Napomena: Zavisne varijable u panel-modelu jesu pojedine vrste kamatnih stopa, a nezavisne varijable uključuju interakciju EURIBOR-a i obilježja banaka koja su relevantna za kamatni prijenos; model je procijenjen na uzorku od siječnja 2022. do ožujka 2023.; uključeni su fiksni učinci za banke i mjesece; u zagradama su prikazane standardne greške

\* statistička signifikantnost na razini od 10%, \*\* statistička signifikantnost na razini od 5%, \*\*\* statistička signifikantnost na razini od 1%

Izvor: HNB

**Tablica 1.2. Odrednice razlike prijenosa ključnih kamatnih stopa među bankama**

	Kamatne stope na kredite poduzećima	Kamatne stope na oročene depozite poduzeća	Kamatne stope na stambene kredite stanovištva	Kamatne stope na gotovinske nenamjenske kredite stanovištva	Kamatne stope na oročene depozite stanovištva
Euribor x Udio u ukupnoj imovini	0,0220*** (0,0054)	0,0117** (0,0045)	0,0041 (0,0025)	0,0043 (0,0052)	-0,0031 (0,0022)
Euribor x Udio likvidne imovine u ukupnoj imovini	-0,0014 (0,0077)	0,0036 (0,0062)	0,0037 (0,0032)	0,0021 (0,0036)	-0,0040 (0,0025)
Euribor x Udio depozita u ukupnim izvorima sredstava	-0,0089 (0,0053)	-0,0091* (0,0048)	0,0005 (0,0025)	-0,0018 (0,0011)	-0,0066* (0,0033)
Euribor x Pokazatelj stabilnih izvora financiranja	-0,0177*** (0,0083)	-0,0212*** (0,0062)	-0,0006 (0,0037)	0,0024 (0,0046)	0,0039 (0,0063)
Euribor x Omjer kredita i depozita	0,0026 (0,0045)	-0,0007 (0,0044)	-0,0028 (0,0020)	-0,0006 (0,0021)	0,0045* (0,0024)
Euribor x Prinos na imovinu	-0,0298 (0,0490)	-0,0391 (0,0471)	0,0159 (0,0108)	-0,0138 (0,0215)	-0,0024 (0,0154)
Euribor x Prinos na kapital	-0,0055 (0,0055)	-0,0065 (0,0044)	0,0015 (0,0014)	-0,0023 (0,0025)	-0,0005 (0,0015)
Euribor x Neto kamatna marža	-0,1065 (0,0893)	-0,0696 (0,0530)	-0,1230** (0,0449)	-0,0166 (0,0253)	0,1146** (0,0406)
Euribor x Pokazatelj troškovne efikasnosti	-0,0101*** (0,0025)	-0,0013 (0,0031)	-0,0028* (0,0014)	-0,0035* (0,0019)	-0,0007 (0,0013)
Euribor x Stopa osnovnoga kapitala	0,0117 (0,0098)	0,0131 (0,0086)	0,0065** (0,0030)	0,0122** (0,0051)	-0,0077* (0,0041)
Euribor x Udio neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima	-0,0322*** (0,0078)	-0,0243*** (0,0080)	-0,0071 (0,0064)	0,0015 (0,0089)	0,0053 (0,0049)

Napomena: Zavisne varijable u panel-modelu jesu pojedine vrste kamatnih stopa, a nezavisne varijable uključuju interakciju EURIBOR-a i obilježja banaka koja su relevantna za kamatni prijenos; model je procijenjen na uzorku od siječnja 2022. do ožujka 2023.; uključeni su fiksni učinci za banke i mjesece; u zagradama su prikazane standardne greške

\* statistička signifikantnost na razini od 10%, \*\* statistička signifikantnost na razini od 5%, \*\*\* statistička signifikantnost na razini od 1%

Udio u ukupnoj imovini (prosjeak 5%, st. dev. 7,7%), udio likvidne imovine u ukupnoj imovini (prosjeak 26,3%, st. dev. 12,0%), udio depozita u ukupnim izvorima sredstava (prosjeak 73,3%, st. dev. 9,7%), pokazatelj stabilnih izvora financiranja (prosjeak 69%, 18,4%), omjer kredita i depozita (prosjeak 66,2%, st. dev. 14%), prinos na imovinu (prosjeak 0,6%, st. dev. 1,1%), prinos na kapital (prosjeak 6,7%, st. dev. 10,2%), neto kamatna marža (prosjeak 2,4%, st. dev. 0,7%), pokazatelj troškovne efikasnosti (prosjeak 80,9%, st. dev. 5,6%), stopa osnovnoga kapitala (prosjeak 20%, st. dev. 5,6%), udio neprihodonosnih kredita u ukupnim kreditima (prosjeak 6,8%, st. dev. 4,4%).

Izvor: HNB

te veći udio stabilnih izvora financiranja oslabljuju prijenos povećanja ključnih kamatnih stopa na kamatne stope banaka na kredite poduzećima, posebice dugoročne kredite, te na oročene depozite poduzeća (Tablica 1.2.). Nadalje, kamatne stope na kredite poduzećima snažnije povećavaju banke s nižim pokazateljima troškovne efikasnosti. Također, intenzitet kamatnog prijenosa na oročene depozite poduzeća slabiji je u bankama s većim osloncem na depozite u ukupnim izvorima sredstava. Kad je riječ o poslovanju sa

stanovništvom, lošija se kapitaliziranost ističe kao odrednica koja oslabljuje kamatni prijenos na stambene i potrošačke kredite stanovništvu. Naposljetku, visina neto kamatne marže pojedine banke oslabljuje kamatni prijenos na stambene kredite, ali pojačava prijenos na dugoročne oročene depozite stanovništva.

**Zaključno, na intenzitet prijenosa povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a na kamatne stope banaka utječu brojni činitelji koji dovode do razlika u prijenosu među zemljama europodručja, ali i među bankama u pojedinoj zemlji.** Kao ključni činitelji koji ublažavaju intenzitet prijenosa u Hrvatskoj u odnosu na druge zemlje europodručja mogu se izdvojiti pad premije za rizik zbog ulaska u europodručje, velik višak likvidnosti, stabilna i rastuća depozitna baza, relativno nizak omjer kredita i depozita kao i mali udio promjenjivih kamatnih stopa pri odobravanju kredita. Što se tiče razlika među bankama u Hrvatskoj, analiza je pokazala da su sistemski važne banke snažnije povećavale kamatne stope na kredite poduzećima, stambene kredite stanovništvu te oročene depozite poduzeća u odnosu na ostale banke. S druge strane, ne postoji znatnija razlika između sistemski važnih i ostalih banaka u prijenosu povećanja ključnih kamatnih stopa na potrošačke kredite stanovništvu niti na oročene depozite stanovništva.

### Okvir 3. Šokovi ponude kredita i ekonomska aktivnost u Hrvatskoj

Intenzitet i učinke šokova ponude kredita važno je razumjeti jer oni mogu amplificirati učinke monetarne politike na gospodarstvo. Učinak šokova ponude kredita na hrvatsko gospodarstvo ocijenjen je pomoću tri različite metodologije, pri čemu se dvije temelje na analizi makroekonomskih učinaka šokova ponude kredita na BDP i inflaciju te jedne koja je usmjerena na analizu utjecaja šokova ponude kredita na mikroekonomskoj razini, odnosno na pokazatelje aktivnosti i cijene na razini pojedinih poduzeća. Dva različita makroekonomska pristupa upućuju na statistički signifikantan učinak šokova ponude kredita na kretanje BDP-a. Dok je smjer utjecaja šokova ponude kredita na BDP nedvosmislen, šokovi ponude kredita utječu na inflaciju kroz više kanala koji mogu djelovati u suprotnim smjerovima.

**Pooštravanje standarda odobravanja kredita na koje upućuju rezultati Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka (engl. *Bank Lending Survey*, BLS) te kratkoročni poremećaji izazvani kolapsom dviju regionalnih banaka u SAD-u i jedne velike banke u Švicarskoj u ožujku ove godine aktualizirali su pitanje utjecaja šokova ponude kredita na gospodarstvo europodručja.** Šokovi ponude kredita mogu se definirati kao ograničenje ponude kredita od strane samih banaka do kojeg mogu dovesti različiti činitelji poput snažnog odljeva depozita, gubitka kreditnih linija ili pristupa tržištu, promjene percepcije ili tolerancije rizika uprave poslovnih banaka, konkurencije na tržištu i sl.

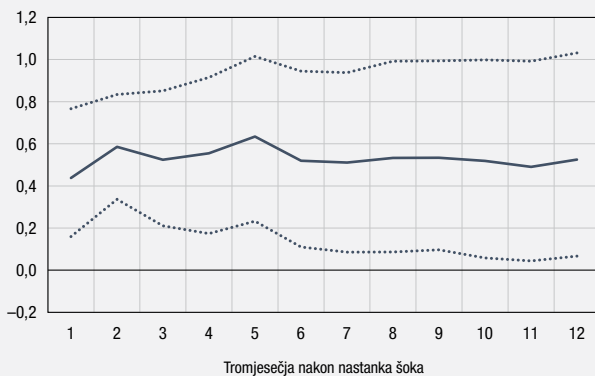
**Intenzitet i učinke šokova ponude kredita važno je razumjeti jer oni mogu amplificirati učinke monetarne politike na gospodarstvo.** Primjerice, u trenutnim okolnostima ESB povećanjem ključnih kamatnih stopa potiče poslovne banke na povećanje vlastitih kamatnih stopa, što bi trebalo smanjiti potražnju za kreditima, a time ujedno i usporiti potrošnju i investicije te naposljetku spustiti inflaciju (taj se mehanizam često naziva kamatni kanal monetarne transmisije). Međutim, ako usporedno s pooštravanjem uvjeta financiranja pod utjecajem monetarne politike, koje dovodi do pada potražnje za kreditima, banke odluče dodatno ograničiti i ponudu kredita, to može snažnije usporiti potrošnju i investicije, a onda naposljetku i spustiti inflaciju više nego što je poželjeno, odnosno u srednjem roku može doći do podbacivanja (engl. *undershooting*) inflacije ispod ciljane razine.

**Hrvatske banke nisu bile izložene stresu na financijskim tržištima nakon kolapsa banaka u SAD-u i Švicarskoj, a BLS zasad ne upućuje na neuobičajeno snažno pooštravanje kreditnih standarda u hrvatskim bankama s obzirom na intenzitet promjene monetarne politike** (vidi Sliku 3.5.5). Učinak šokova ponude kredita na hrvatsko gospodarstvo ocijenjen je pomoću tri različite metodologije, pri čemu se dvije zasnivaju na analizi makroekonomskih učinaka šokova ponude kredita na BDP i inflaciju te jedne koja je usmjerena na analizu utjecaja šokova ponude kredita na mikroekonomskoj razini, odnosno na pokazatelje aktivnosti i cijene na razini pojedinih poduzeća.

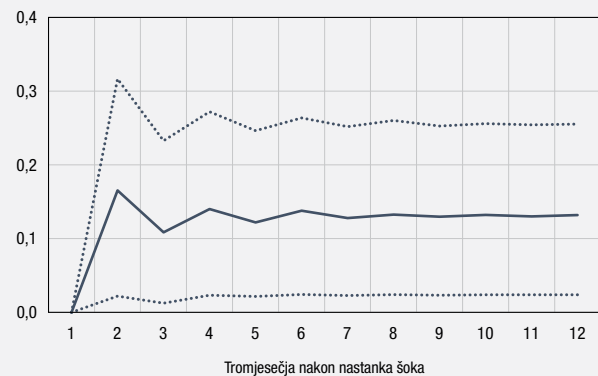
**Dva različita makroekonomska pristupa upućuju na statistički signifikantan učinak šokova ponude kredita na kretanje BDP-a (Slika 3.1).** Makroekonomski učinci

Slika 3.1. Utjecaj šoka ponude kredita na BDP

a) BVAR I – funkcija impulsnog odziva



BVAR II – funkcija impulsnog odziva

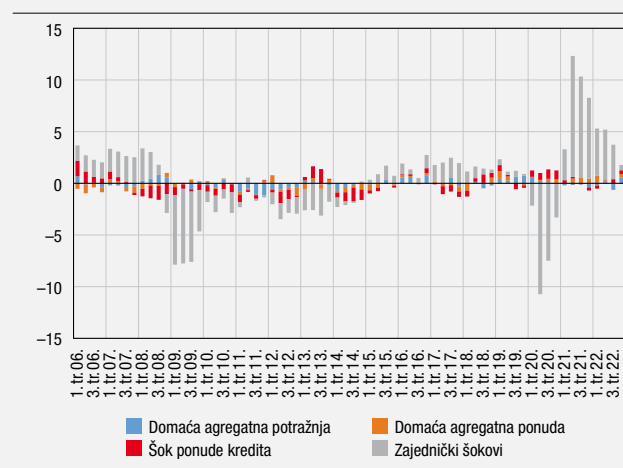


Napomena: BVAR I model uključuje realni rast BDP-a, rast cijena, rast kredita nefinancijskim poduzećima te promjenu razlike kamatnih stopa na depozite i kredite nefinancijskim poduzećima. Uz pomoć restrikcija predznaka te nulnih restrikcija (uz pretpostavku blok egzogenosti), šok kreditne ponude definiran je kao šok koji povećava BDP i kreditnu aktivnost banaka te smanjuje troškove financiranja. BVAR II uključuje BLS indikator, rast realnog BDP-a te rast cijena, pri čemu je model identificiran rekurzivnim pristupom.

Izvor: izračun HNB-a

šoka ponude kredita u prvom su pristupu identificirani pomoću restrikcija na predznak funkcija impulsnog odziva u strukturnom BVAR modelu male otvorene ekonomije (BVAR model I)<sup>5</sup>. U drugom je pristupu šok ponude kredita identificiran na osnovi metodologije koja polazi od “čišćenja” rezultata BLS-a od različitih činitelja specifičnih za pojedine banke i onih ovisnih o makroekonomskim činiteljima, a koji mogu utjecati na standarde kredita. Takvom se procedurom procjenjuje “čisti” BLS indikator ponude kredita (engl. *Loan Supply Indicator*, LSI) koji pokazuje neuobičajene promjene u uvjetima odobravanja kredita. Taj se alternativni pokazatelj šoka ponude kredita uključuje u BVAR model, sličan prvoj varijanti, kako bi se ispitali makroekonomski učinci šokova ponude (BVAR II).<sup>6</sup> Oba pristupa pokazuju kako šokovi ponude kredita imaju statistički signifikantan učinak na kretanje BDP-a u Hrvatskoj. Međutim, rezultati historijske dekompozicije pokazuju da doprinos šokova ponude kredita kretanju BDP-a u Hrvatskoj nije osobito snažan, iako je malo izraženiji u razdobljima ubrzanja financijskog ciklusa (npr. 2007.) te recesije (npr. 2008./2009., 2012.) (crveni stupići na Slici 3.2.).

Slika 3.2. Doprinosi šokova kretanju BDP-a (BVAR I model)



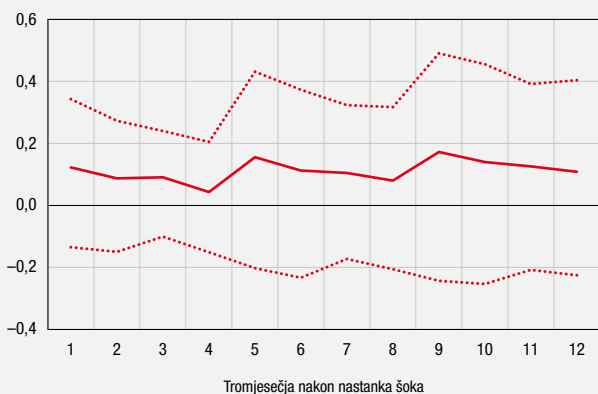
Izvor: izračun HNB-a

5 Po uzoru na Gambeti, L., i Musso, A. (2014.), *Loan supply shocks and the business cycle*, Working Paper No. 1469, Europska središnja banka te Mandler, M., i Scharnagl, M. (2020.), *Bank loan supply shocks and alternative financing of non-financial corporations in the euro area*, The Manchester School

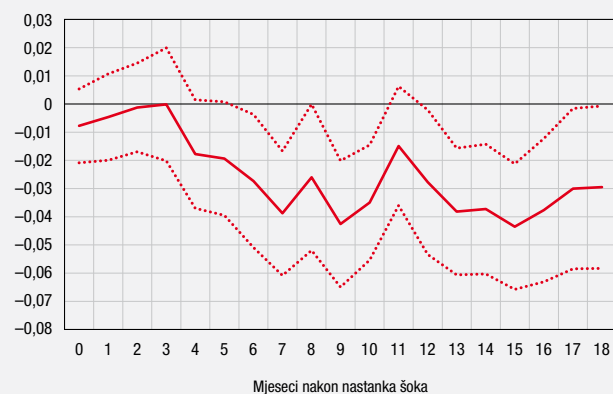
6 Slijedeći metodologiju prikazanu u Bassett, W. F., Chosak, M.B., Driscoll J. C., i Zakrajšek, E. (2012.), *Changes in bank lending standards and the macroeconomy*, Federal Reserve Board te Altavilla, C., Darracq-Paries, M., i Nicoletti, G. (2015.), *Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis*, Working Paper No. 1861, Europska središnja banka

Slika 3.3. Utjecaj šoka ponude kredita na cijene

a) BVAR II – funkcija impulsnog odziva



b) Pintarić i Zrnc (2023.) – lokalna projekcija



Izvor: izračun HNB-a

**Dok je smjer utjecaja šokova ponude kredita na BDP nedvosmislen, šokovi ponude kredita utječu na inflaciju kroz više kanala koji mogu djelovati u suprotnim smjerovima.** Primjerice, negativan šok ponude kredita dovodi do pada agregatne potražnje (BDP), što naposljetku dovodi do deflatornih pritisaka (kanal agregatne potražnje). S druge strane, negativan šok ponude kredita može povećati troškove financiranja poduzeća, što poduzeća povećanjem cijena mogu prelići na potrošače zbog potrebe za dodatnom likvidnošću (troškovni kanal). U literaturi se stoga često nalaze rezultati koji upućuju na to da učinak šokova ponude kredita na cijene na makroekonomskoj razini nije signifikantan.<sup>7</sup> Rezultati spomenutih BVAR modela također pokazuju da šokovi ponude kredite nemaju znatan utjecaj na cijene (Slika 3.3.a). S druge strane, na mikroekonomskoj razini<sup>8</sup> može se uočiti statistički signifikantan učinak šokova ponude kredita na cijene, što je u skladu s djelovanjem troškovnoga kanala (Slika 3.3.b).

7 Npr. Gambeti, L., i Musso, A. (2014.), *Loan supply shocks and the business cycle*, Working Paper No. 1469, Europska središnja banka te Bassett, W. F., Chosak, M.B., Driscoll J.C., i Zakrajšek, E. (2012.), *Changes in bank lending standards and the macroeconomy*, Federal Reserve Board

8 Analiza na mikroekonomskoj razini provedena je u istraživanju Pintarić, M., i Zrnc, J. (2023.), *Loan supply and prices*, 29. Dubrovačka ekonomska konferencija, Hrvatska narodna banka

## 4. Projekcije za Hrvatsku

### 4.1. Temeljne pretpostavke

**Prema pretpostavkama na kojima se temelji lipanjska projekcija HNB-a očekuje se nastavak povišenih inflacijskih pritisaka i potisnuta gospodarska aktivnost u zemljama iz okružja.** Cijene energenata, a poglavito cijene plina i električne energije, trebale bi se zadržati na razinama koje su primjetno niže od prošlogodišnjih i ujedno ispod razina pretpostavljenih u projekciji iz ožujka, ali i dalje iznad dugoročnih povijesnih prosjeka duž cijeloga projekcijskog horizonta. Naime, u posljednjih nekoliko mjeseci cijene plina i električne energije kretale su se na nešto nižim razinama nego što se prije očekivalo, a uz pretpostavku daljnjeg pada, u skladu s recentnim terminskim ugovorima, mogle bi tijekom projekcijskog razdoblja biti u prosjeku niže nego u prošloj projekciji za oko 15% odnosno 10%. Cijene sirove nafte također su niže, pri čemu se očekuje njihov daljnji pad u projekcijskom razdoblju s prosječno 78 USD za barel u 2023. na 70 USD za barel u 2025. godini. Što se tiče cijena drugih sirovina, također se očekuje postupni daljnji pad, posebice kod prehrambenih sirovina. Budući da su cijene prehrambenih sirovina tijekom ožujka i travnja snižene više nego što se prije očekivalo, zasad se predviđa izraženiji pad njihovih cijena u 2023. nego u prošloj projekciji (–13,6% naprama –6,6%). Što se tiče industrijskih sirovina (metala), zbog i nadalje slabe globalne potražnje trenutano se pretpostavlja izraženiji pad cijena u tekućoj godini, ali i umjereniji rast u sljedećim godinama u odnosu na projekciju iz ožujka. Također, nešto snažniji tečaj eura prema američkom dolaru mogao bi dodatno ublažiti uvozne inflatorne pritiske povezane s cijenama energenata i drugih sirovina.

**Bolja ostvarenja početkom tekuće godine blago su poboljšala očekivanja glede globalne gospodarske aktivnosti u 2023., a sličan intenzitet rasta globalnoga gospodarstva očekuje se i u ostatku projekcijskoga horizonta.** Očekivana stopa rasta svjetskog BDP-a (isključujući europodručje) u 2023. i 2024. tako iznosi 3,1%, pri čemu se nešto povoljnija očekivanja u tekućoj godini uglavnom odnose na Kinu, koja se nakon ukidanja strogih pandemijskih ograničenja oporavlja brže nego što se prije predviđalo. Unatoč boljim ostvarenjima na početku godine, očekivanja za SAD do kraja tekuće godine blago su se pogoršala uz pretpostavku nešto izraženijih negativnih učinaka pooštrenih uvjeta financiranja na realnu aktivnost. Rast globalne trgovine također bi trebao nastaviti jačati. Međutim, budući da je rast globalne razmjene znatno oslabio krajem prošle godine, zbog baznog se učinka smanjila očekivana stopa rasta globalnog uvoza u 2023., što može upućivati na slabiju inozemnu potražnju za robom i uslugama iz europodručja i Hrvatske.

**Očekivanja za europodručje nisu se značajno promijenila u odnosu na prošlu projekciju, pri čemu je gospodarski rast za 2023. neznatno smanjen, a inflacija blago povećana.** Prema najnovijim projekcijama ESB-a očekivana razina ukupne inflacije u europodručju u 2023. povećana je na 5,4% (0,1 p. b. više nego u projekciji ESB-a iz ožujka), pri čemu niže cijene energenata tek djelomično poništavaju viši porast cijena hrane i ostalih komponenata potrošačke košarice. Pogoršana očekivanja glede temeljene inflacije



Tablica 4.1. Pretpostavke projekcije o međunarodnom okruženju i cijenama sirovina

	Tekuća projekcija				Odstupanja od prethodne projekcije				
	2022.	2023.	2024.	2025.	2022.	2023.	2024.	2025.	
<b>Međunarodno okruženje</b>									
Globalni gospodarski rast (isklj. EA)	3,3	3,1	3,1	3,3	0,0	0,1	-0,1	0,0	
SAD	2,1	1,0	0,6	1,6	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	
Kina	3,0	6,0	4,7	4,5	-0,1	0,9	-0,2	0,0	
Globalna trgovina	5,3	1,3	3,4	3,4	-0,4	-1,3	0,0	-0,1	
Inozemna potražnja (EA)	6,3	0,5	3,1	3,1	0,0	-1,6	0,0	-0,1	
Inozemna potražnja (HR)	7,6	1,9	3,4	3,4	0,3	-1,1	0,1	-0,2	
<b>Cijene sirovina</b>									
Cijene nafte	USD	103,7	78,0	72,6	70,4	0,0	-4,6	-5,2	-3,5
	EUR	98,5	72,0	66,9	64,8	0,0	-4,6	-5,4	-3,8
Cijene struje	EUR/MWh	258,4	122,0	152,0	122,7	0,0	-36,4	-11,8	-5,8
Cijene plina	EUR/MWh	123,1	42,4	51,9	46,5	0,0	-16,0	-9,6	-4,4
Cijene sirovina (isklj. energente), % promjene	USD	6,6	-11,5	-2,0	1,3	0,0	-5,1	-2,2	0,1
cijene prehrambenih sirovina	USD	17,8	-13,6	-7,6	-1,2	0,0	-7,0	-0,5	2,9
cijene ostalih sirovina	USD	-1,3	-10,0	2,3	3,1	0,0	-3,7	-3,7	-2,2
<b>Europodručje</b>									
Gospodarski rast		3,5	0,9	1,5	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Inflacija		8,4	5,4	3,0	2,2	0,0	0,1	0,1	0,1

Napomena: Pretpostavke za izradu projekcije odnose se na lipanjski projekcijski ciklus ESB-a (*June BMPE*), a zaključene su s datumom 23. svibnja 2023.  
Izvor: ESB

uglavnom odražavaju viša ostvarenja na početku godine te sve izraženije pritiske s tržišta rada, koji bi mogli usporiti povratak inflacije na ciljanu razinu. Projicirani gospodarski rast europodručja u 2023. tek je neznatno smanjen u odnosu na prošlu projekciju, uglavnom zbog nešto snažnijega negativnog učinka pooštavanja financijskih uvjeta, te sada iznosi 0,9%, a nakon toga mogao bi se dodatno ubrzati na 1,6% u 2024. Postupnom jačanju gospodarskog rasta trebali bi pridonositi pad cijena energije, jačanje inozemne potražnje, smanjenje neizvjesnosti i oporavak realnih dohodaka poduprt snažnim tržištem rada, dok bi ga pooštavanje monetarne politike i pogoršanje uvjeta financiranja te postupno povlačenje fiskalnih potpora mogli potiskivati.

## 4.2. Projekcije makroekonomskih varijabli

U 2023. godini očekuje se niži rast realnog BDP-a nego u prethodne dvije godine kao odraz iščezavanja učinaka oporavka od pandemijske recesije, pooštavanja monetarne politike i šokova povezanih s ratom u Ukrajini (**Slika 4.2.1.**). Ocijenjena stopa od 2,9% ipak je zamjetno viša od prethodnih očekivanja, a odražava otpornost domaćega gospodarstva na inozemne šokove i pooštrene uvjete financiranja. Gospodarske izgledе pritom podupire i nastavak preusmjeravanja potražnje s robe na usluge.

**Dostupni visokofrekventni pokazatelji i očekivana kretanja u drugom polugodištu upućuju na zaključak kako bi sve sastavnice BDP-a u 2023. mogle pridonijeti realnom rastu.** Pritom bi jedan od glavnih generatora rasta u 2023. mogao biti izvoz

**Tablica 4.2.1. Projekcije ključnih makroekonomskih varijabli**

godišnje stope rasta

	2022.	2023.	2024.	2025.
<b>Realni BDP</b>	<b>6,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>
Osobna potrošnja	5,2	2,0	2,6	2,6
Potrošnja države	3,2	3,4	2,9	2,7
Investicije u kapital	5,8	5,5	3,1	3,2
Izvoz robe i usluga	25,4	1,9	2,5	2,2
Uvoz robe i usluga	25,0	1,8	2,4	2,4
<b>Doprinosi rastu BDP-a<sup>a</sup></b>				
Domaća potražnja	4,8	3,0	2,8	2,7
Izvoz robe i usluga	13,0	1,2	1,5	1,3
Uvoz robe i usluga	-13,2	-1,2	-1,5	-1,5
Zalihe	1,6	-0,1	-0,2	0,0
<b>Tržište rada</b>				
Promjena zaposlenosti	2,5	1,5	1,2	1,3
Stopa nezaposlenosti (ILO) <sup>b</sup>	7,0	6,5	6,1	5,8
Nominalna bruto plaća	7,9	11,7	6,3	4,3
Realna bruto plaća	-2,5	3,7	2,3	1,9
Jedinični trošak rada	4,0	10,1	4,8	3,0
<b>Inflacija (HIPC)</b>				
<b>Ukupno</b>	<b>10,7</b>	<b>7,7</b>	<b>3,9</b>	<b>2,3</b>
HIPC bez energije i hrane	7,6	8,3	4,5	2,4
Hrana	12,9	10,6	4,5	2,4
Energija	19,2	-1,5	-0,4	1,6

<sup>a</sup> U postotnim bodovima<sup>b</sup> 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.

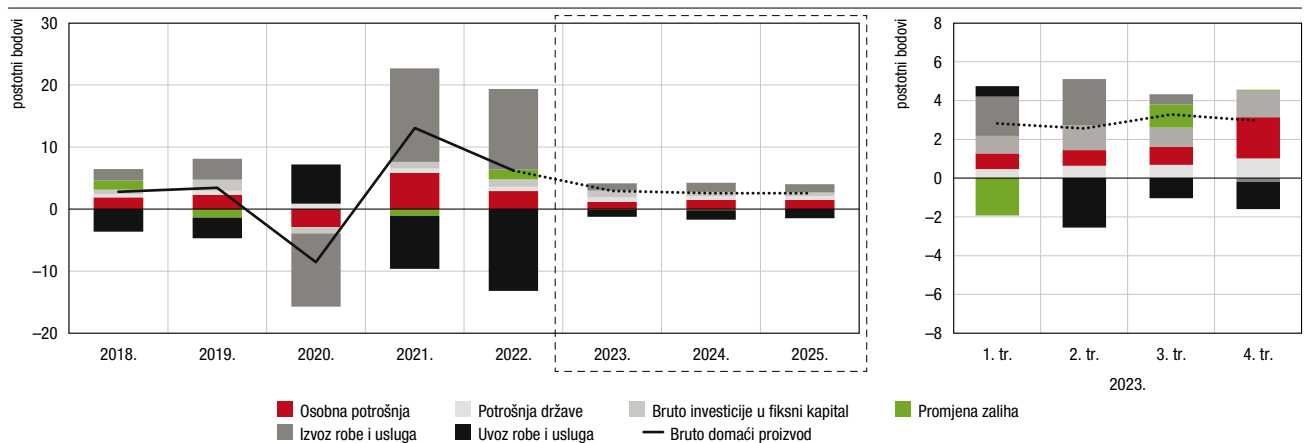
Izvori: DZS; Eurostat; ocjene i projekcije HNB-a

podatke o ostvarenjima kao i slabiji rast potražnje glavnih trgovinskih partnera te nepovoljniju cjenovnu konkurentnost, pa bi doprinosi neto inozemne potražnje ukupnom rastu mogao biti blago negativan.

**U sljedeće dvije godine projicira se blago usporavanje rasta gospodarske aktivnosti na prosječno 2,6%.** Rast investicijske aktivnosti mogao bi se nastaviti usporavati, što ponajprije odražava sporiji rast javnih investicija nakon njihova očekivanoga snažnog dinamiziranja u 2023. Privatne bi investicije mogle rasti nešto snažnije nego u tekućoj godini, ali bi ulaganja kućanstava u stambene nekretnine mogla ostati razmjerno prigušena, ima li se na umu porast troškova stambenoga kreditiranja i rastuća atraktivnost alternativnih oblika ulaganja. Očekuje se i niži rast državne potrošnje te izvoza usluga na osnovi iznimno povoljnih kretanja u turizmu nakon ublažavanja pandemijskih mjera u protekle dvije godine. S druge strane, rast izvoza robe mogao bi se intenzivirati, zbog iščezavanja cjenovnih šokova i jačanja vanjske potražnje. Rast osobne potrošnje također bi mogao ojačati, pri čemu se očekuje nastavak povoljnih kretanja na tržištu rada i daljnji pad stope nezaposlenosti s već povijesno niskih razina.

usluga. Potražnja za turističkim uslugama mogla bi rezultirati nastavkom znatnog rasta realnog izvoza usluga, koji je još u 2022. znatno premašio pretpandemijske razine. Očekuje se i nastavak snažne investicijske aktivnosti, pri čemu bi se rast privatnih investicija mogao usporiti, nakon iznimno dobrih ostvarenja u 2022., zbog porasta troškova financiranja nefinancijskih poduzeća i skupljega stambenog kreditiranja. Investicijska aktivnost opće države mogla bi znatno ojačati u 2023. zbog povlačenja viših iznosa sredstava iz fondova EU-a. Povoljna kretanja mogla bi se zabilježiti i za osobnu potrošnju s obzirom na to da se u 2023. očekuje intenziviranje rasta plaća i oporavak realnih dohodaka. Nastavak primjene fiskalnih mjera usvojenih s ciljem ublažavanja negativnih učinaka rasta potrošačkih cijena olakšava rast raspoloživog dohotka. Unatoč spomenutim činiteljima rast osobne potrošnje mogao bi biti prigušen željom kućanstava da obnove tekuću štednju, koja se lani snažno smanjila u uvjetima pada realnih dohodaka, kao i još uvijek razmjerno slaboga potrošačkog optimizma. Isto tako, izvoz robe mogao bi se blago smanjiti, uzevši u obzir dostupne

Slika 4.2.1. BDP i sastavnice BDP-a, doprinosi



Izvori: DZS; ocjene i projekcije HNB-a

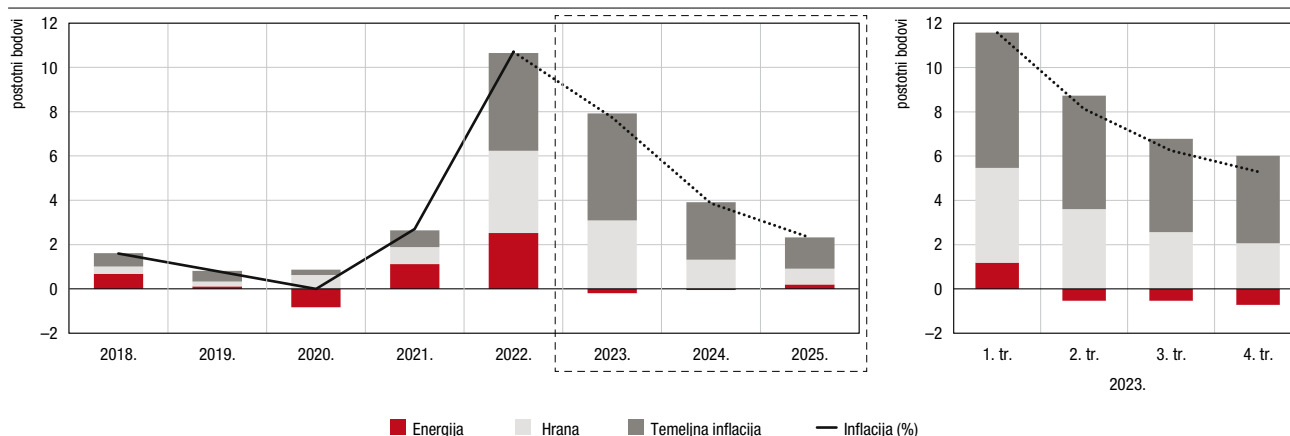
**Rizici za gospodarski rast čine se uravnoteženi.** Negativni rizici proizlaze iz produženog trajanja rata u Ukrajini te i nadalje prisutnih geopolitičkih napetosti, čija bi eskalacija mogla rezultirati izraženijim usporavanjem svjetskoga gospodarstva, a onda i recesijom u pojedinim ekonomijama, što bi se naposljetku moglo nepovoljno odraziti i na hrvatsko gospodarstvo. Osim toga, pooštreni uvjeti financiranja s ciljem suzbijanja povišene inflacije mogli bi se početi snažnije prelijevati na gospodarska kretanja u Hrvatskoj. Nasuprot tome, uvođenje eura i ulazak u schengensku zonu mogli bi povoljno utjecati na fizičke i financijske pokazatelje u turizmu, međunarodnu trgovinu te investicije. Konačno, povoljna kretanja na tržištu rada mogla bi rezultirati snažnijom domaćom potražnjom u odnosu na trenutačne projekcije kretanja.

**U 2023. se očekuje postupno slabljenje inflacijskih pritisaka u Hrvatskoj pa bi se inflacija mjerena HIPC-om mogla usporiti s 10,7% iz prošle godine na 7,7% (Slika 4.2.2.).** Pritom bi se trend usporavanja inflacije započeo potkraj 2022. mogao nastaviti prema kraju 2023. pa bi se inflacija tako mogla usporiti s dvoznamenkastih razina u prvom tromjesečju na razinu od oko 5% u posljednjem tromjesečju 2023. godine.

**Usporavanju inflacije ponajviše bi mogle pridonijeti niže cijene energije, s obzirom na ugrađenu pretpostavku da bi energija, nakon poskupljenja od 19,2% u 2022., u 2023. mogla pojeftiniti za 1,5%.** Očekivanja smanjene potražnje za sirovom naftom na svjetskom tržištu rezultirala su njezinom nižom cijenom na terminskim tržištima u 2023., što bi se trebalo ogledati u nižim cijenama naftnih derivata u odnosu na prethodnu godinu. Pad cijene naftnih derivata ujedno odražava iščezavanje statističkog učinka baznog razdoblja, odnosno snažnog poskupljenja naftnih derivata u 2022. godini. Slično tome, godišnji rast cijena plina i električne energije za kućanstva mogao bi se znatno usporiti zbog iščezavanja učinka poskupljenja njihovih cijena u travnju 2022., dok je s četvrtim paketom mjera Vlade RH cijena plina koja se administrativno utvrđuje ostala nepromijenjena najmanje do ožujka 2024., a električne energije najmanje do rujna 2023.

**Iako u manjoj mjeri u odnosu na energiju, godišnji rast cijena hrane također bi**

Slika 4.2.2. Projekcija harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena



Izvori: Eurostat; ocjene i projekcije HNB-a

se mogao usporiti, s 12,9% u 2022. na 10,6% u 2023. godini. Premda je godišnji rast cijena hrane u prva četiri mjeseca 2023. bio povišen, recentno, znatno pojeftinjenje energije i prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu te popuštanje pritiska na strani ponude postupno pridonose smanjenju proizvođačkih cijena hrane. To bi se, s određenim vremenskim pomakom, moglo znatnije odraziti i na usporavanje godišnjeg rasta potrošačkih cijena hrane. Usto, prisutan je povoljan statistički učinak baznog razdoblja, koji proizlazi iz primjetnog poskupljenja hrane tijekom gotovo cijele 2022. godine.

**Za razliku od pretpostavljenog smanjenja godišnjeg rasta cijena energije i hrane, temeljna inflacija mogla bi se blago ubrzati, sa 7,6% u 2022. na 8,3% u 2023. godini.** Temeljna inflacija počela se znatnije ubrzavati u drugom tromjesečju prošle godine pod utjecajem tada još uvijek prisutnih poremećaja u lancima dobave te pojačane potražnje (napose turističke), a vrhunac je dosegla u siječnju ove godine, kada su cijene pojedinih usluga povećane neposredno i po uvođenju eura. Stoga je u 2023. prenesena visoka razina inflacije, koja će uvelike odrediti prosječnu stopu rasta na razini cijele godine, unatoč očekivanom usporavanju u nastavku godine, napose u uvjetima normaliziranih dobavnih lanaca i jačanja utjecaja monetarnog pooštavanja.

**U ostatku projekcijskoga horizonta očekuje se nastavak usporavanja prosječne godišnje stope inflacije, na 3,9% u 2024. i 2,3% u 2025. godini.** U okolnostima potpune normalizacije u opskrbnim lancima i nižeg rasta potražnje u uvjetima povišenih kamatnih stopa usporavanje inflacije u najvećoj bi mjeri moglo odražavati kretanje temeljne inflacije. Isto tako, usporavanje ukupne inflacije moglo bi biti rezultat smanjenja godišnjeg rasta cijena hrane, dok bi godišnja stopa promjene cijena energije mogla ostati niska. U skladu s time očekuje se povratak ukupne inflacije u srednjem roku na ciljano razinu.

**Rizici vezani uz projekciju inflacije i dalje su naglašeni, ali postupno postaju sve uravnoteženiji.** Inflacija bi mogla biti viša od očekivane u slučaju viših cijena energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu, primjerice zbog izraženijeg utjecaja otvaranja Kine. Dodatan rizik za višu inflaciju jest i mogućnost da rast plaća nadmaši trenutna

Tablica 4.2.2. Odstupanja od projekcije HNB-a iz ožujka 2023.

	2022.	2023.	2024.	2025.
<b>Realni BDP</b>				
Lipanj 2023.	6,2	2,9	2,6	2,6
Ožujak 2023.	6,3	1,5	2,8	2,6
<b>Razlika (p. b.)</b>		<b>1,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>
<b>Inflacija (HIPC)</b>				
Lipanj 2023.	10,7	7,7	3,9	2,3
Ožujak 2023.	10,7	7,0	3,8	2,2
<b>Razlika (p. b.)</b>		<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>

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

očekivanja ili da poduzeća nastoje zadržati povišenu razinu profita prevaljivanjem viših troškova rada na cijene svojih proizvoda i usluga. Nasuprot tome, niža bi inflacija mogla biti rezultat nižih cijena energenata i ostalih sirovina na svjetskom tržištu u slučaju smanjenja globalnoga gospodarskog rasta ili ulaska u recesiju, što bi se moglo odraziti i na smanjenu potražnju za velikim brojem dobara i usluga te posljedičnu nižu inflaciju. Jači učinci dosadašnjeg pooštavanja monetarne politike također bi mogli utjecati na nižu inflaciju potrošačkih cijena, izravno kroz hlađenje potražnje zbog viših kamatnih stopa u Hrvatskoj, kao i neizravno ako se ono odrazi na nižu inflaciju od očekivane u glavnim vanjskotrgovinskim partnerima Hrvatske.

**U odnosu na projekciju HNB-a iz ožujka rast gospodarske aktivnosti za 2023. revidiran je naviše, a za 2024. blago je smanjen (Tablica 4.2.2.).** U projekciji iz ožujka očekivalo se da bi gospodarska aktivnost u prvoj polovini godine mogla biti razmjerno potisnuta, no dostupni pokazatelji upućuju na robusnu ekspanziju koja bi se mogla nastaviti i u nastavku godine. Pritom su naviše korigirane gotovo sve sastavnice izuzevši izvoz robe. Budući da su ostvarenja u prvoj polovini tekuće godine povoljnija od prethodnih ocjena, očekuje se manji učinak prijenosa na kretanja BDP-a u 2024. godini.

**Trenutačno se očekuje nešto sporije smanjenje inflacije nego što se očekivalo u projekciji iz ožujka pa bi prema aktualnoj projekciji inflacija u 2023. mogla biti viša za 0,7 postotnih bodova, i to kao rezultat izraženijeg rasta cijena hrane i više temeljne inflacije u odnosu na prethodna očekivanja.** Unatoč postupnom usporavanju godišnjeg rasta cijena hrane i temeljne inflacije recentna su ostvarenja premašila očekivanja iz prethodne projekcije, što upućuje na još uvijek prisutnu ustrajnost inflacije. Projekcija ukupne inflacije u ostatku projekcijskoga horizonta tek je neznatno povećana. Osim toga, u odnosu na projekciju iz ožujka naviše su revidirana očekivanja glede rasta osobne potrošnje i rasta plaća.

## Kratice i znakovi

---

### Kratice

APN	– Agencija za pravni promet i posredovanje nekretninama
APP	– program otkupa vrijednosnih papira (engl. <i>Asset Purchase Programme</i> )
BDP	– bruto domaći proizvod
BEA	– Ured SAD-a za ekonomske analize (engl. <i>U. S. Bureau of Economic Analysis</i> )
BLS	– Anketa o kreditnoj aktivnosti banaka (engl. <i>Bank Lending Survey</i> )
BMPE	– projekcijski ciklus Europske središnje banke (engl. <i>Broad Macroeconomic Projection Exercise</i> )
BVAR	– Bajesov model vektorske autoregresije
DFR	– kamatna stopa na prekonocni depozit
DZS	– Državni zavod za statistiku
EA	– europodručje (engl. <i>eurozone, euroarea</i> )
EK	– Europska komisija
engl.	– engleski
ESB	– Europska središnja banka
ESI	– ekonomski pokazatelj pouzdanja (engl. <i>Economic Sentiment Indicator</i> )
EU	– Europska unija
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> )
G7	– savjetodavni forum sedam najznačajnijih industrijskih zemalja svijeta
GSCPI	– indeks pritisaka u globalnim lancima dobave (engl. <i>Global Supply Chain Pressure Index</i> )
HICP	– harmonizirani indeks potrošačkih cijena (engl. <i>Harmonized Index of Consumer Prices</i> )
HNB	– Hrvatska narodna banka
HWWI	– Institut za međunarodnu ekonomiju u Hamburgu (njem. <i>Hamburgisches Weltwirtschaftsinstitut</i> )
HZMO	– Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje
HZZ	– Hrvatski zavod za zapošljavanje
HZZO	– Hrvatski zavod za zdravstveno osiguranje
ILO	– Međunarodna organizacija rada (engl. <i>International Labour Organization</i> )
Ina	– Industrija nafte d.d.
INET-41	– indeks nominalnoga efektivnog tečaja eura prema 41 najvažnijem trgovinskom partneru europodručja
ind.	– industrijski
IPC	– indeks potrošačkih cijena (engl. <i>Consumer Price Index</i> )
LSI	– indikator ponude kredita (engl. <i>Loan Supply Indicator</i> )

MF	– Ministarstvo financija
MFL	– kamatna stopa na stalno raspoložive mogućnosti granične posudbe
mil.	– milijun
mlrd.	– milijarda
MMF	– Međunarodni monetarni fond
MRO	– kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja
MWh	– megavatsat
NDA	– neto domaća aktiva
NIA	– neto inozemna aktiva
NKD	– Nacionalna klasifikacija djelatnosti
OECD	– Organizacija za gospodarsku suradnju i razvoj (engl. <i>Organization for Economic Cooperation and Development</i> )
OPEC+	– Organizacija 23 zemlje izvoznice nafte (engl. <i>Organization of the Petroleum Exporting Countries</i> )
p. b.	– postotni bod
PDV	– porez na dodanu vrijednost
PEPP	– hitni program kupnje vrijednosnih papira zbog pandemije (engl. <i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i> )
PMI	– indeks menadžera nabave (engl. <i>Purchasing Manager Index</i> )
RH	– Republika Hrvatska
SAD	– Sjedinjene američke države
SDR	– posebna prava vučenja
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> )
tis.	– tisuća
TLTRO III	– treća runda programa dugoročnog (re)financiranja (engl. <i>targeted longer-term refinancing operations</i> )
TPI	– transmisijski instrument zaštite (engl. <i>Transmission Protection Instrument</i> )
tr.	– tromjesečje
TZ	– trezorski zapisi
val.	– valutni
UBS AG	– United Bank of Switzerland
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

ISSN 2459-8089

