



HNB

EUROSUSTAV

Polugodišnja informacija

o financijskom stanju, stupnju ostvarenja stabilnosti cijena
i provedbi monetarne politike u prvom polugodištu 2023.

Zagreb, studeni 2023.



POLUGODIŠNJA INFORMACIJA 2023.

o financijskom stanju, stupnju ostvarenja
stabilnosti cijena i provedbi monetarne politike

u prvom polugodištu 2023.

HRVATSKA NARODNA BANKA
EUROSUSTAV



IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka
Trg hrvatskih velikana 3
10000 Zagreb

www.hnb.hr

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

ISSN 1848-7505 (online)

Sadržaj

Sažetak	1
1. Europodručje	4
1.1. Realna kretanja	4
1.2. Cjenovna kretanja	5
1.3. Monetarna politika	7
1.4. Financijska tržišta i bankovni sustav	9
2. Hrvatsko gospodarstvo	12
2.1. Realna kretanja	12
2.2. Tržište rada	13
2.3. Inflacija	15
Okvir 1. Ocjena učinka uvođenja eura na inflaciju	19
Okvir 2. Kretanje inflacije cijena usluga u prvom polugodištu 2023.	21
Okvir 3. Utjecaj uvođenja eura na troškove zaduživanja u Hrvatskoj	26
2.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom	28
2.5. Bankovni sustav	30
3. Upravljanje financijskom imovinom	35
4. Poslovanje kreditnih institucija	37
Kratice i znakovi	42
Kratice	42
Znakovi	43



Sažetak

Tijekom prvog polugodišta 2023., u uvjetima velike neizvjesnosti i snažnih inflatornih pritisaka, gospodarska je aktivnost u europodručju bila vrlo prigušena. Nakon pada u posljednjem tromjesečju 2022., u prvoj je polovini 2023. gospodarstvo europodručja nastavilo rasti, premda po stopi od samo 0,1% tromjesečno. Slab rast osobne potrošnje stanovništva zbog smanjene kupovne moći imao je najznačajniji učinak na gospodarsku aktivnost. Doprinosi neto izvoza robe i usluga gospodarskom rastu bio je pozitivan jedino tijekom prvog tromjesečja, kada je globalna potražnja privremeno ojačala zbog naglog otvaranja kineskoga gospodarstva. Isto tako, pozitivan doprinos državne potrošnje gotovo je potpuno iščeznuo nakon ukidanja većine mjera potpore uvedenih tijekom pandemije bolesti COVID-19. Istodobno se, unatoč pogoršanim uvjetima financiranja, nastavio rast investicija privatnog sektora, premda znatno slabijom dinamikom nego prethodne godine.

Zahvaljujući postupnom slabljenju uvoznih inflatornih pritisaka tijekom prvog polugodišta 2023. nastavljen je pad ukupne inflacije u europodručju, ali se temeljna inflacija pokazala prilično ustrajnom. Do kraja lipnja 2023. ukupna je godišnja inflacija potrošačkih cijena smanjena s 9,2% krajem prethodne godine na 5,5%, a tome je uz snažan pad cijena energenata, posebno plina i drugih sirovina pomogla i normalizacija globalnih lanaca opskrbe. Međutim, odgođeni prijenos prijašnjega cjenovnog šoka energenata i sirovina na proizvođačke cijene, kao i pritisci s tržišta rada, održavali su temeljnu inflaciju na razmjerno visokoj razini. Temeljna inflacija, koja isključuje cijene energije i hrane, bila je vrlo ustrajna na razini od oko 5,5%. U tome se posebno ističu cijene usluga koje su nastavile rasti zbog pojačane potražnje, ali i izraženih pritisaka na rast plaća s obzirom na manjak radne snage.

U najsnažnijem ciklusu pooštavanja monetarne politike u europodručju od uvođenja eura Upravno vijeće ESB-a povećalo je tijekom prvog polugodišta 2023. ključne kamatne stope za dodatnih 150 baznih bodova pa je kamatna stopa na prekonocni depozit dosegla razinu od 3,5%. 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 međubankovnom tržištu, pri čemu je prijenos bio gotovo potpun. Prinosi na tržištu obveznica bili su stabilni od početka godine, a prinosi na kraju lipnja 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. Trošak zaduživanja za poduzeća i stanovništvo nastavio je rasti u europodručju, odražavajući snažni intenzitet povećanja kamatnih stopa ESB-a, dok je kreditna aktivnost ostala prigušena, uz vidljive razlike među zemljama i instrumentima.

Intenzitet rasta gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj u prvoj polovini 2023. godine bio je među najsnažnijima u europodručju, ponajviše zahvaljujući oporavku osobne potrošnje stanovništva i snažnoj potražnji za turističkim uslugama. Tako se, nakon usporavanja na kraju 2022., kada je tromjesečna stopa rasta realnog BDP-a iznosila 0,5%, gospodarska aktivnost u prva tri mjeseca 2023. povećala za 1,3% na tromjesečnoj razini, a u razdoblju od travnja do lipnja za 1,1%. Promatrano na godišnjoj razini, u razdoblju od siječnja do lipnja 2023. realni BDP Hrvatske bio je za 2,7% veći u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Osobna potrošnja dala je snažan doprinos rastu, što je povezano s povoljnim kretanjima na tržištu rada, odnosno nastavkom rasta zaposlenosti i oporavkom realnih plaća. Osim toga, rezultati turističke predsezone bili su vrlo dobri, a to se odražavalo u snažnom rastu izvoza usluga. S druge strane, kretanja ostalih sastavnica bila su uglavnom prigušena, pri čemu se naglašeno smanjio robni izvoz, što je djelomično povezano i sa slabom aktivnošću u zemljama koje su glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri, kao i s preusmjeravanjem potražnje s dobara prema uslugama. Međutim, s obzirom na to da se istodobno smanjio i robni uvoz, doprinos neto izvoza godišnjoj stopi rasta u prvom polugodištu bio je pozitivan.

Tijekom prve polovine 2023. inflacija se u Hrvatskoj gotovo kontinuirano usporavala ponajviše zahvaljujući padu cijena energije, dok je temeljna inflacija, a posebice inflacija cijena usluga, i dalje bila vrlo postojana. Godišnja stopa ukupne inflacije smanjila se s 12,7% u prosincu 2022. na 8,3% u lipnju 2023., čemu je poglavito pridonijelo slabljenje inozemnih inflacijskih pritisaka zbog pojeftinjenja energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu, kao i normalizacije globalnih opskrbnih lanaca. Uz to, na usporavanje inflacije djelovao je i povoljan bazni učinak, odnosno iščezavanje učinka znatnog poskupljenja velikog broja proizvoda tijekom 2022., a osobito sredinom prošle godine. Ipak, kratkoročna kretanja u prvoj su polovini godine upućivala na otprije povišene tekuće inflatorne pritiske pod utjecajem neizravnih učinaka prijašnjeg porasta cijena energenata, hrane i ostalih ulaznih troškova, preusmjeravanja potražnje prema uslugama, što je omogućilo povećanje profitabilnosti poduzeća, kao i snažnog tržišta rada obilježenog stabilnim rastom zaposlenosti, manjkom radne snage u nekim djelatnostima i razmjerno snažnim rastom nominalnih plaća.

Pooštravanje monetarne politike europodručja i sve nepovoljniji uvjeti financiranja počeli su se odražavati na domaće kamatne stope i uvjete kreditiranja, no unatoč tome kreditna aktivnost hrvatskih banaka ostala je razmjerno snažna. Ipak, intenzitet prijenosa rasta ključnih kamatnih stopa ESB-a na kamatne stope u Hrvatskoj bio je među najslabijima u europodručju. Pod utjecajem povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a kamatne stope na kredite poduzećima u Hrvatskoj su nastavile rasti u prvoj polovini 2023. godine, a počele su se povećavati i kamatne stope na kredite kućanstvima. Standardi odobravanja kredita poduzećima nastavili su se pooštravati, na što je najviše utjecala niža razina tolerancije rizika banaka, kao i izgledi pojedine djelatnosti i/ili pojedinog poduzeća. Kreditiranje poduzeća bilo je razmjerno

snažno unatoč pogoršanju uvjeta financiranja. Povećanje kamatnih stopa imalo je nepovoljan utjecaj na potražnju stanovništva za stambenim kreditima, no potražnja kućanstva za tim kreditima u drugom je tromjesečju porasla pod utjecajem programa subvencioniranja. S druge strane, potražnja za potrošačkim kreditima porasla je kao odraz rastućih dohodaka i potrošačkog optimizma, koji potiču nabavu trajnih potrošnih dobara.

Financijska imovina na dan 30. lipnja 2023. iznosila je 21.632,7 mil. EUR, od čega je imovina u eurima iznosila 19.372,0 mil. EUR (89,5%), a devizna imovina 2.260,7 mil. EUR (10,5%). Ulaskom u europodručje i prihvaćanjem eura kao domaće valute promijenio se naziv imovine kojom Hrvatska narodna banka upravlja pa su dotadašnje neto pričuve postale financijska imovina u domaćoj valuti euru (koja nije povezana s monetarnom politikom) i devizna imovina odnosno prijašnje međunarodne pričuve (koje nisu prenesene Europskoj središnjoj banci). Ukupna zarada od upravljanja financijskom imovinom u prvom polugodištu 2023. iznosila je 315 mil. EUR. Pritom je cjelokupnim eurskim portfeljem financijske imovine ostvarena stopa povrata od 1,89% na godišnjoj razini, a dolarskim portfeljem 3,62% na godišnjoj razini.

U prvom polugodištu 2023. prekinulo se šestogodišnje razdoblje rasta imovine kreditnih institucija. Velik priljev depozita u prošloj godini ususret uvođenju eura djelomično se odlio, a usporedno s tim smanjila su se novčana sredstva u imovini kreditnih institucija. Unatoč tome, očuvala se vrlo visoka razina likvidnosti, a kreditna aktivnost nastavila se prema svim sektorima. Kvaliteta imovine stagnirala je, premda povišena razina kreditnog rizika u prihodujućem dijelu kreditnog portfelja kao posljedica ekonomskih nestabilnosti u okružju još uvijek ne pokazuje naznake smanjivanja. Osnaženi kamatni prihodi utjecali su na zamjetan porast dobiti te pokazatelja profitabilnosti i troškovne učinkovitosti kreditnih institucija. Siguran i stabilan oslonac poslovanju bankovnog sustava u RH i nadalje pruža vrlo visoka razina kapitaliziranosti, među najvišima u usporedbi s ostalim članicama EU-a.

1. Europodručje

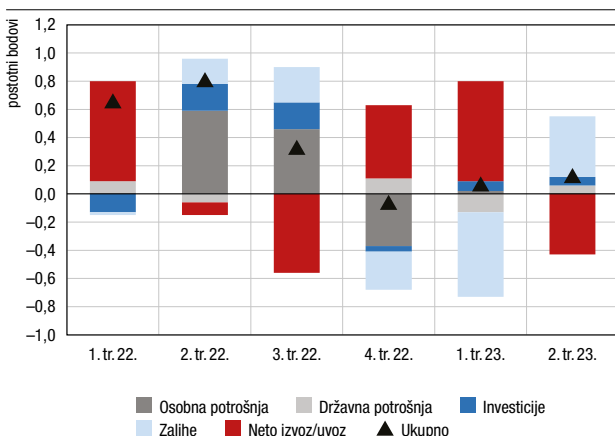
1.1. Realna kretanja

Gospodarska je aktivnost u europodručju gotovo stagnirala tijekom prve polovine 2023., uz ostvareni tromjesečni realni rast BDP-a od samo 0,1%. Pritom je doprinos osobne potrošnje stanovništva gospodarskom rastu bio tek neznatno pozitivan, 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. Istodobno je nešto veći pozitivan doprinos rastu dao neto izvoz robe i usluga, posebno u prvom tromjesečju, kada je globalna potražnja naglo ojačala zbog otvaranja kineskoga gospodarstva i tako potpomogla oporavak robnog izvoza. Blagi pozitivan doprinos gospodarskom rastu u prvom polugodištu dale su i investicije privatnog sektora, dok je doprinos državne potrošnje bio negativan.

Rast je uslužnog sektora oslabio, ali je ostao pozitivan, a prerađivački je sektor zabilježio kontrakciju. Jačanje aktivnosti u uslužnom sektoru, posebno u kontaktno intenzivnim djelatnostima, bilo je potpomognuto snažnom potražnjom nakon pandemije i promjenom sklonosti potrošača. Prerađivački sektor bilježio je kontrakciju tijekom prve polovine 2023. jer je počeo iščezavati pozitivan utjecaj zaostalih narudžba na proizvodnu aktivnost, a istodobno su nove narudžbe bile ograničene. To potvrđuju podaci o industrijskoj proizvodnji koja je u prvom polugodištu 2023. smanjena za oko 1% u odnosu na prethodnu godinu.

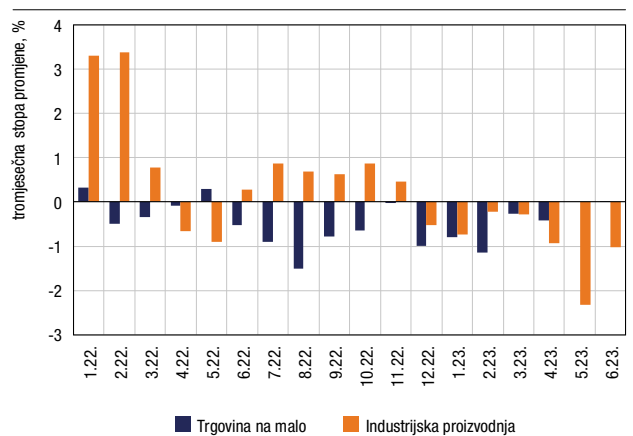
Na tržištu rada nastavili su se trendovi iz 2022. godine obilježeni široko rasprostranjenim manjkom radne snage i razmjerno snažnim rastom nominalnih plaća. Do kraja lipnja 2023. stopa nezaposlenosti smanjila se u europodručju na 6,4% radne snage, pri čemu je u većini djelatnosti, a posebno u uslužnima, i nadalje izražen manjak radne snage. U takvim su se uvjetima, zajedno sa zahtjevima radnika i sindikata

Slika 1.1.1. Tromjesečne stope realnog rasta BDP-a europodručja, doprinosi komponentata



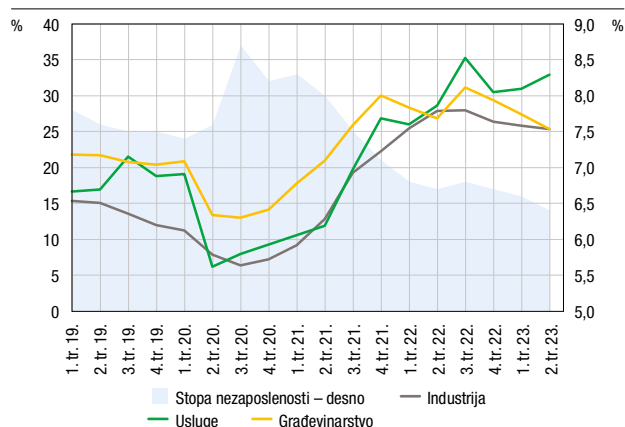
Izvor: Eurostat

Slika 1.1.2. Pokazatelji gospodarske aktivnosti u europodručju



Izvor: Eurostat

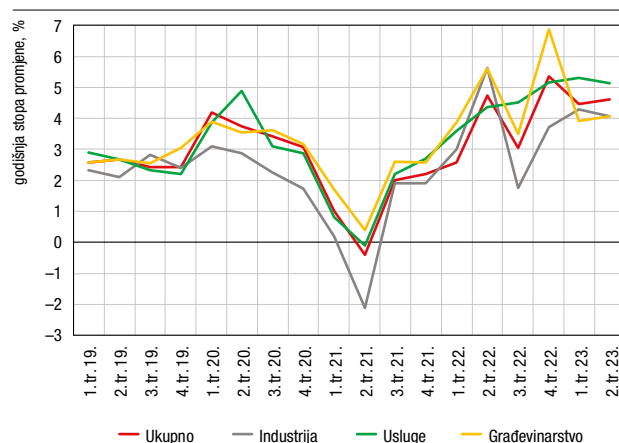
Slika 1.1.3. Manjak radne snage i stopa nezaposlenosti u europodručju



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

Izvor: Eurostat

Slika 1.1.4. Naknade zaposlenima u pojedinim djelatnostima u europodručju



Izvor: Eurostat

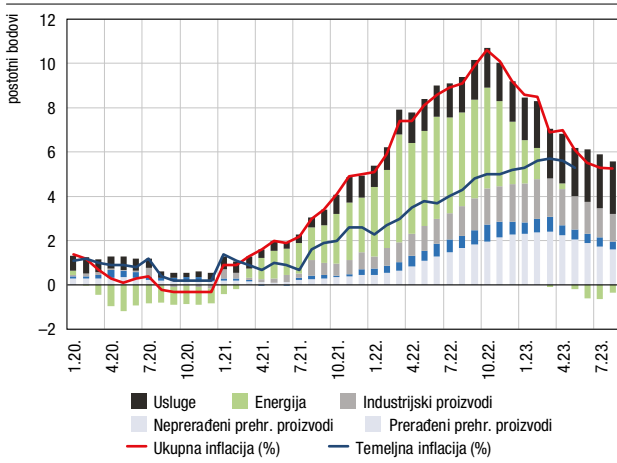
da se nadomjesti pad kupovne moći zbog visoke inflacije, nastavili pritisci na rast plaća. U prvom je polugodištu 2023. godišnji rast nominalnih plaća u europodručju iznosio 4,5%, a posebno je bio snažan u djelatnostima s izraženijim manjkom radne snage. S obzirom na otprije prisutna ograničenja na strani ponude, kao i snažnu potražnju, unatoč povećanju troškova radne snage porasli su i profiti poduzeća.

1.2. Cjenovna kretanja

Trend usporavanja godišnje stope inflacije europodručja, koji je započeo još u studenome 2022., nastavio se i u prvih šest mjeseci 2023. Tako je godišnja stopa inflacije u lipnju 2023. iznosila 5,5% u odnosu na vrhunac od 10,6% ostvaren u listopadu prethodne godine (Slika 1.2.1.). Tome je najviše pridonijela komponenta energije, čiji je doprinos u svibnju i lipnju bio negativan zbog nižih cijena energenata na svjetskom tržištu u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Osim cijena energenata znatno su se ublažili i drugi cjenovni pritisci, posebice oni koji su proizlazili iz poremećaja u globalnim lancima opskrbe, što je dodatno pridonijelo snižavanju proizvođačkih cijena, no različitog intenziteta kod pojedinih sastavnica potrošačke košarice. Tako je, primjerice, rast cijena hrane ostao i dalje naglašen te nastavio značajno pridonositi kretanju ukupne inflacije. Kada je riječ o temeljnoj inflaciji, koja isključuje cijene hrane i energije, ona je u prvih šest mjeseci ove godine bila vrlo ustrajna i iznosila je oko 5,5%. Takvim kretanjima najviše je pridonijela komponenta usluga, što je zbog nastavka snažnog rasta potražnje u prvom polugodištu te odgođenog prijenosa viših cijena energenata i hrane bilo poglavito izraženo u segmentu smještaja te pripremanja hrane i pića, kao i pritisci s tržišta rada.

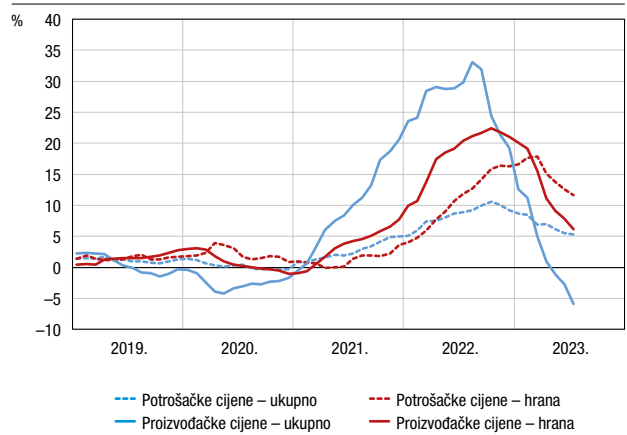
Popuštanje inflacijskih pritisaka tijekom prve polovine 2023. godine vidljivo je i u kratkoročnim pokazateljima koji bolje odražavaju tekuća kretanja. Tako se zamah (moment) inflacije, koji se mjeri analiziranim tromjesečnim stopama promjene potrošačkih cijena, kontinuirano smanjivao tijekom prve polovine godine,

Slika 1.2.1. Inflacija u europodručju



Izvor: Eurostat

Slika 1.2.2. Odabrani pokazatelji potrošačkih i proizvođačkih cijena

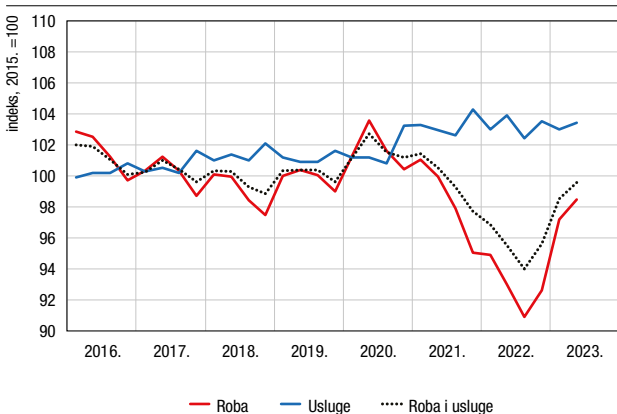


Izvor: Eurostat

uz kratkotrajnu promjenu toga trenda tijekom ožujka i travnja, i to uglavnom zbog ustrajnosti inflacije cijena usluga i hrane.

Od početka inflacijskog vala sredinom 2021. uvozne su cijene u europodručju rasle znatno brže od izvoznih, 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 cijena u odnosu na uvozne cijene usluga, posebno prijevoza i turističkih usluga, tek djelomično ublažio pogoršanje uvjeta razmjene. S padom cijena energenata, koji je započeo krajem prošle godine, uvjeti razmjene počeli su se poboljšavati, što je pridonijelo poboljšanju salda tekućeg računa platne bilance u prvoj polovini 2023.

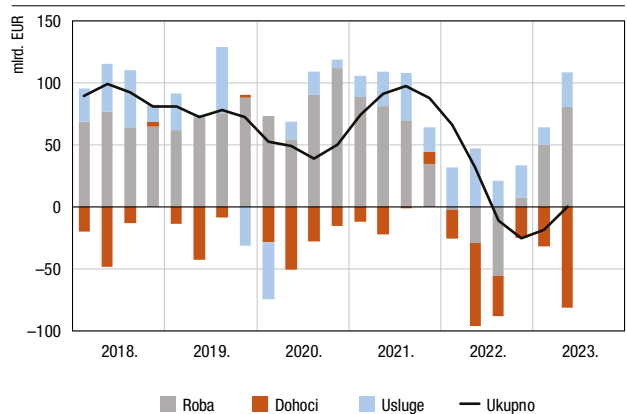
Slika 1.2.3. Uvjeti razmjene robe i usluga u europodručju



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

Izvor: Eurostat

Slika 1.2.4. Tekući račun platne bilance europodručja



Napomena: Ukupan saldo tekućeg računa izračunat je kao pomični prosjek posljednjih četiriju tromjesečja.

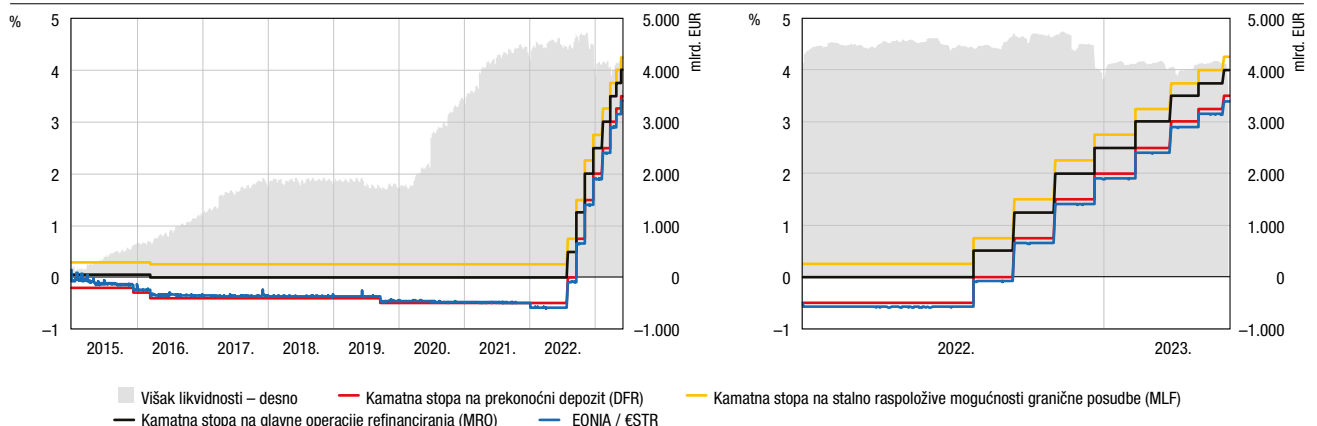
Izvor: Eurostat

1.3. Monetarna politika

S prvim danom 2023. Hrvatska je postala članica europodručja nakon što je sredinom 2020. ušla u europski tečajni mehanizam (ERM II). Premija za rizik Hrvatske smanjila se već sredinom 2022. kada je Vijeće EU-a donijelo odluku o uvođenju eura, što su potvrdile i tri agencije za dodjelu kreditnog rejtinga povećavši rejting Hrvatske za jedan stupanj tijekom srpnja 2022. godine. Očekivanja skorašnjeg uvođenja zajedničke valute utjecala su i na stabilnost tečaja kune prema euru tijekom vrlo izazovne 2022., kada je zbog velikog poskupljenja energenata i sirovina saldo tekućeg i kapitalnog računa prešao u negativno područje. Uz to, uvođenje eura gotovo je u potpunosti uklonilo valutni rizik, a izravan učinak uvođenja eura na inflaciju bio je minimalan. Karakter monetarne politike HNB-a u razdoblju neposredno prije uvođenja nove valute bio je obilježen pripremama za novi monetarni okvir, što je velikim dijelom amortiziralo pritiske vanjskih šokova na domaće financijsko tržište. Pritom je prilagodba instrumenata monetarne politike HNB-a rezultirala najvišom razinom likvidnosti u bankovnom sustavu dotad, što je ublažilo prijenos oštrijih uvjeta financiranja potaknutih normalizacijom monetarne politike ESB-a.

U okružju povišene inflacije Upravno vijeće ESB-a, čiji je član od početka 2023. i guverner HNB-a, nastavilo je tijekom prve polovine godine pooštravati monetarnu politiku. Porast ključnih kamatnih stopa ESB-a započeo je u srpnju 2022. i tijekom druge polovine te godine one su porasle za 250 baznih bodova, a u prvom polugodištu 2023. za dodatnih 150 baznih bodova. Tako su ključne kamatne stope ESB-a u razdoblju od srpnja 2022. do lipnja 2023. godine povećane za 400 baznih bodova, što je najsnažniji ciklus pooštavanja monetarne politike u europodručju od uvođenja eura kao valute. Navedenim je odlukama kamatna stopa na prekonocni depozit (DFR, koja je u trenutačnim uvjetima visokih viškova likvidnosti ključna kamatna stopa Eurosustava) povećana s $-0,50\%$ na $3,50\%$, kamatna stopa na glavne operacije financiranja (MRO) s 0% na $4,00\%$ te kamatna stopa na prekonocni zajam (MLF) s $0,25\%$ na $4,25\%$ (Slika 1.3.1.). Sredinom lipnja 2023. Upravno vijeće ESB-a naglasilo je da će budućim odlukama određivati razine ključnih kamatnih stopa koje će biti dovoljno

Slika 1.3.1. Ključne kamatne stope ESB-a

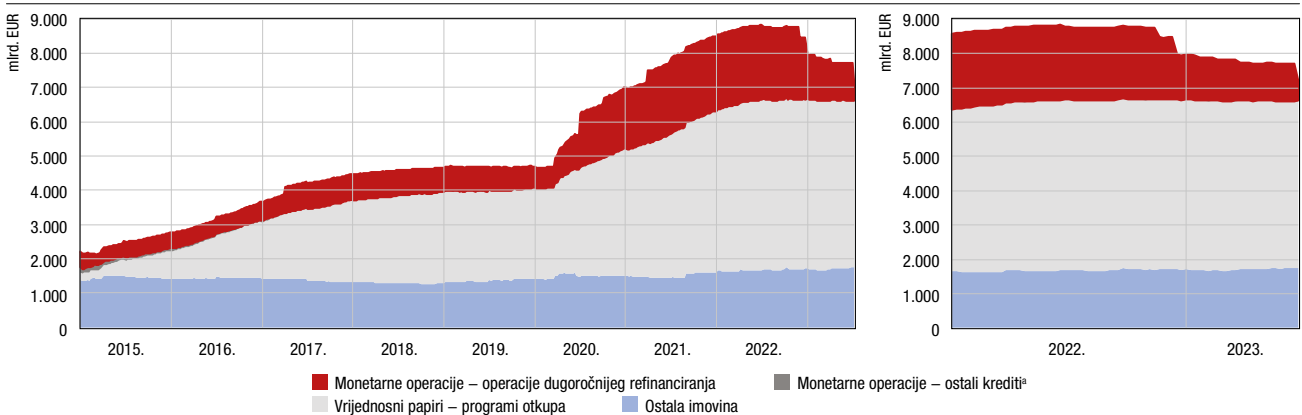


restriktivne da se inflacija što brže vrati na srednjoročni cilj od 2% i da će ih održavati na tim razinama onoliko dugo koliko to bude potrebno. Odluke o kamatnim stopama i nadalje će ovisiti o procjeni inflacijskih izgleda na temelju novih gospodarskih i financijskih podataka te dinamike temeljne inflacije i jačine transmisije monetarne politike.

Uz korištenje standardnih mjera monetarne politike, ESB je učinke podizanja kamatnih stopa dodatno ojačao i postupnim smanjivanjem bilance Eurosustava (Slika 1.3.2.). Smanjenju bilance najviše je pridonijela prijevremena otplata sredstava banaka iz treće runde programa dugoročnog (re)financiranja (engl. *targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO III) potaknuta promjenom uvjeta financiranja od studenoga 2022. godine. Prema novim uvjetima od 23. studenoga 2022. do datuma dospijeca ili datuma prijevremene otplate svake nedospjele operacije TLTRO III kamatna će se stopa indeksirati uz prosječnu primjenjivu ključnu kamatnu stopu ESB-a za to razdoblje. Osim toga, Upravno vijeće odlučilo je ponuditi bankama dodatne datume za dobrovoljne prijevremene otplate. Porast troškova financiranja za banke putem ovog instrumenta doprinosi prijenosu povećanja ključnih kamatnih stopa na uvjete bankovnog kreditiranja. Dodatno, nakon prekida neto otkupa vrijednosnih papira putem programa otkupa vrijednosnih papira (engl. *Asset Purchase Programme*) u prosincu 2021., Eurosustav je od ožujka 2023. prestao reinvestirati dio dospjele glavnice vrijednosnih papira, a na sastanku u lipnju 2023. Upravno vijeće potvrdilo je da se reinvestiranje u potpunosti prekida od srpnja.

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. Fleksibilnim reinvestiranjem daje se potpora nesmetanoj transmisiji monetarne politike u svim državama europodručja, odnosno ono služi sprječavanju financijske fragmentacije koja se očituje porastom prinosa na državne obveznice koji se smatraju neopravdanima s obzirom na makroekonomske pokazatelje tih zemalja. Dakle, sredstva dospjelih vrijednosnih papira PEPP-a investiraju se s ciljem sprječavanja neopravdanog porasta prinosa na državne

Slika 1.3.2. Bilanca Eurosustava



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

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

Izvor: ESB

obveznice pojedinih zemalja, neovisno o postojećoj raspodjeli PEPP-a između zemalja. U slučaju znatnog porasta rizika fragmentacije na financijskim tržištima ESB-u je na raspolaganju instrument zaštite transmisije (engl. *Transmission Protection Instrument*, TPI), koji je predstavljen sredinom 2022., ali se dosad nije koristio. TPI predviđa kupnje dužničkih vrijednosnih papira na sekundarnom tržištu zemalja u kojima se bilježi porast troškova financiranja koji je neopravdan s obzirom na makroekonomske pokazatelje. Pritom je definiran niz kriterija koje svaka zemlja mora ispuniti kako bi se njezini vrijednosni papiri smjeli kupovati, a koji prije svega zahtijevaju da zemlje provode razborite i održive fiskalne i makroekonomske politike. Osim ovog instrumenta, ESB-u su radi sprječavanja financijske fragmentacije na raspolaganju i izravne monetarne transakcije (OMT), instrument uveden 2012. za vrijeme dužničke krize europodručja, koji također nikada nije korišten. OMT omogućuje ESB-u kupnju državnih obveznica države članice u nevolji, pod uvjetom da zemlja potpiše memorandum o razumijevanju s ESM-om, čime je neizravno potpora ESB-a strogo uvjetovana.

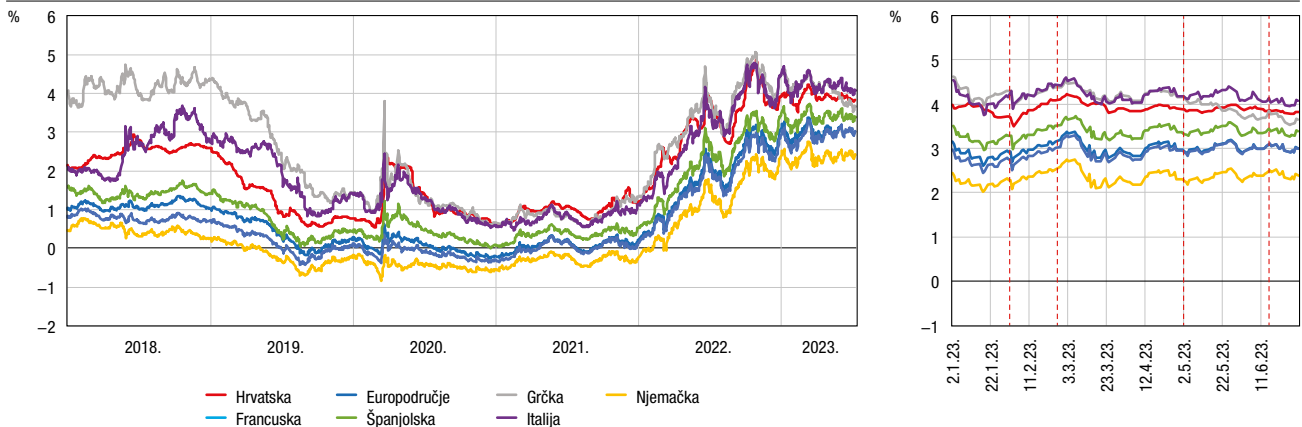
1.4. Financijska tržišta i bankovni sustav

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 lipnju za 25 baznih bodova, stopa €STR porasla je s 3,1% na 3,4%, koliko je dosegla na kraju lipnja (Slika 1.3.1.). Promjene ostalih kratkoročnih troškova financiranja bile su izraženije pod utjecajem promjene očekivanja u smislu brzine i intenziteta pooštavanja monetarne politike. Nakon što se do početka 2023. tromjesečni EURIBOR povećao na razinu od 2,2%, postojani inflacijski pritisci i nastavak monetarnog pooštavanja djelovali su na daljnji porast tromjesečnog EURIBOR-a do razine od 3,5% krajem svibnja i konačno 3,6% na kraju lipnja. Trend rasta EURIBOR-a tijekom prve polovine godine bio je samo kratkotrajno prekinut sredinom ožujka zbog porasta neizvjesnosti na financijskim tržištima nakon propasti prvih dviju od ukupno tri regionalne banke u SAD-u i jedne banke u Švicarskoj.

Prinosi na tržištu obveznica od početka godine bili su stabilni, a prinosi na kraju lipnja bili su na sličnoj razini kao na početku godine. Iznimka je ožujak, kada je neizvjesnost povezana sa stanjem američkih i, u znatno manjoj mjeri, europskih banaka kratkoročno pojačala kolebljivost (Slika 1.4.1.). 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 lipnja iznosio 3,8%, odnosno smanjio se za 17 baznih bodova u odnosu na kraj 2022. godine.

Na svjetskom deviznom tržištu euro se prema američkom dolaru počeo oporavljati potkraj 2022., pa je do sredine 2023. vratio većinu vrijednosti

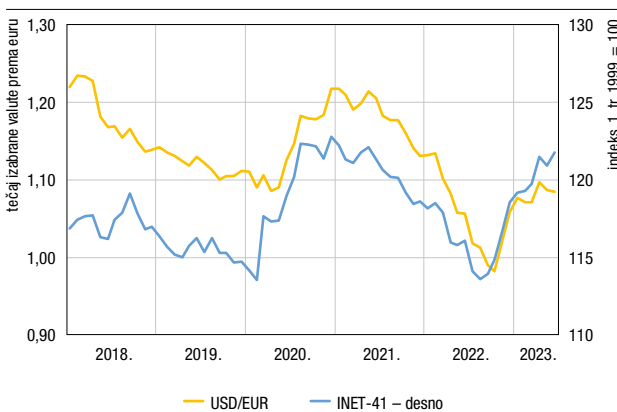
Slika 1.4.1. Prinosi na dugoročne državne obveznice s preostalim dospijećem od oko 10 godina



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, svibnju i lipnju.

Izvori: Bloomberg; Eurostat; izračun HNB-a

Slika 1.4.2. 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.

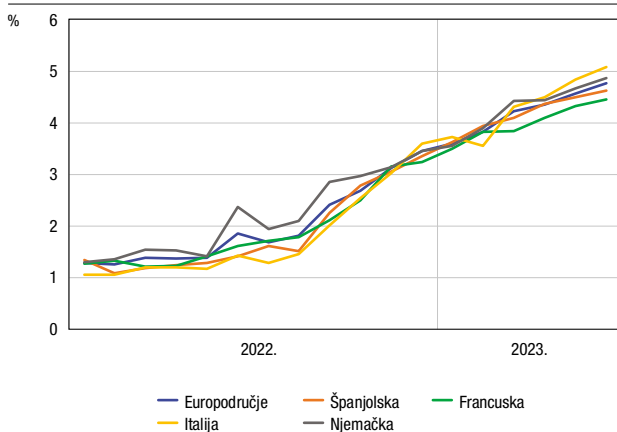
Izvor: ESB

izgubljene u prošloj godini. Tome su najviše pridonijela očekivanja da bi se tempo povećanja ključnih kamatnih stopa Feda mogao usporiti i da bi monetarna politika u SAD-u ranije mogla promijeniti svoj smjer. S druge strane, podršku euru dala su i očekivanja da će se nastaviti pooštavanje monetarne politike ESB-a. Tečaj eura prema američkom dolaru kretao se u lipnju 2023. oko prosječne vrijednosti od 1,08 USD/EUR, što je aprecijacija od oko 10% u odnosu na razinu iz listopada 2022. godine. U istom razdoblju nominalni efektivni tečaj eura prema košarici valuta glavnih trgovinskih partnera europodručja aprecirao je za oko

6% te se vratio na razinu zabilježenu sredinom 2021. godine (Slika 1.4.2.).

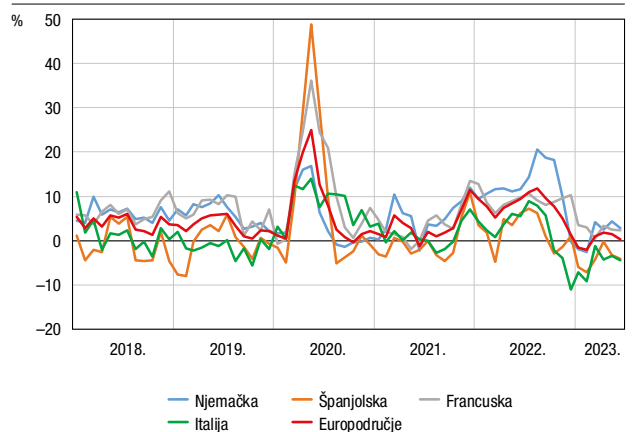
Trošak zaduživanja za poduzeća i stanovništvo nastavio je rasti, odražavajući izraženi intenzitet povećanja kamatnih stopa ESB-a, dok je kreditna aktivnost ostala prigušena, uz prisutne razlike među zemljama i instrumentima. Na razini europodručja prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima dosegla je u lipnju 4,77% (Slika 1.4.3.), što je za 132 bazna boda više u odnosu na kraj prošle godine. Porast kamatnih stopa pratio je pad ukupnog obujma kreditiranja, pa je tako tromjesečna anualizirana stopa rasta kredita nefinancijskim poduzećima početkom 2023. postala negativna u europodručju u svim velikim zemljama osim Francuske (Slika 1.4.4.). Uz prisutnu heterogenost među zemljama krediti nefinancijskim poduzećima sredinom godine smanjili su se u Italiji i Španjolskoj, a u Francuskoj i Njemačkoj zabilježen je rast, ali zamjetno manji od prosjeka prethodne

Slika 1.4.3. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima

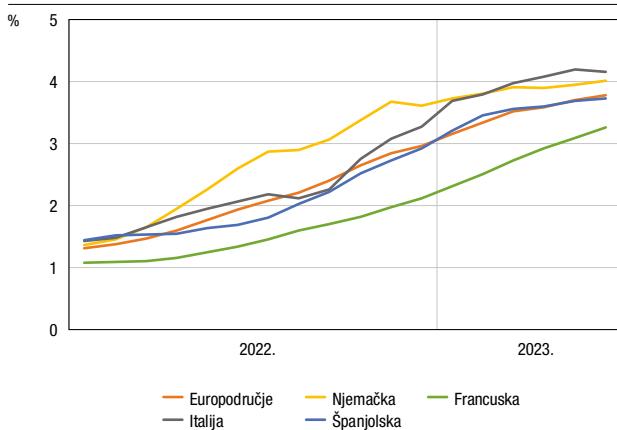


Izvor: ESB

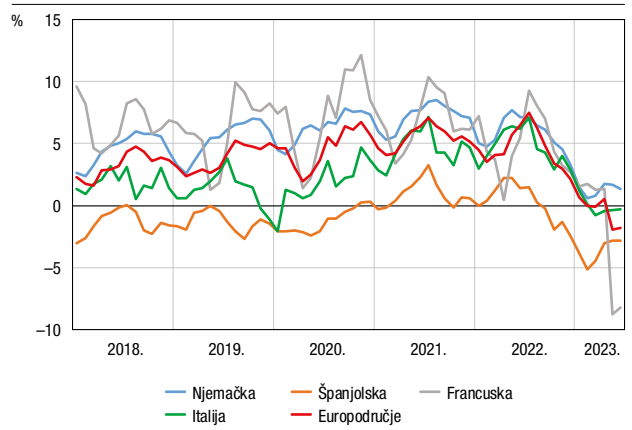
Slika 1.4.4. Kreditni moment (zadah) u europodručju (poduzeća)

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

Slika 1.4.5. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite stanovništvu

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

Slika 1.4.6. Kreditni moment (zadah) u europodručju (stanovništvo)

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

godine. Što se tiče zaduživanja stanovništva, tromjesečna analizirana stopa rasta stambenih kredita u europodručju bila je negativna sredinom godine uz posebno izražen pad u Francuskoj, dok je u većim gospodarstvima rast ostvaren samo u Njemačkoj (Slika 1.4.6.). Kamatna stopa na prvi put ugovorene stambene kredite stanovništvu iznosila je 3,78% u lipnju, a 3,16% u siječnju (Slika 1.4.5.). Općenito je u usporedbi s prošlom godinom intenzitet kreditiranja osjetnije oslabio u segmentu kreditiranja nefinancijskih poduzeća nego kod stanovništva. Ta je činjenica vezana i uz bazne učinke iz prošle godine, kada je kreditiranje bilo vrlo snažno zbog pojačanih potreba za financiranjem obrtnoga kapitala prouzročenih poskupljenjem energenata i sirovina.

2. Hrvatsko gospodarstvo

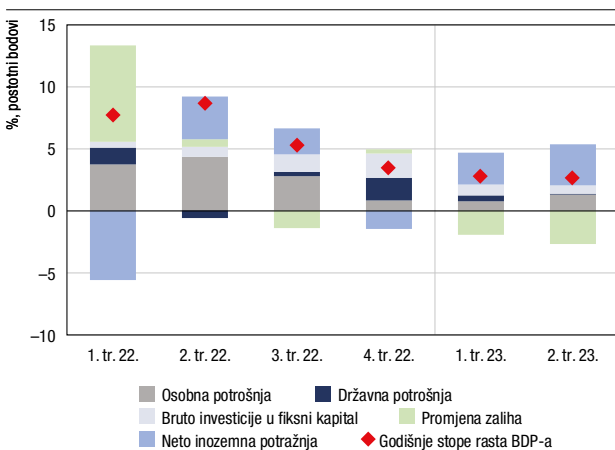
2.1. Realna kretanja

Gospodarska se aktivnost Hrvatske u prvoj polovini 2023. godine relativno snažno povećala, ponajviše pod utjecajem oporavka osobne potrošnje i snažne potražnje za turističkim uslugama. Ti su povoljni utjecaji nadvladali ograničenja koja su postavljale geopolitička nestabilnost, još uvijek povišena inflacija i restriktivna monetarna politika. Tako se, nakon usporavanja na kraju 2022., kada je tromjesečna stopa rasta realnog BDP-a iznosila 0,5%, gospodarska aktivnost u prva tri mjeseca 2023. povećala za 1,3% na tromjesečnoj razini, a u razdoblju od travnja do lipnja za 1,1%. Zbog povoljnih tekućih kretanja realni BDP u razdoblju od siječnja do lipnja 2023. bio je za 2,7% veći u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, pri čemu je, promatrano po tromjesečjima, rast gospodarske aktivnosti bio razmjerno ujednačen (Slika 2.1.1.). Viša stopa rasta realnog BDP-a u odnosu na prosjek za europodručje i Europsku uniju (Slika 2.1.2.) postupno je smanjivala dohodovne razlike, nakon što je u 2022. domaći proizvod po stanovniku (u terminima kupovne moći) dosegnuo 73% prosjeka EU-a.

Rast BDP-a na početku godine poglavito odražava pozitivna kretanja osobne potrošnje povezana s povoljnim trendovima na tržištu rada. Tržište rada na početku 2023. obilježilo je nastavak rasta broja zaposlenih i oporavak realnih plaća, što je rezultiralo poboljšanjem potrošačkog optimizma i porastom osobne potrošnje. Nastavio se i rast investicijske aktivnosti, a povoljna kretanja ostvarena su i u uslužnim djelatnostima, dok se izvoz robe snažno smanjio, što se može povezati s promjenama u strukturi vanjske potražnje (s dobara prema uslugama), ali i prigušenom aktivnosti u zemljama koje su hrvatski glavni vanjskotrgovinski partneri. Unatoč tome, doprinos neto izvoza godišnjoj stopi rasta bio je pozitivan, s obzirom na to da je istodobno snažno smanjen i uvoz dobara.

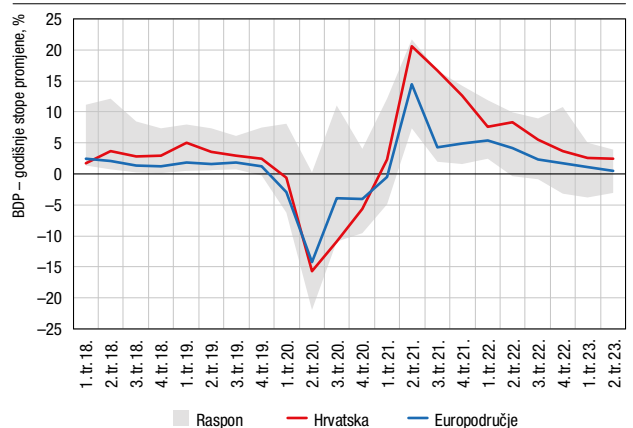
U drugom su tromjesečju realnom rastu najviše pridonijeli osobna potrošnja i izvoz usluga, što je u skladu s nastavkom povoljnih kretanja na tržištu rada, daljnjim

Slika 2.1.1. Doprinosi promjeni realne gospodarske aktivnosti



Izvor: Eurostat

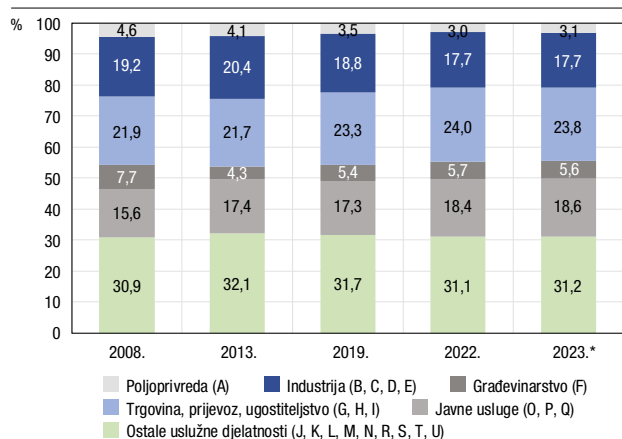
Slika 2.1.2. Kretanje gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj i europodručju



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

Izvor: Eurostat

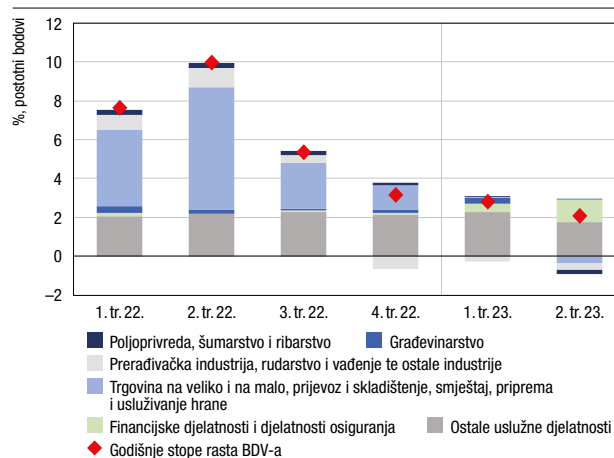
Slika 2.1.3. Struktura BDV-a po djelatnostima



Napomena: Podatak za 2023. odnosi se na posljednja četiri tromjesečja za koja su dostupni podaci, zaključno s drugim tromjesečjem 2023.

Izvor: DZS

Slika 2.1.4. Promjena BDV-a, doprinosi godišnjoj promjeni po komponentama



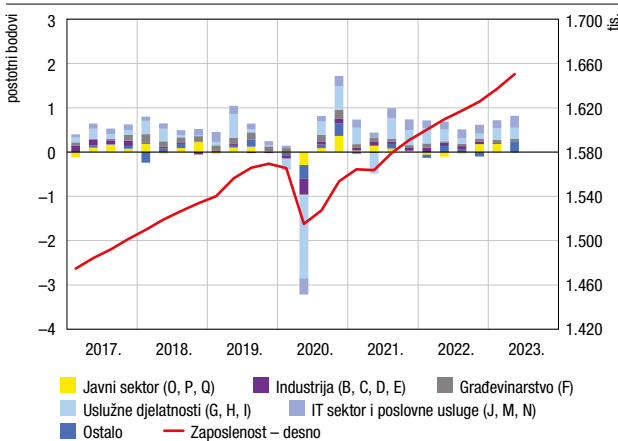
Izvor: DZS

oporavkom realnih dohodaka te snažnim priljevom stranih turista. Kretanja ostalih sastavnica bila su relativno prigušena. Primjetan je tako pad robnog izvoza, ali istodobno se nastavio smanjivati i robni uvoz, pa je doprinos neto izvoza godišnjoj stopi rasta ostao pozitivan. Investicije i državna potrošnja blago su se smanjile u odnosu na prethodno tromjesečje. Promatrajući po aktivnostima, nakon što su u drugoj polovini 2022. u nizu djelatnosti zabilježena nepovoljna tekuća kretanja, gospodarska je aktivnost u razdoblju od travnja do lipnja nastavila rasti na tromjesečnoj razini u većini djelatnosti, izuzevši građevinarstvo i poljoprivredu, gdje se pad iz prethodnog tromjesečja dodatno intenzivirao. Pritom se udio djelatnosti trgovine na veliko i malo, prijevoza i skladištenja, smještaja, pripreme i usluživanje hrane u ukupnom BDV-u zadržao na višoj razini u odnosu na pretpandemijsko razdoblje, što upućuje na porast udjela djelatnosti povezanih s turizmom u ukupnoj gospodarskoj aktivnosti (Slika 2.1.3.). Usto je bilo primjetno snažno intenziviranje rasta financijskih djelatnosti, a to se vjerojatno može povezati s rastom neto kamatnih marža banaka, koje uključuju i prihode koje banke ostvaruju od prekonoćnih depozita kod HNB-a (Slika 2.1.4.).

2.2. Tržište rada

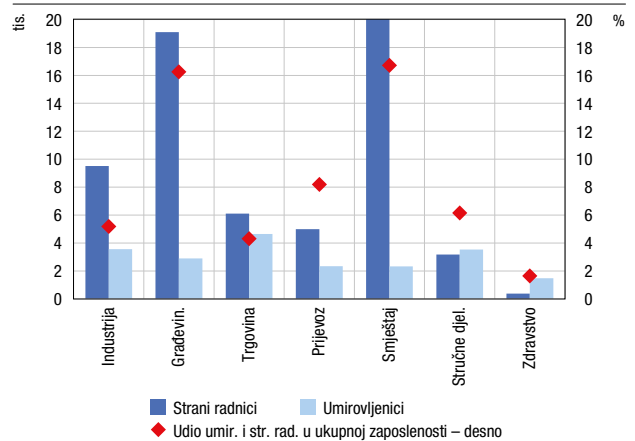
Robusna gospodarska aktivnost u prvom polugodištu 2023. godine djelovala je na nastavak snažnog porasta broja zaposlenih osoba u Hrvatskoj. U prvom tromjesečju 2023. ukupna je zaposlenost porasla tako za 0,7% u odnosu na prethodno tromjesečje. Najsnažniji doprinos ukupnom rastu dalo je zapošljavanje u uslužnim djelatnostima povezanim s turizmom, IT sektoru te u javnom sektoru, dok je broj zaposlenih u građevinarstvu i industriji rastao slabije (Slika 2.2.1.). U drugom tromjesečju zaposlenost je rasla sličnim intenzitetom, pri čemu je pozitivan doprinos ponovno bio izraženiji u uslužnim djelatnostima, a u javnom je sektoru i industriji zaposlenost stagnirala. Promatrano na godišnjoj razini, broj zaposlenih u odnosu na isto razdoblje prethodne godine u prvom i drugom tromjesečju porastao je podjednako, a ukupno za 2,4%. Pritom se dio potražnje za radom i nadalje namirivao pojačanim

Slika 2.2.1. Zaposlenost po djelatnostima NKD-a, sezonski prilagođeni podaci, doprinosi tromjesečnoj stopi promjene



Izvor: HZMO (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 2.2.2. Stanje zaposlenih umirovljenika i stranih radnika zaključno s lipnjem 2023.

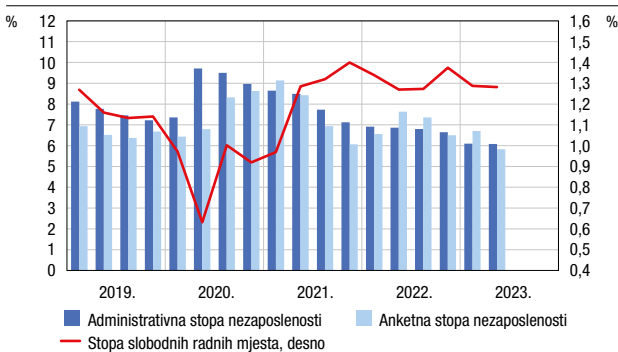


Napomena: Grafikon prikazuje podatke za radnike iz trećih zemalja i umirovljenike koji rade do polovine radnog vremena u 2023. godini zaključno s lipnjem.
Izvor: HZMO

zapošljavanjem radnika iz trećih zemalja (izvan Europske unije) te angažiranjem umirovljenika koji rade do polovine radnog vremena, što je omogućeno izmjenama Zakona o mirovinskom osiguranju. Radnici iz trećih zemalja uposleni su ponajviše u radno intenzivnim djelatnostima poput građevinarstva i uslužnih djelatnosti povezanih s turizmom te u industriji, dok najveći broj umirovljenika radi u djelatnosti trgovine, industrije i stručnim uslužnim djelatnostima (Slika 2.2.2.).

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 2.2.3.). Sezonski prilagođena administrativna stopa nezaposlenosti u drugom se tromjesečju zadržala na razini iz prethodna tri mjeseca i iznosila je 6,1% radne snage, a na kraju 2022., za usporedbu, iznosila je 6,6%. Međunarodno usporediva (anketna) stopa nezaposlenosti iznosila je u prvom tromjesečju 6,7% te u drugom 5,8% radne snage (sezonski prilagođeno). Pritom treba naglasiti da su anketni podaci za prvo i drugo tromjesečje 2023. procijenjeni prema rezultatima Popisa

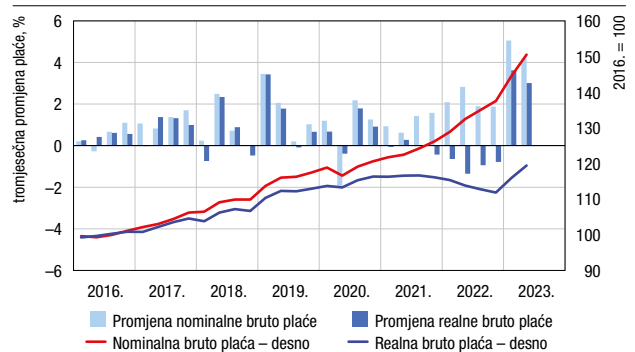
Slika 2.2.3. Stope nezaposlenosti i slobodnih radnih mjesta, sezonski prilagođeni podaci



Napomena: 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). Kod anketne stope nezaposlenosti podaci za prvo i drugo tromjesečje 2023. nisu usporedivi s prethodnim tromjesečjima zbog prelaska na izračun pokazatelja na temelju rezultata Popisa stanovništva iz 2021. godine.

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

Slika 2.2.4. Prosječna nominalna i realna plaća, sezonski prilagođeni podaci



Napomena: 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. Promjene nominalne i realne bruto plaće prikazane na grafikonu izražene su na tromjesečnoj razini.

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

stanovništva, kućanstava i stanova u Republici Hrvatskoj 2021. godine, a prethodno objavljeni podaci procijenjeni su na temelju popisa iz 2011. godine. Time je nastao prekid u vremenskoj seriji podataka te podaci za prvo tromjesečje 2023. i nadalje nisu izravno usporedivi s podacima za prethodna tromjesečja.

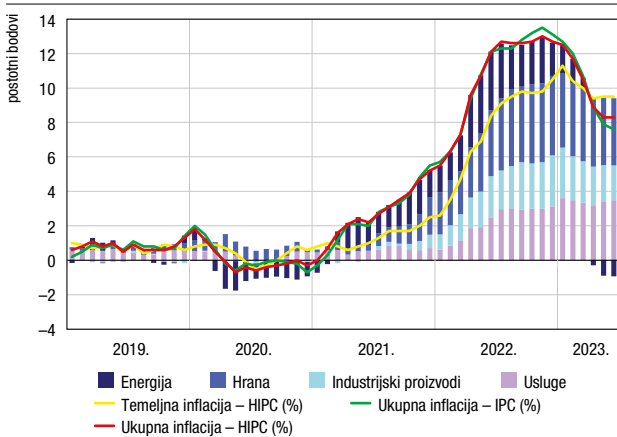
Snažna je potražnja za radom, uz nedostatak radne snage, nisku nezaposlenost te akumulirani gubitak kupovne moći zbog povišene inflacije, u prvom polugodištu potaknula naglašen rast nominalnih plaća, pa je u okružju postupnog popuštanja inflacijskih pritisaka porasla i njihova kupovna moć (Slika 2.2.4.). 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 povećanjem realnih plaća u prvom polugodištu 2023. godine. Tako je nakon pet tromjesečja uzastopnog pada u prvom tromjesečju 2023. prosječna realna bruto plaća porasla za 3,6% (u odnosu na posljednja tri mjeseca 2022.), a u drugom tromjesečju 2023. za 3,0%. 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 jednokratani. Moguće je da ovako 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 manjak radne snage mogao je potaknuti poslodavce da podizanjem plaća nastoje smanjiti fluktuacije zaposlenika i s time povezane troškove. Određeni utjecaj moglo je imati i povećanje minimalne plaće od 1. siječnja (s razine od 560 EUR na 700 EUR u bruto iznosu). Podaci za drugo tromjesečje pokazuju da je tromjesečni rast nominalne i realne plaće u većini djelatnosti (iznimka je industrija) oslabio u odnosu na prethodno tromjesečje. Posljedica spomenutog rasta realnih plaća u prvom polugodištu, u uvjetima brzog i potpunog oporavka BDP-a, bilo je približavanje realnih plaća razinama na kojima bi vjerojatno bile da su i nakon 2019. nastavile rasti po istim stopama kao u razdoblju od 2017. do 2019. godine.

2.3. Inflacija

Ukupna inflacija u Hrvatskoj mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC-om) smanjila se u prvih šest mjeseci 2023. i u lipnju je iznosila 8,3%, nakon 12,7% zabilježenih u prosincu 2022. (Slika 2.3.1.) Usporavanju ukupne inflacije najviše su pridonijele cijene energije, zahvaljujući pojeftinjenju naftnih derivata i povoljnom učinku baznog razdoblja. Nešto manje izraženo, usporavanju inflacije pridonijele su i cijene hrane (uključujući alkohol i duhan), no unatoč tome njihov je godišnji rast u lipnju bio visok (13,4%) zbog prelijevanja prijašnjeg porasta cijena energenata i prehrambenih sirovina na potrošačke cijene hrane. Uvođenje eura imalo je relativno blag i jednokratni učinak na ukupnu inflaciju u Hrvatskoj, pri čemu je taj učinak ponajviše bio rezultat poskupljenja određenih usluga (više o tome vidi u Okviru 1. Ocjena učinka uvođenja eura na inflaciju).

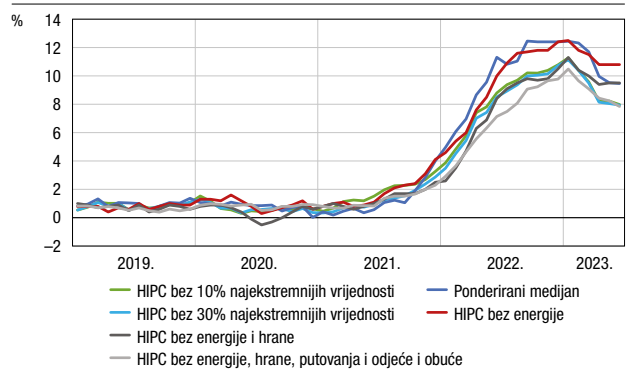
Temeljna inflacija (koja isključuje cijene energije i hrane) usporila se relativno blago, s 10,5% u prosincu 2022. na 9,5% u lipnju (Slika 2.3.2.), što odražava

Slika 2.3.1. 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 2.3.2. Pokazatelji temeljne inflacije u Hrvatskoj

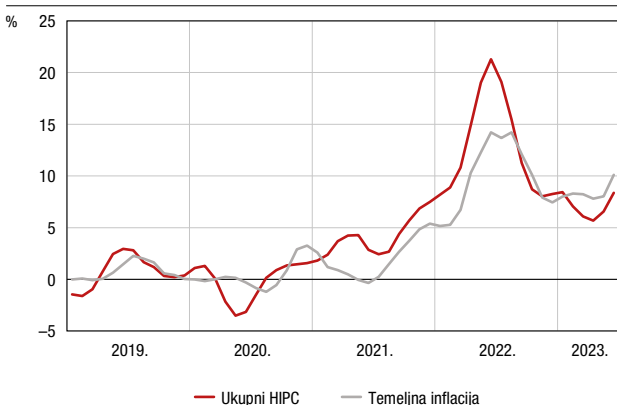


Napomena: Srednja vrijednost bez najekstremnijih vrijednosti (engl. *trimmed mean*) jest mjera središnje tendencije koja je izračunata tako da se u određenom mjesecu isključuje 5% (15%) komponenata s najvećim i najmanjim godišnjim stopama promjene. Ukupan skup podataka odnosi se na 87 komponenata HIPC-a.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

smanjenje inflacije cijena industrijskih proizvoda. To je uglavnom bilo rezultat pojeftinjenja energije i drugih sirovina na svjetskom tržištu te otklanjanja preostalih uskih grla u globalnim opskrbnim lancima. Na usporavanje temeljne inflacije djelovalo je i iščezavanje učinka znatnog poskupljenja velikog broja proizvoda tijekom 2022. Za razliku od inflacije cijena robe, inflacija cijena usluga (više o tome vidi u Okviru 2. Kretanje inflacije cijena usluga u prvom polugodištu 2023.) znatno je perzistentnija te se u prvoj polovini 2023. zadržala na dvoznamenkastim razinama (u rasponu od 10,1% do 11,4%).

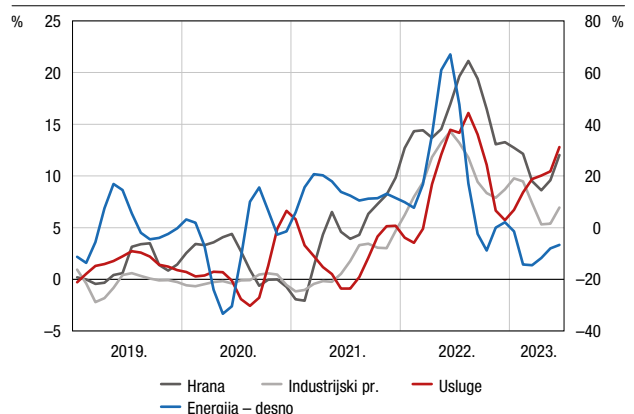
Kratkoročni pokazatelj ukupne inflacije (Slika 2.3.3.), koji odražava tekuća kretanja, nakon smanjivanja u prva četiri mjeseca 2023., u svibnju i lipnju je porastao, ali bio je znatno niži u odnosu na isti mjesec prethodne godine. Na ublažavanje tekuće inflacije ponajviše je djelovalo smanjivanje uvoznih inflatornih pritisaka, osobito cijena energenata. Cijene sirove nafte na svjetskom tržištu tako su u lipnju bile za trećinu niže u odnosu na cijene nakon invazije Rusije na Ukrajinu, a

Slika 2.3.3. Momenti 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 2.3.4. Momenti glavnih komponenata inflacije

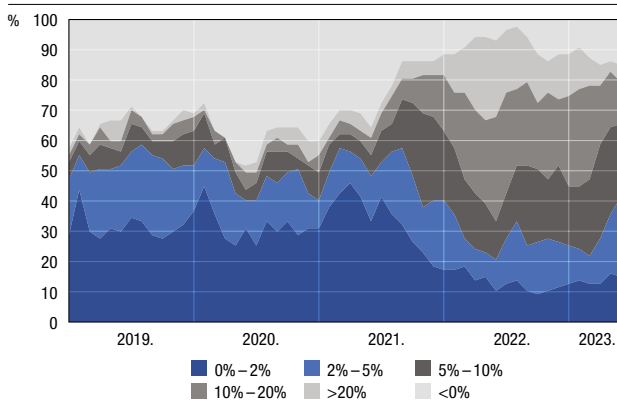


Napomena: Tromjesečna stopa promjene na godišnjoj razini izračunata je iz tromjesečnoga pomičnog prosjeka sezonski prilagođenih harmoniziranih indeksa potrošačkih cijena.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

plina i električne energije za oko 60%. Ipak, tekuća inflacija u lipnju je i dalje bila na povišenoj razini. Kratkoročni pokazatelji temeljne inflacije u prvih šest mjeseci blago su se povećali, iako su bili na znatno nižim razinama od vrhunaca zabilježenih sredinom prošle godine (Slika 2.3.4.). Povećanje je uvelike bilo odraz povećanja momenata (zamaha) cijena usluga, u uvjetima izraženih pritisaka s tržišta rada, dvoznamenkaste inflacije hrane kao jednog od ulaznih troškova u pojedinim segmentima usluga i osobito povećane potražnje za turističkim uslugama ususret glavnom dijelu turističke sezone.

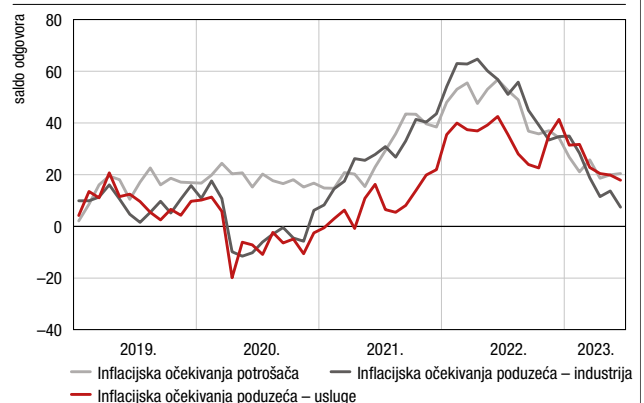
Rasprostranjenost inflacije tijekom prve polovine 2023. smanjila se, ali i dalje je povišena (Slika 2.3.5.). Tako je udio potkomponentata u indeksu potrošačkih cijena čiji godišnji rast prelazi 2% iznosio 70% (što je osjetno manje nego u trećem tromjesečju prošle godine, kada je taj udio dosegnuo vrhunac od oko 84%). U skladu s takvim kretanjima **trend smanjivanja kratkoročnih inflacijskih očekivanja potrošača započeo sredinom 2022. godine nastavio se tijekom prva četiri mjeseca 2023., dok su u svibnju i lipnju ona tek blago porasla** (Slika 2.3.6.). Smanjivanju inflacijskih

Slika 2.3.5. Rasprostranjenost inflacije potrošačkih cijena



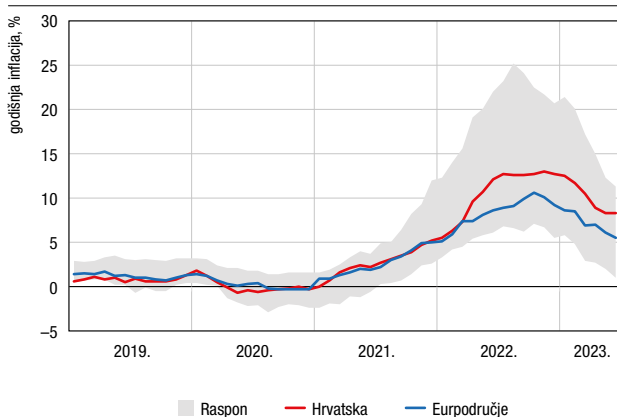
Napomena: Na slici je prikazan udio broja proizvoda čije su se cijene promijenile u određenom rasponu u ukupnom broju proizvoda, a prema tromjesečnim pomičnim prosjecima godišnjih stopa promjene sezonski prilagođenih indeksa cijena 87 komponentata harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena.
Izvori: Eurostat;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

Slika 2.3.6. Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća



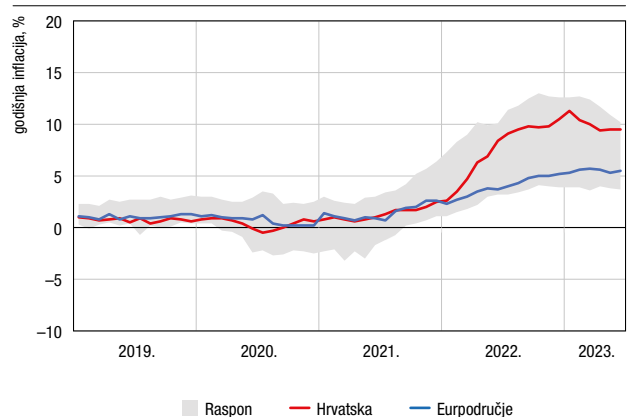
Napomena: Očekivanja potrošača odnose se na razdoblje od dvanaest mjeseci unaprijed, a poduzeća na tri mjeseca unaprijed. Saldo odgovora odnosi se na ponderirani udio potrošača/poduzeća koji su u određenom mjesecu očekivali povećanje odnosno smanjenje inflacije.
Izvor: Ipsos

Slika 2.3.7. Usklađenost ukupne inflacije u Hrvatskoj i europskom području



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

Slika 2.3.8. Usklađenost temeljne inflacije u Hrvatskoj i europskom području



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

očekivanja potrošača vrlo je vjerojatno pridonijelo kretanje cijena energije, tj. pojeftinjenje naftnih derivata na domaćem tržištu uz nastavak zamrzavanja potrošačkih cijena prirodnog plina i struje u prvim mjesecima 2023. godine. Pojeftinjenje energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu kao i slabljenje inflatornih pritisaka zbog poremećaja u globalnim opskrbnim lancima neki su od činitelja koji su pridonijeli smanjivanju kratkoročnih inflacijskih očekivanja poduzeća u sektoru industrije i usluga u prvoj polovini godine.

Iako su razina i kretanje inflacije uglavnom odraz kretanja koja su zajednička velikom broju zemalja, u prvoj polovini godine bio je vidljiv i utjecaj određenih lokalnih specifičnosti. Ukupna i temeljna inflacija u lipnju 2023. u Hrvatskoj su bile za 2,8 odnosno 4,0 postotna boda više nego u europodručju (Slika 2.3.7). Taj inflacijski diferencijal ponajviše je bio posljedica većeg doprinosa hrane (uglavnom zbog većeg pondera u košarici za izračun HIPC-a), ali i snažnijega godišnjeg rasta cijena usluga u Hrvatskoj u usporedbi s europodručjem (Slika 2.3.8.).

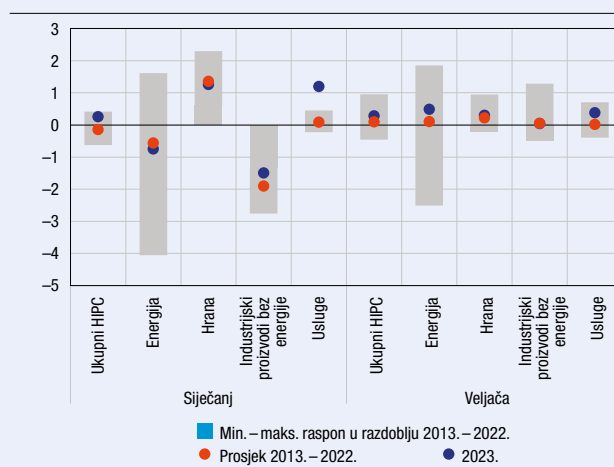
Okvir 1. Ocjena učinka uvođenja eura na inflaciju¹

Iako su brojni potrošači u Hrvatskoj bili zabrinuti zbog očekivanja da će zamjena kune eurom dodatno utjecati na povećanje potrošačkih cijena, ocjene pokazuju da je uvođenje eura potaknulo rast ukupne inflacije u siječnju 2023. za 0,4 postotna boda, i to uglavnom preko rasta cijena pojedinih usluga. To je u skladu s iskustvima drugih država članica europodručja, u kojima je učinak konverzije nacionalnih valuta u euro na inflaciju bio također relativno blag i jednokratn te ponajviše rezultat poskupljenja određenih usluga.

Brojni potrošači u Hrvatskoj bili su zabrinuti zbog mogućih povećanja cijena pri zamjeni kune eurom. Osjetljivosti situacije pridonijelo je i okružje povišene inflacije. Sama konverzija cijena pojedinih proizvoda iz kune u euro provodi se prema utvrđenom fiksnom tečaju, što je tehnička operacija koja ne bi trebala utjecati na porast cijena. Ipak, tijekom konverzije djeluju činitelji koji u kratkom roku mogu potaknuti određeni rast cijena, a odnose se najčešće na prelijevanje troškova konverzije (npr. troškova promjene cjenika, informatičkih usluga i obuke osoblja) na potrošače te nastojanje nekih poduzeća da povećaju svoje profitne marže u situaciji kada se građani privikavaju na novu valutu. Također, određivanje cijena na atraktivnoj razini, kako bi plaćanje bilo praktično (tako da za uzvratanje ne treba mnogo kovanica/novčanica) ili formiranje cijena tako da završavaju znamenkom 9 iza decimalnog zareza (tzv. psihološke cijene), za koje se smatra da na potrošače djeluje tako da podcjenjuju trošak kupnje proizvoda, bilo je široko rasprostranjeno uoči samog uvođenja eura. Nakon preračunavanja u eure prema službenom tečaju konverzije cijene često više nisu bile na atraktivnim razinama. Kada bi trgovci prilagođavali cijene u eurima do prve više atraktivne razine, to bi moglo imati određeni kratkoročan utjecaj na inflaciju. Tržišne snage, odnosno konkurencija u sektoru maloprodaje bitan je činitelj koji odvraća trgovce od podizanja cijena, a u smjeru smanjenja cijena djeluju pad transakcijskih troškova i izostanak tečajnog rizika. Osim toga, obveza dvojnog isticanja cijena u trgovinama od rujna 2022. mogla bi također odvratiti trgovce od povećanja cijena.

Učinak uvođenja eura na ukupnu inflaciju u Hrvatskoj bio je blag i jednokratn te ponajviše rezultat poskupljenja određenih usluga. Podaci

Slika 1.1. Inflacija potrošačkih cijena u Hrvatskoj



Izvor: Falagiarda, M. et al. (2023.), *Has the euro changeover really caused extra inflation in Croatia?*, ESB-ov blog, 7. ožujka

¹ Prilog se zasniva na radu Falagiarda, M., Gartner, C., Mužić, I. i Pufnik, A. (2023.), "Has the euro changeover really caused extra inflation in Croatia?", ESB-ov blog, 7. ožujka 2023.

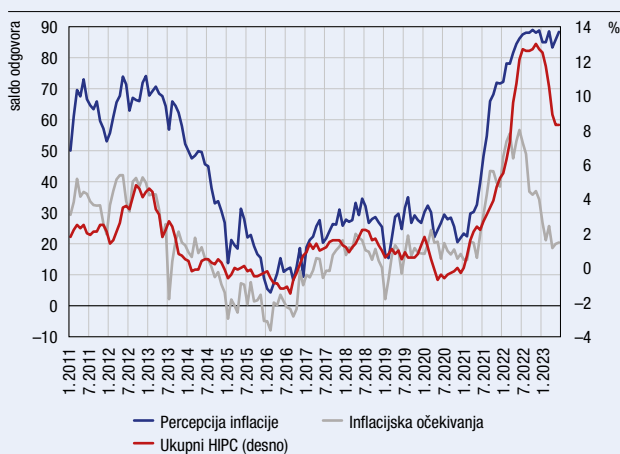
Eurostata pokazuju da su potrošačke cijene (mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena) u Hrvatskoj u siječnju 2023. porasle za 0,3% u odnosu na prosinac 2022., što je manje nego u nekim drugim zemljama europodručja. Usporedi li se inflacija cijena za glavne komponente potrošnje s prosječnim mjesečnim rastom tih cijena u siječnju prethodnih deset godina, vidljivo je da mjesečna promjena cijena hrane, energije i industrijskih proizvoda nije znatno odstupala (Slika 1.1.). Nasuprot tome, u siječnju 2023. zabilježen je znatno viši mjesečni rast cijena usluga od dugoročnog prosjeka (1,2% prema 0,1%). Najveći doprinos rastu tih cijena dale su usluge u restoranima i kafićima, a potom stomatološke i medicinske usluge te frizerske usluge. U veljači 2023. mjesečni rast ukupne inflacije iznosio je 0,2%, pri čemu mjesečna stopa promjene nijedne od glavnih komponenata inflacije nije znatnije odstupala od povijesnih prosjeka. Da je mjesečni rast cijena usluga u siječnju 2023. bio na razini dugoročnog prosjeka, ukupna mjesečna inflacija potrošačkih cijena bila bi za 0,4 postotna boda niža. Takva ocjena učinka uvođenja eura na ukupnu inflaciju u Hrvatskoj u skladu je s iskustvima drugih članica europodručja koja pokazuju da je učinak konverzije nacionalnih valuta u euro na rast potrošačkih cijena bio blag i jednokratn, a malo izrazitiji rast cijena zabilježen je samo kod manjeg dijela usluga.

Udio atraktivnih cijena u domaćim trgovačkih lancima u siječnju se znatno smanjio (na oko 45% u eurima, s oko 98% u kunama u prosincu 2022.),² što je uvelike bilo rezultat činjenice da su se trgovci pridržavali zakonskih pravila o zaokruživanju. Naime, oko 65% cijena u siječnju je ostalo nepromijenjeno u odnosu na prosinac, a od preostalih 35% cijena koje su se promijenile, čak 25% cijena sniženo je, djelomice zbog toga što su neki trgovci zaokruživali cijene na niže razine pri preračunavanju iz kuna u eure.

Suprotno iskustvima drugih zemalja članica europodručja, u kojima se percepcija inflacije većinom povećavala pri uvođenju eura, **u Hrvatskoj se percepcija inflacije u siječnju smanjila u odnosu na prosinac**, a smanjila su se i inflacijska

očekivanja potrošača (Slika 1.2.). Takva su kretanja vjerojatno najviše bila pod utjecajem smanjenja cijena energije, što je ujedno u siječnju smanjilo i godišnju stopu ukupne inflacije.

Slika 1.2. Percepcija inflacije i inflacijska očekivanja



Izvori: Eurostat; Europska komisija

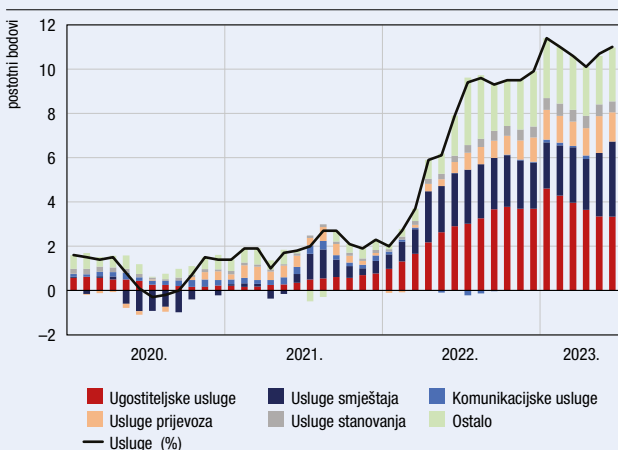
² Analiza se zasniva na mikropodacima o cijenama iz deset najvećih maloprodajnih trgovačkih lanaca u Hrvatskoj, dobivenima posredovanjem tvrtke "PCA – prikupljanje cijena i analiza d.o.o.", koja je specijalizirana za prikupljanje i analizu cijena na hrvatskom tržištu. Podaci obuhvaćaju prehrambene proizvode, pića, proizvode za čišćenje, proizvode za njegu i higijenu i sl.

Okvir 2. Kretanje inflacije cijena usluga u prvom polugodištu 2023.

Kratkoročni pokazatelji inflacije cijena usluga povećali su se tijekom 2023. upućujući na njezinu veću postojanost nego što se očekivalo, pri čemu je inflacija cijena usluga u Hrvatskoj primjetljivo 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 te usluge ujedno najviše pridonose razlici između inflacije cijena usluga u Hrvatskoj i europodručju. Činitelji koji djeluju na rast cijena tih 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 tih usluga poboljšava uvjete razmjene Hrvatske i tako ima pozitivan utjecaj na domaće dohotke.

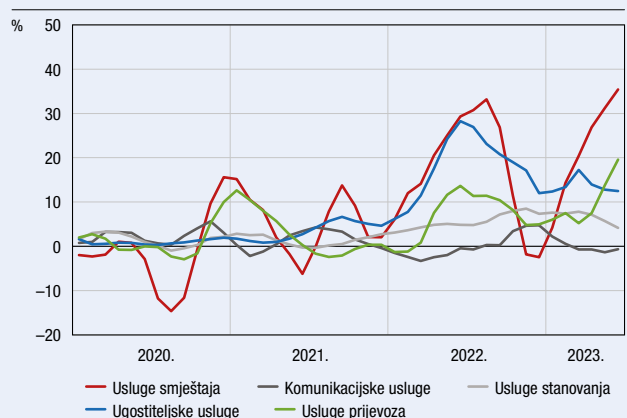
Pokazatelji tekućega kretanja inflacije cijena usluga u Hrvatskoj u prvoj su se polovini 2023. povećali, što se posebno odnosi na ugostiteljske usluge i usluge smještaja, koje čine više od polovine godišnje inflacije cijena usluga. Nakon snažnog ubrzavanja tijekom 2022., poglavito u prvom polugodištu, te u siječnju 2023. (djelomice pod jednokratnim utjecajem uvođenja eura) godišnja inflacija cijena usluga tek se neznatno usporila i u lipnju 2023. iznosila je 11% (Slika 2.1.). 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 i usluga smještaja (Slika 2.2.). Također, za razliku od energije, hrane i industrijskih proizvoda (Slika 2.3.4.), čiji

Slika 2.1. Inflacija cijena usluga u Hrvatskoj i doprinosi glavnih komponenta



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 2.2. Momenti (zamasi) inflacije cijena pojedinih vrsta usluga



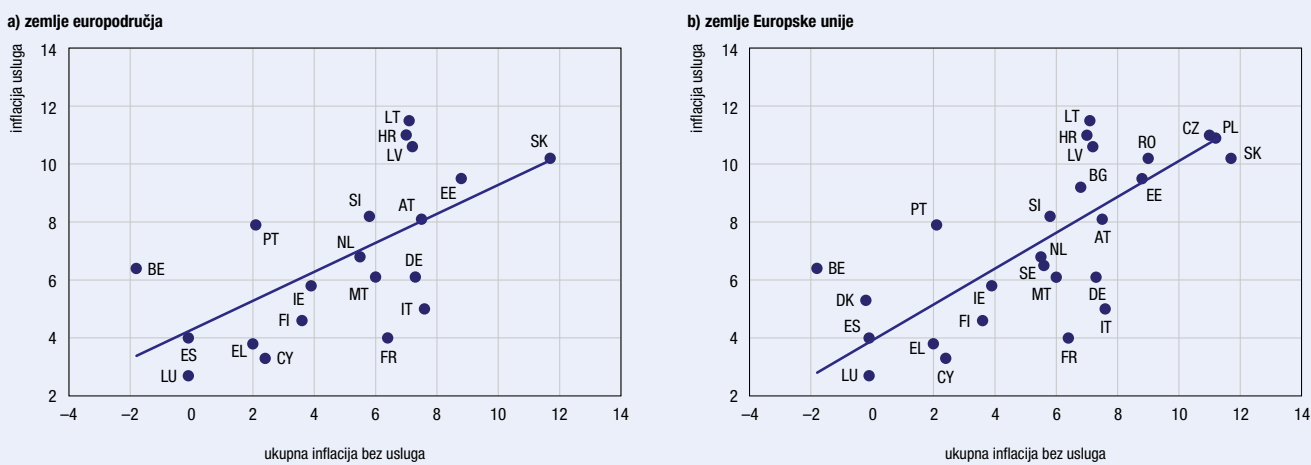
Napomena: Tromjesečna stopa promjene na godišnjoj razini izračunata je iz tromjesečnoga pomičnog prosjeka sezonski prilagođenih harmoniziranih indeksa potrošačkih cijena.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

su se momenti (zamasi) u prvih šest mjeseci 2023. smanjili, 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 su pridonosile razlici između ukupne inflacije u Hrvatskoj i na razini cijelog europodručja. Inflacija cijena usluga u lipnju 2023. u Hrvatskoj je bila dvostruko viša nego u europodručju, gdje je iznosila 5,4% (Slika 2.4.a). Pritom se Hrvatska izdvaja kao jedna od zemalja europodručja s najvišom inflacijom cijena usluga. U lipnju 2023. viši godišnji rast cijena usluga među zemljama europodručja imala je samo Litva, dok su malo nižu inflaciju cijena usluga od Hrvatske imale Letonija i Slovačka. Inflacija cijena usluga tako je bila najviša u onim zemljama u kojima je i ukupna inflacija (bez usluga) bila najviša (Slika 2.3.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 2.3.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.

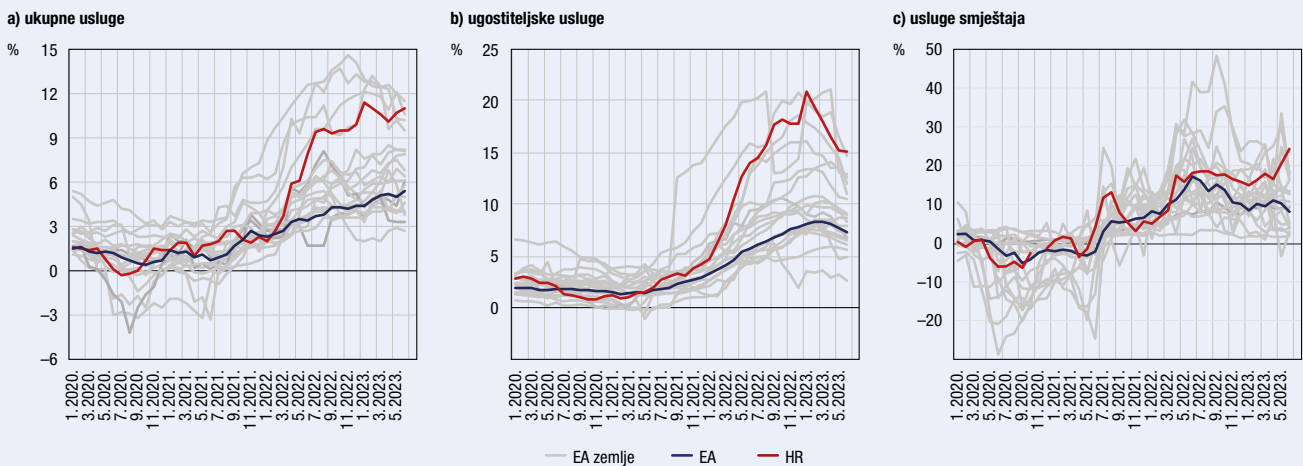
Slika 2.3. Inflacija cijena usluga i ukupna inflacija bez usluga, lipanj 2023.



Izvor: Eurostat

Razlici u stopama inflacije cijena usluga između Hrvatske i prosjeka europodručja u lipnju 2023. najviše su pridonijele cijene ugostiteljskih usluga i usluga smještaja. Inflacija cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja u Hrvatskoj se ubrzala znatno više nego na razini europodručja, što je rezultiralo primjetljivim razdvajanjem njihove putanje (slike 2.4.b i 2.4.c). Hrvatska je tako među zemljama europodručja u lipnju 2023. imala najveći godišnji rast cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja. Promotre li se kretanja od sredine 2021., u lipnju 2023. cijene ugostiteljskih usluga u Hrvatskoj bile su više za otprilike 30%, a u europodručju za manje od 15%. Istodobno su cijene smještaja u Hrvatskoj porasle za gotovo 50%, a u europodručju za četvrtinu.

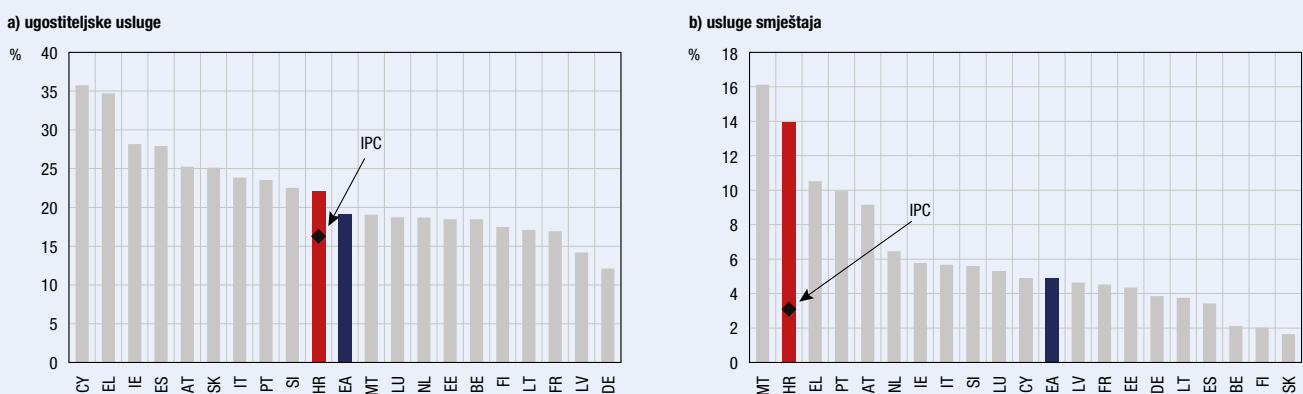
Slika 2.4. Godišnja stopa rasta cijena usluga u Hrvatskoj i zemljama europodručja



Izvor: Eurostat

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 europodručja, dok se na usluge smještaja odnosi znatno 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 europodručja (Slika 2.5.). Za razliku od toga, Hrvatska se, nakon Malte, među zemljama europodručja izdvaja najvišim udjelom usluga smještaja u ukupnim uslugama u potrošačkoj košarici. Prema tome, veći doprinos ugostiteljskih usluga inflaciji cijena usluga u Hrvatskoj nego u europodručju prije svega je posljedica bržeg rasta njihovih cijena, a kod usluga smještaja i bržeg rasta njihovih cijena i većeg udjela (pondera).³

Slika 2.5. Udio ugostiteljskih usluga i usluga smještaja u ukupnim uslugama u potrošačkoj košarici



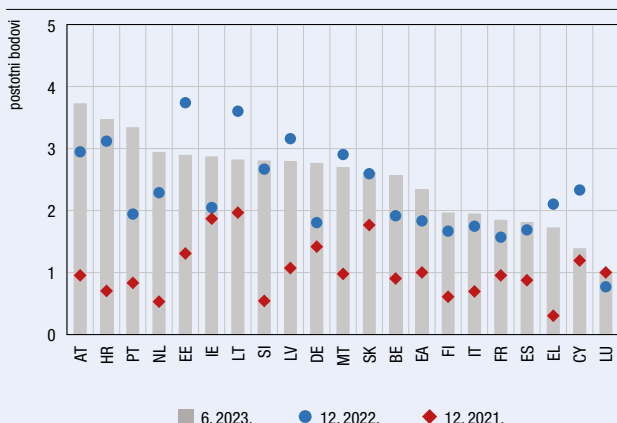
Izvori: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

3 Za razliku od nacionalnog indeksa potrošačkih cijena (IPC), harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HIPC) uvažava i potrošnju stranih gostiju, zbog čega su udjeli ugostiteljskih 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 lipnju 2023. iznosila 7,6%, u odnosu na 11,0% prema HIPC-u, ali to je i nadalje više od prosjeka europodručja.

Hrvatska se među zemljama članicama europodručja izdvaja po visini doprinosa cijena usluga ukupnoj inflaciji i visini doprinosa cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja inflaciji cijena usluga. Među pojedinim zemljama članicama europodručja postoje znatne razlike u važnosti usluga za ukupnu inflaciju. Pritom je doprinos usluga ukupnoj inflaciji u lipnju 2023. bio najveći u Austriji, Hrvatskoj i Portugalu (Slika 2.6.), dok se po relativnom značenju usluga za ukupna inflacijska kretanja izdvajaju Irska, Austrija i Malta (Slika 2.7.). Hrvatska je pri samom vrhu zemalja europodručja promatra li se doprinos cijena ugostiteljskih usluga (Slika 2.8.) odnosno doprinos cijena usluga smještaja (Slika 2.9.) ukupnoj inflaciji cijena usluga.

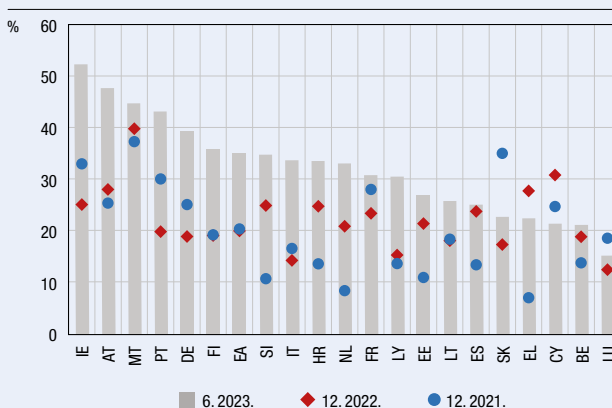
Rast cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja u Hrvatskoj djelomice odražava dugoročne činitelje, primjerice proces konvergencije cijena tih usluga prema prosječnoj razini u europodručju. Razina cijena usluga u Hrvatskoj uvelike zaostaje za razinom cijena robe u odnosu na razine koje se bilježe u europodručju (Slika 2.10.). Tako je i razina cijena restorana i hotela, prema posljednjim dostupnim

Slika 2.6. Doprinosi usluga ukupnoj inflaciji (HIPC)



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

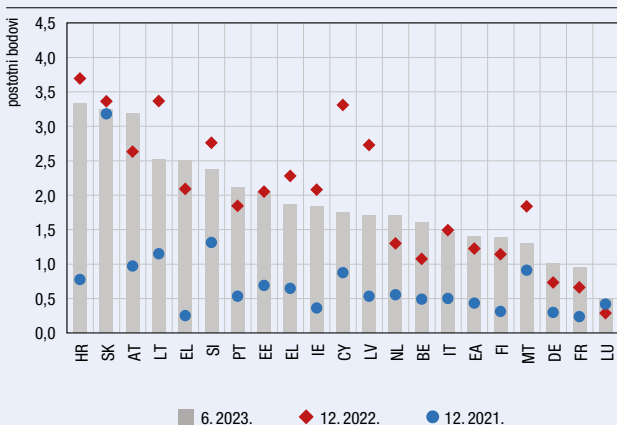
Slika 2.7. Relativno značenje usluga za ukupna inflacijska kretanja



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

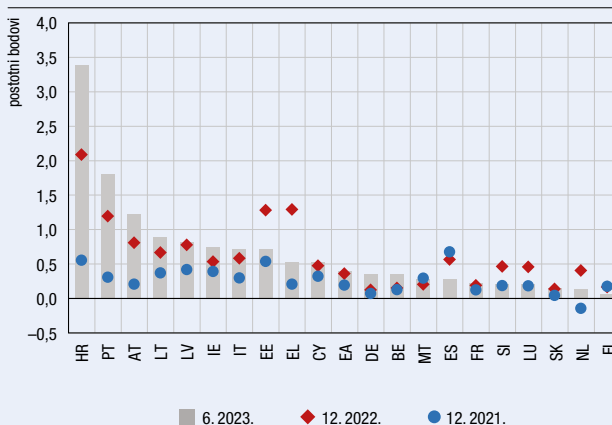
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 2.8. Doprinosi ugostiteljskih usluga ukupnoj inflaciji cijena usluga



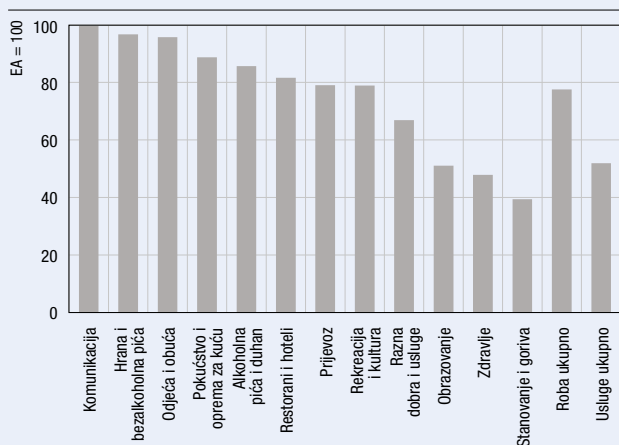
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 2.9. Doprinosi usluga smještaja ukupnoj inflaciji cijena usluga



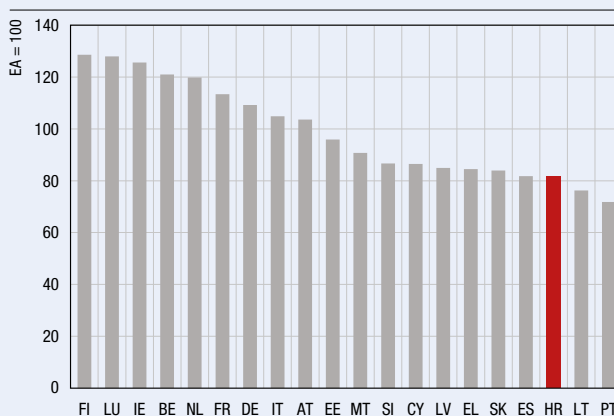
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 2.10. Razina cijena glavnih kategorija potrošačke košarice u Hrvatskoj, 2022.



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 2.11. Razina cijena restorana i hotela u zemljama europskog područja, 2022.



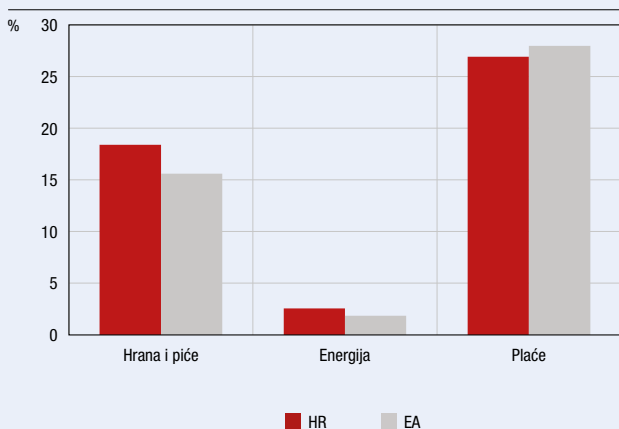
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

podacima za 2022., bila među najnižima u usporedbi s drugim zemljama europskog područja (Slika 2.11.). i ujedno znatno niža od razine cijena, primjerice, hrane ili odjeće i obuće u odnosu na europsko područje.

Osim toga, snažan rast cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja djelomice je odražavao rast ulaznih troškova povezan s cijenama energenata i prehrambenih proizvoda kao i povećanje plaća zaposlenih potaknuto izraženim manjkom radne snage. Pritom su udjeli izravnih troškova energije i plaća zaposlenika u djelatnosti smještaja i ugostiteljstva između Hrvatske i europskog područja relativno slični (Slika 2.12.). Udio troškova hrane i pića samo je malo viši u Hrvatskoj te je u manjoj mjeri mogao pridonijeti bržem rastu cijena ugostiteljskih 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 europskom području (Slika 2.13.).

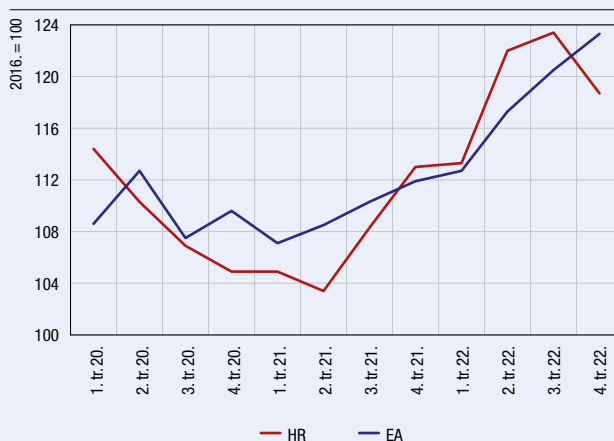
Rastu cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja u Hrvatskoj pridonijela

Slika 2.12. Udjeli određenih izravnih troškova u djelatnosti smještaja i ugostiteljstva



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

Slika 2.13. Indeks troškova rada u djelatnosti smještaja i ugostiteljstva



Izvor: Eurostat

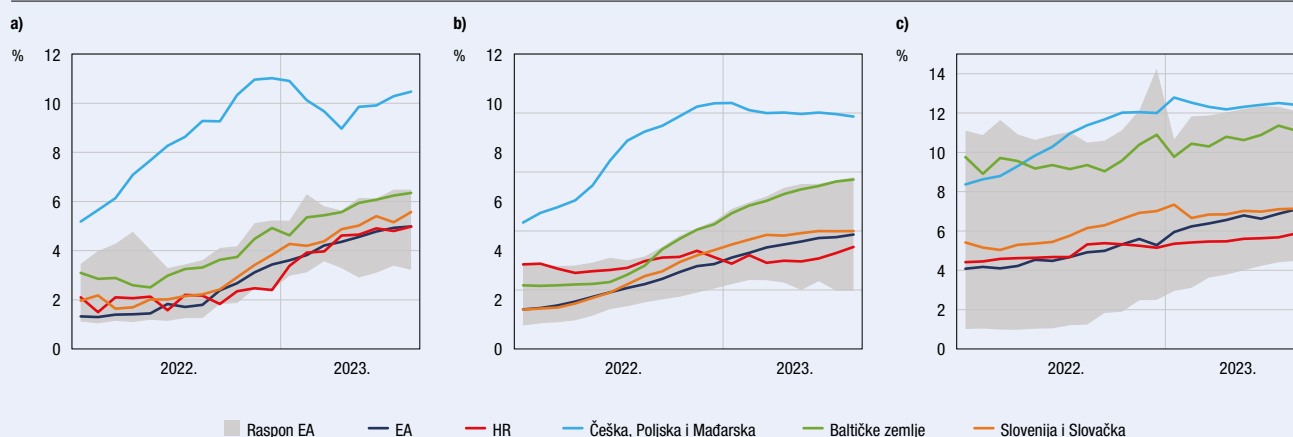
je i potražnja domaćih i posebice stranih gostiju povezana sa snažnim oporavkom turističke djelatnosti. Osim rasta ulaznih troškova, na rast cijena ugostiteljskih i usluga smještaja djelovala je i potražnja za tim uslugama koja je posebno jačala s otvaranjem gospodarstava kako je jenjavala pandemija bolesti COVID-19 pod utjecajem preusmjerenja potražnje prema uslugama. U takvim je okolnostima na kretanje cijena tih usluga u Hrvatskoj djelovala ne samo potražnja domaćih nego i stranih gostiju u uvjetima snažnog oporavka turističke djelatnosti.

Okvir 3. Utjecaj uvođenja eura na troškove zaduživanja u Hrvatskoj

HNB je kao jedan od glavnih pozitivnih učinaka uvođenja eura prije ulaska u europodručje izdvajao povoljan utjecaj na troškove zaduživanja. Intenzitet je prijenosa povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a na kamatne stope u bankama među najslabijima, pa su i kamatne stope na kredite poduzećima i kućanstvima bile među najnižima u europodručju te znatno niže u usporedbi sa zemljama koje nisu uvele euro, što potvrđuje očekivanja. Takvim je kretanjima pridonio niz činitelja vezanih uz uvođenje eura poput znatnog otpuštanja likvidnosti, eliminacije valutnog rizika te pada premije za rizik zemlje.

Iako su učinci pooštavanja monetarne politike ESB-a u Hrvatskoj već vidljivi, intenzitet prijenosa rasta ključnih kamatnih stopa među najslabijima je u europodručju. Tako su kamatne stope na kredite u hrvatskim bankama među najnižima u europodručju te znatno niže od onih u zemljama koje nisu uvele euro. Razlika kamatnih stopa u odnosu na većinu članica europodručja osobito je bila izražena za kredite stanovništvu, što se podjednako odnosi na stambene i na kredite stanovništvu za ostale svrhe, uključujući i potrošačke kredite (Slika 3.1.b., Slika 3.1.c.). Kamatne

Slika 3.1. Kamatne stope na kredite poduzećima, stambene kredite i potrošačke i ostale kredite



stope na kredite stanovništvu trenutačno se nalaze na razinama koje su ispod prosjeka europodručja i razina u usporedivim zemljama poput Slovenije i Slovačke te na znatno nižim razinama od kamatnih stopa na te kredite u zemljama koje nisu uvele euro (Češka, Poljska i Mađarska) i baltičkim zemljama. Kada je riječ o kamatnim stopama na kredite poduzećima, nakon što su krajem prethodne i početkom ove godine bile u prosjeku niže u Hrvatskoj nego u članicama europodručja, tijekom prve polovine 2023. godine ipak su sustigle prosjek europodručja (Slika 3.1.a.).

Kao ključni činitelji koji održavaju kamatne stope na niskim razinama i ublažavaju intenzitet prijenosa u Hrvatskoj u odnosu na druge zemlje europodručja mogu se izdvojiti neki jednokratni činitelji, npr. snažan rast viška likvidnosti zbog usklađivanja monetarnog instrumentarija, pad premije za rizik zemlje zbog ulaska u europodručje te neki strukturni činitelji, kao što su stabilna i rastuća depozitna baza, značenje depozita kao dominantnog izvora financiranja banaka, relativno nizak omjer kredita i depozita te mali udio promjenjivih kamatnih stopa pri odobravanju kredita.

Smanjenje stope obvezne pričuve s 9% na 1% i ukidanje obveze održavanja minimalno potrebnih deviznih potraživanja slijedom usklađivanja instrumenata monetarne politike uoči ulaska u europodručje smanjilo je regulatorni trošak bankarskog posredovanja i znatno povećalo viškove likvidnosti. Slobodna novčana sredstva u hrvatskim bankama početkom godine tako su dosegla gotovo 20% ukupne imovine bankovnog sustava, što je među najvišim omjerima u europodručju. Posljednji podaci upućuju na to da je višak likvidnosti u hrvatskom bankovnom sustavu i dalje među najvišima u europodručju.

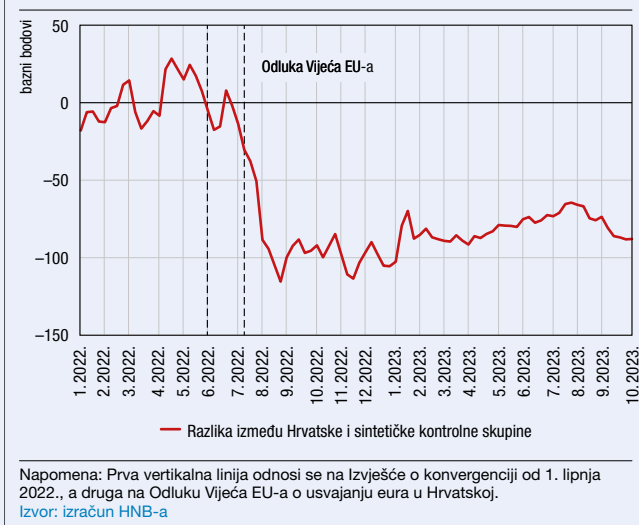
Proces uvođenja eura smanjio je premiju za rizik zemlje. Iskustva zemalja koje su uvele euro i empirijska literatura⁴ pokazuju da članstvo u europodručju smanjuje troškove zaduživanja države. Kao glavni razlog za postojanje tzv. europremije navodi se uklanjanje valutnog rizika i pristupanje europskom mehanizmu za stabilnost (ESM), koji pruža pomoć državama u financijskim poteškoćama. Iako se ocjenjuje da je u određenim razdobljima “europremija” bila negativna, primjerice tijekom europske dužničke krize, kada je i nastao ESM, u dužem razdoblju ipak prevladava povoljan učinak članstva u europodručju na premiju za rizik zemlje.

Učinak uvođenja eura na prinos na obveznice Republike Hrvatske zbog najave ulaska u europodručje ne može se izravno izmjeriti, ali može se procijeniti. Ocjena učinka uvođenja eura na prinose nije jednostavna jer je teško razlučiti učinak najave ulaska u europodručje (odluka Vijeća EU-a) od drugih šokova koji utječu na kretanje prinosa na obveznice. Potencijalno je rješenje tog problema usporedba kretanja prinosa na državne obveznice Hrvatske s prinosima na državne obveznice usporedivih zemalja, pri čemu je potrebno kontrolirati utjecaje brojnih drugih činitelja koji djeluju na kretanja prinosa. Kako bi se utvrdilo je li najava uvođenja eura uistinu uzrokovala pad prinosa na hrvatske državne obveznice, u okviru je upotrijebljena analitička metoda⁵ koja se u empirijskoj literaturi primjenjuje u traženju odgovora na slična analitička pitanja

4 Vidi npr. Szilard, 2021.; Kunovac i Pavić, 2018.; Wiegand, 2017.; Ehrmann, Fratzscher, Gürkaynak i Swanson, 2007.; Côté i Graham, 2004.

5 Metoda tzv. sintetičke kontrole (Abadie, 2021.). Ideja metode jest konstruirati sintetičku Hrvatsku na osnovi uprosječivanja kretanja pokazatelja za druge zemlje. Svakoj zemlji dodijeljen je određeni udio u sintetičkoj kontrolnoj skupini, s ciljem da ona dobro prati kretanje pokazatelja za Hrvatsku.

Slika 3.2. Razlika prinosa na desetogodišnju eursku državnu obveznicu Hrvatske u odnosu na sintetičku kontrolnu skupinu



(za detalje vidi Okvir 4. u publikaciji Makroekonomska kretanja i prognoze br. 13, prosinac 2022.).

Nakon odluke Vijeća EU-a u srpnju 2022. godine prinos na obveznice Hrvatske znatno se smanjio u odnosu na sintetičku kontrolnu skupinu (Slika 3.2.). Na kraju rujna 2023. godine prinos je i dalje bio oko 90 baznih bodova niži za obveznice Hrvatske u odnosu na izračunati alternativni scenarij u kojemu Hrvatska nije ušla u europodručje (Slika 3.2.). Analiza pokazuje dodatni učinak smanjenja neizvjesnosti glede ulaska Hrvatske u europodručje (poglavito zbog

nužnosti zadovoljenja kriterija inflacije) pa se ovaj rezultat može promatrati kao donja granica vjerojatnog učinka uvođenja eura.

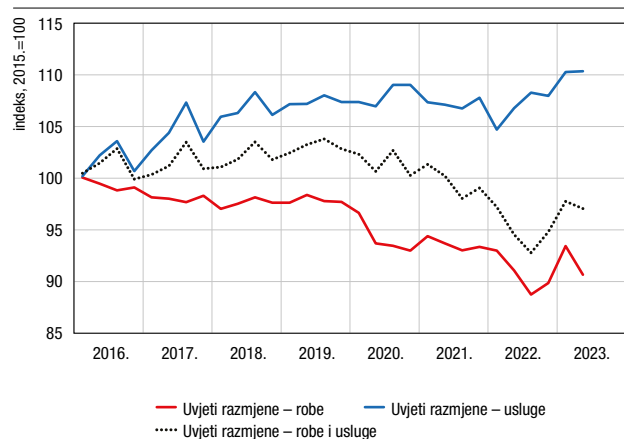
Može se zaključiti da su zahvaljujući ulasku u europodručje troškovi financiranja države i privatnog sektora u Hrvatskoj niži nego što bi bili prema scenariju u kojem euro nije uveden. Rast kamatnih stopa u Hrvatskoj znatno je manji nego u drugim zemljama europodručja, a posebno u usporedbi sa zemljama koje nisu uvele euro, pa je stoga opravdano pretpostaviti da bi kamatne stope bile još više da euro nije uveden.

2.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom

Nakon snažnog pogoršanja u 2022. zbog izrazitog rasta cijena energenata na svjetskom tržištu, uvjeti razmjene Hrvatske u prvju su se polovini 2023. godine blago poboljšali, ali su još uvijek bili lošiji od pretpandemijskih. Pritom su se uvjeti razmjene usluga brže oporavljali, što je odraz naglašenog rasta cijena turističkih usluga u prvih šest mjeseci 2023., dok se uvjeti razmjene robe, unatoč recentnom popuštanju uvoznih cjenovnih pritisaka, poglavito zbog smanjenja cijena energenata na svjetskom tržištu, još uvijek nisu oporavili (Slika 2.4.1.). Zahvaljujući snažnom godišnjem rastu prihoda od turizma, kao i znatno većim isplatama sredstava iz fondova EU-a krajnjim korisnicima, u prvju su polovini 2023. zabilježena primjetno povoljnija ostvarenja u platnoj bilanci Hrvatske. Tako je ukupan manjak na tekućem i kapitalnom računu iznosio 1,4 mlrd. EUR, što je poboljšanje salda od 2,1 mlrd. EUR u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.

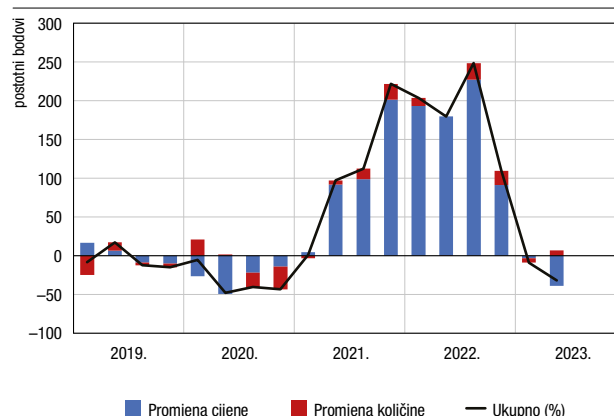
U prvju polovini 2023. godine zabilježeno je snažno usporavanje rasta robne razmjene s inozemstvom, pri čemu su nešto manje nepovoljna izvozna ostvarenja od uvoznih rezultirala smanjenjem ukupnog manjka na godišnjoj razini za 1,7% u prvom odnosno 1% u drugom tromjesečju. Usporavanju rasta robne razmjene ponajviše je pridonijelo smanjenje neto uvoza energenata prouzročeno padom cijena

Slika 2.4.1. Uvjeti razmjene robe i usluga



Izvori: DZS; izračun HNB-a

Slika 2.4.2. Raščlamba godišnje stope promjene uvoza energenata

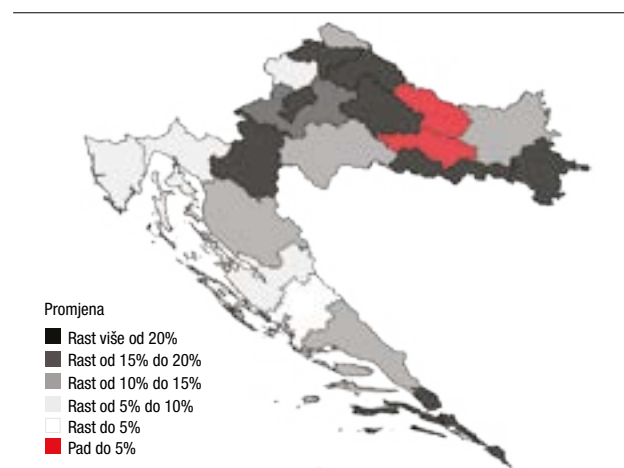


Izvori: DZS; izračun HNB-a

energenata na svjetskom tržištu (Slika 2.4.2.). Isključili li se trgovina energentima, izvoz i uvoz ostale robe u prvih su pola godine i dalje vidljivo porasli (oko 7%). Prema sredini godine intenzitet rasta razmjene zamjetno se usporio pod utjecajem slabije inozemne potražnje, pri čemu je izvoz ostale robe nakon rasta od 13,3% u prvom u drugom tromjesečju povećan samo za 1,4%, dok se rast uvoza ostale robe usporio s 11,3% u prvom na 4,2% u drugom tromjesečju. Geografska struktura robne razmjene pokazuje da je u prvih šest mjeseci rastu ukupnog izvoza najviše pridonio izvoz u zemlje europodručja te zemlje CEFTA-e, ponajprije susjednu Srbiju i Crnu Goru. S druge strane, blagi rast robnog uvoza gotovo je u cijelosti rezultat porasta uvoza iz zemalja europodručja, poglavito Njemačke.

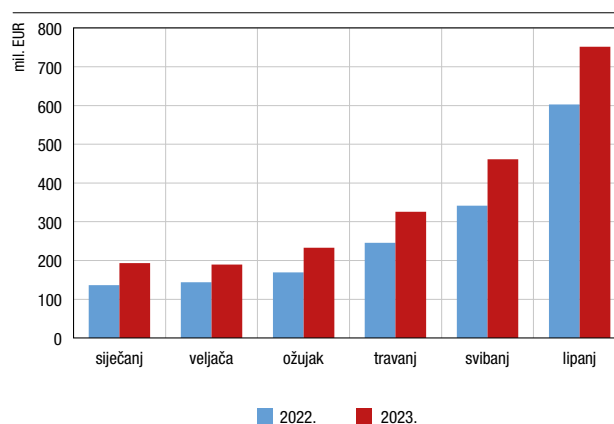
Prvu polovinu 2023. godine obilježio je i nastavak iznimno povoljnih rezultata u turizmu (Slika 2.4.3.). Fizički pokazatelji broja dolazaka i ostvarenih noćenja stranih gostiju upućuju na izrazito snažnu predsezону, u kojoj je u prva dva tromjesečja ostvaren porast broja noćenja za 21,7% odnosno 9,9% u usporedbi s istim razdobljem

Slika 2.4.3. Godišnja promjena kumulativa broja noćenja od siječnja do lipnja 2023.



Izvor: eVisitor

Slika 2.4.4. Iznos fiskaliziranih računa u djelatnostima ugostiteljstva i smještaja



Izvor: Ministarstvo financija RH

prethodne godine. Tome su najviše pridonijeli gosti iz europodručja, posebno iz Njemačke, Austrije, Slovenije i Italije. Promatrano prema turističkim destinacijama, povoljnim rezultatima ističu se Dubrovnik, Rovinj, Split i Zadar, a primjetan rast broja noćenja ostvaren je i u Zagrebu. Financijski pokazatelji također upućuju na rekordna ostvarenja u prvih šest mjeseci tekuće godine s porastom vrijednosti fiskaliziranih računa u djelatnostima ugostiteljstva i smještaja za 37% u prvom odnosno 29% u drugom tromjesečju u odnosu na isto razdoblje lani (Slika 2.4.4.). Osim rasta fizičkih pokazatelja takvim ostvarenjima pridonosi i porast cijena u djelatnostima pripreme i usluživanja hrane i pića te smještaja.

2.5. Bankovni sustav

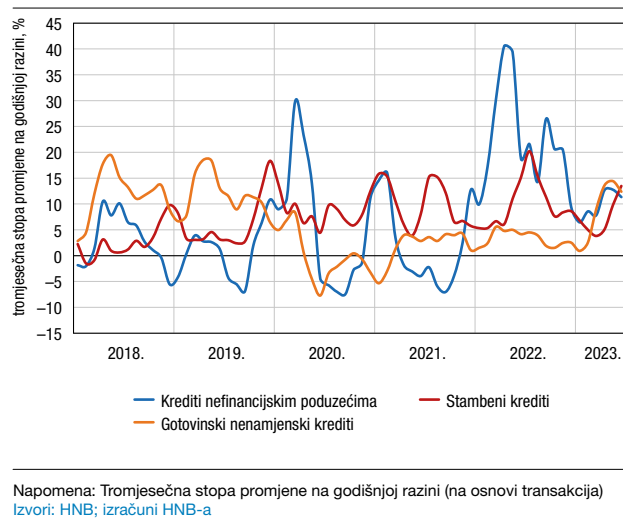
Kamatne stope na kredite kućanstvima i poduzećima porasle su u prvoj polovini 2023. pod utjecajem prelijevanja učinaka pooštavanja monetarne politike ESB-a. Prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima dosegla je u lipnju 5,0%, što je za 302 bazna boda više nego u razdoblju prije početka normalizacije zajedničke monetarne politike (Slika 2.5.2.). Kada je riječ o kreditiranju stanovništva, prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene gotovinske nenamjenske kredite i stambene kredite dosegla je u travnju 5,8%, odnosno 3,1%, što je za 44 odnosno 58 baznih bodova 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 postupno povećavati. Kamatne stope na kredite poduzećima rasle su znatno sporije u odnosu na prosjek europodručja, dok je rast kamatnih stopa na stambene te potrošačke i ostale kredite za stanovništvo među najslabijima u europodručju. Slična je situacija i s depozitima. Kao ključni činitelji koji ublažavaju intenzitet prijenosa u Hrvatskoj u odnosu na druge zemlje europodručja mogu se izdvojiti neki jednokratni, npr. pad premije za rizik zemlje i snažan rast viška likvidnosti zbog ulaska u europodručje te neki strukturni, kao što su stabilna i rastuća depozitna baza, uloga depozita kao dominantnog izvora financiranja banaka, relativno nizak omjer kredita i depozita te malen udio promjenjivih kamatnih stopa pri odobravanju kredita.

Kreditiranje privatnog sektora i nadalje je prilično snažno, unatoč višim troškovima zaduživanja i zatezanju kreditnih standardā. Krediti nefinancijskim poduzećima porasli su tijekom prvih šest mjeseci 2023. za 0,6 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 13,5% u lipnju (Slika 2.5.6.). Promatra li se namjena kredita, vidljiv je porast sindiciranih kredita kao i kredita za obrtna sredstva i investicije. Međutim, porast kredita za obrtna sredstva i investicije bio je slabiji nego tijekom istog razdoblja prošle godine, pa se na godišnjoj razini usporio njihov rast, i to posebice kod kredita za obrtna sredstva (s 18,3% u prosincu na 0,1% u lipnju). Krediti stanovništvu porasli su tijekom prvih šest mjeseci 2023. za 0,8 mlrd. EUR. Podjednako su porasli gotovinski nenamjenski i stambeni krediti. Pritom je glavnina porasta stambenih kredita ostvarena u svibnju i lipnju zbog

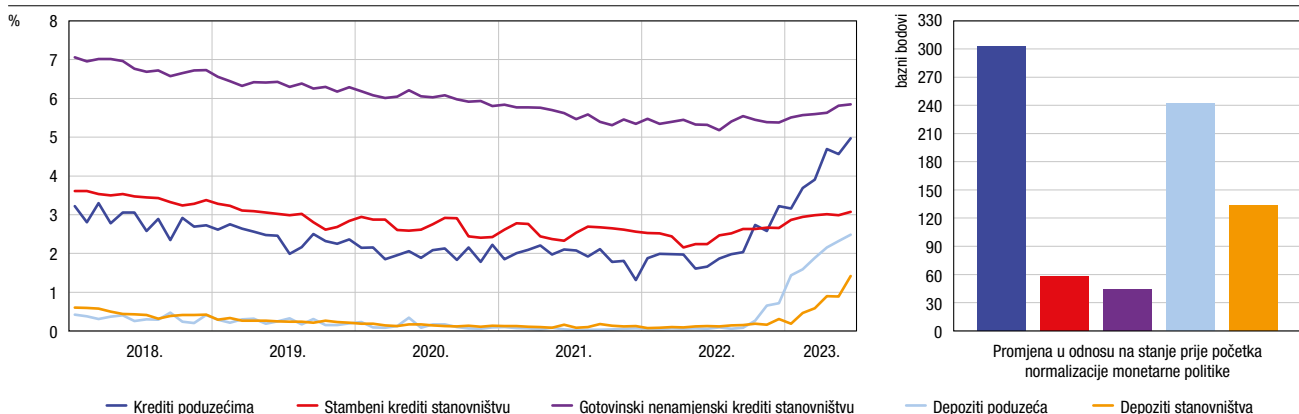
provedbe novoga kruga subvencioniranja stambenih kredita. Na godišnjoj razini rast se kredita stanovništva samo blago ubrzao (s 5,9% u prosincu na 6,6% u lipnju) odražavajući ubrzavanje rasta gotovinskih nenamjenskih kredita (s 3,5% na 6,3%), dok se rast stambenih kredita blago usporio (s 10,4% na 9,2%), što je vjerojatno povezano i s odgodom u obradi zahtjeva za subvencioniranje stambenih kredita ove godine zbog štrajka službenika u pravosuđu. Na i nadalje prilično snažno kreditiranje privatnog sektora jasno upućuje i pokazatelj kratkoročne dinamike kretanja kredita, koji je koristan rani pokazatelj promjene trendova (Slika 2.5.1).

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 u prvoj polovini 2023., iako se intenzitet pooštavanja osjetno usporio u drugom tromjesečju (Slika 2.5.3). Na pooštavanje standarda najviše je utjecala niža razina tolerancije rizika banaka kao i pogoršanje očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima kao i izgledima industrije ili pojedinog poduzeća. Prema rezultatima posljednje ankete iz trećeg tromjesečja ove godine banke očekuju sličan intenzitet pooštavanja standarda odobravanja kredita kao u drugom tromjesečju. Potražnja poduzeća za kreditima u drugom se tromjesečju neznatno povećala, nakon što se osjetno smanjila u prvom tromjesečju. Povećanje kamatnih stopa činitelj je koji je najviše djelovao u smjeru smanjenja potražnje poduzeća za kreditima, posebice u prvom tromjesečju, dok je veća potreba za financiranjem investicija kao i zaliha te obrtnoga kapitala u drugom tromjesečju djelovala na

Slika 2.5.1. Moment (zamah) kredita poduzećima i stanovništvu



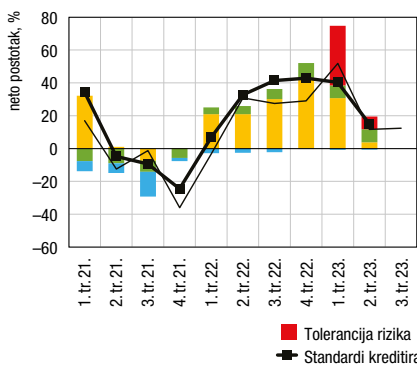
Slika 2.5.2. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite te oročene depozite poduzeća i stanovništva



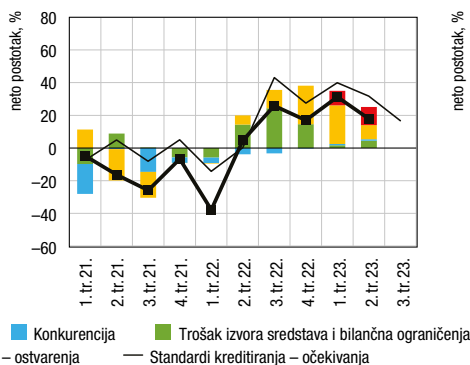
oporavak potražnje poduzeća za kreditima (Slika 2.5.4.). U trećem tromjesečju 2023. banke očekuju tek neznatno smanjenje potražnje poduzeća za kreditima. Nastavili su se pooštrevati i standardi odobravanja kredita stanovništvu, iako je za potrošačke i ostale kredite taj intenzitet bio slabiji nego u drugoj polovini prošle godine. Činitelji koji su utjecali na pooštrevanje 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 trećem tromjesečju 2023. banke očekuju nastavak pooštrevanja standarda odobravanja kredita stanovništvu, no slabijim intenzitetom

Slika 2.5.3. Anкета o kreditnoj aktivnosti banaka – BLS
standardi kreditiranja i doprinos činitelja

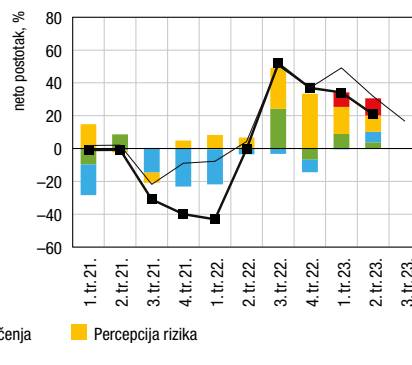
a) Krediti nefinancijskim poduzećima



b) Stambeni krediti



c) Potrošački krediti



Napomena: "Trošak izvora sredstava i bilančna ograničenja" jest nevagani prosjek "troškova vezanih uz kapitalnu poziciju banke", "mogućnosti financiranja na tržištu" i "likvidnosti banke". "Konkurencija" je nevagani prosjek "konkurencije drugih banaka", "konkurencije nebankarskog sektora" i "konkurencije na tržištu financiranja". "Percepcija rizika" jest nevagani prosjek "očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima", "izgleda pojedine industrije ili poduzeća" i "rizika kolaterala".

Izvor: HNB

Napomena: "Percepcija rizika" jest nevagani prosjek "očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima", "perspektive tržišta nekretnina" i "kreditne sposobnosti zajmoprimca". "Konkurencija" je nevagani prosjek "konkurencije drugih banaka" i "konkurencije nebankarskog sektora".

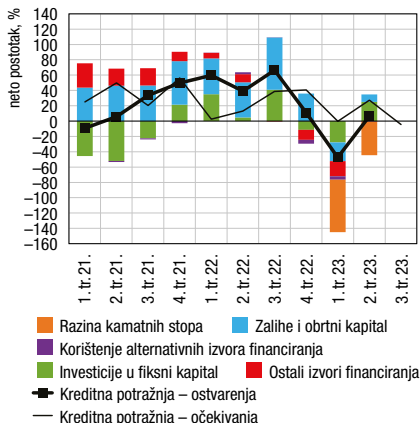
Izvor: HNB

Napomena: "Percepcija rizika" jest nevagani prosjek "očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima", "kreditne sposobnosti zajmoprimca" i "rizika kolaterala". "Konkurencija" je nevagani prosjek "konkurencije drugih banaka" i "konkurencije nebankarskog sektora".

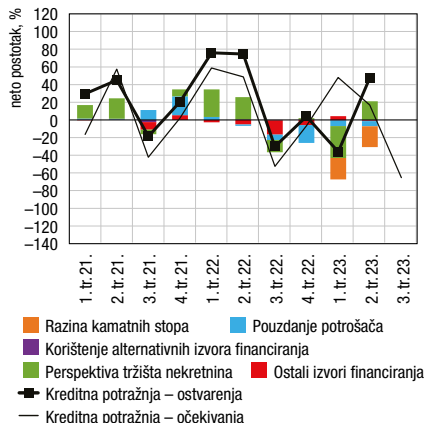
Izvor: HNB

Slika 2.5.4. Anкета o kreditnoj aktivnosti banaka – BLS
promjena potražnje i doprinos činitelja

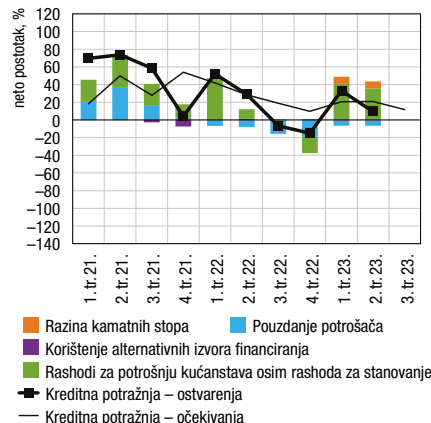
a) Krediti nefinancijskim poduzećima



b) Stambeni krediti



c) Potrošački krediti



Napomena: "Ostali izvori financiranja" jesu nevagani prosjek "restrukturiranja duga" i "spajanja, preuzimanja i korporativnog restrukturiranja". "Korištenje alternativnih izvora financiranja" jest nevagani prosjek "internog financiranja", "kredita drugih banaka", "kredita nebankarskog sektora", "izdavanja dužničkih vrijednosnih papira" i "izdavanja dionica".

Izvor: HNB

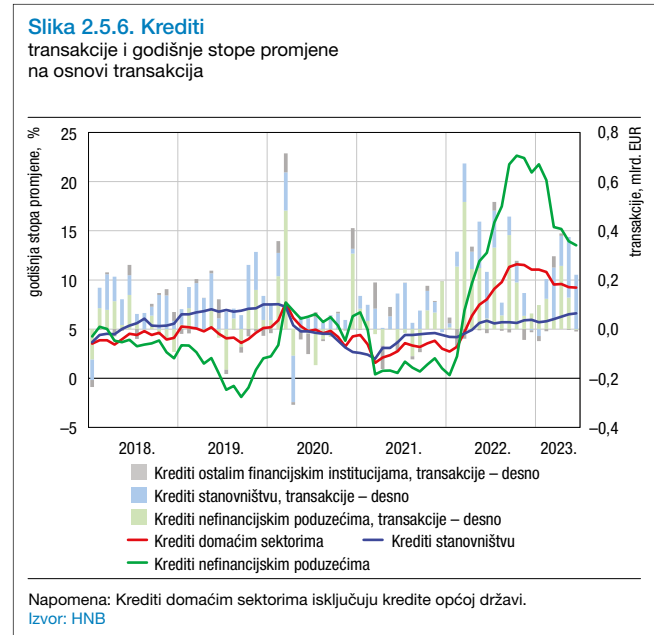
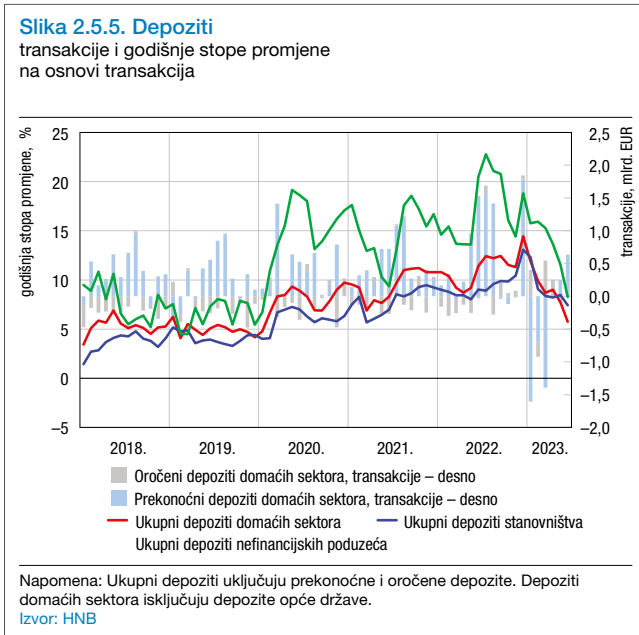
Napomena: "Ostali izvori financiranja" jednaki su "rashodima za potrošnju kućanstava osim rashoda za stanovanje". "Korištenje alternativnih izvora financiranja" nevagani je prosjek "štednje stanovništva", "kredita drugih banaka" i "ostalih izvora financiranja".

Izvor: HNB

Napomena: "Korištenje alternativnih izvora financiranja" jest nevagani prosjek "štednje stanovništva", "kredita drugih banaka" i "ostalih izvora financiranja".

Izvor: HNB

nego u prvoj polovini godine. Povećanje kamatnih stopa imalo je nepovoljan utjecaj i na potražnju stanovništva za stambenim kreditima, no nakon što se smanjila u prvom tromjesečju, potražnja kućanstava za tim kreditima u drugom je tromjesečju porasla pod utjecajem povoljne perspektive tržišta nekretnina i programa subvencioniranja. S druge strane, potražnja za potrošačkim kreditima porasla je kao odraz rastućih dohodaka i potrošačkog optimizma koji potiču nabavu trajnih potrošnih dobara. U trećem tromjesečju 2023. banke očekuju rast potražnje za potrošačkim kreditima i pad potražnje za stambenim kreditima.



Nakon što su snažno porasli uoči uvođenja eura, depoziti domaćih sektora⁶ kod banaka osjetno su se smanjili početkom 2023. godine, uvelike zbog refinanciranja inozemnih dospijeca javnog duga na domaćem tržištu, a vjerojatno i zbog obnove zaliha gotovine. Ukupni depoziti domaćih sektora smanjili su se tijekom prvih šest mjeseci 2023. za 1,9 mlrd. EUR (Slika 2.5.5.). U strukturi depozita, prekonoćni depoziti smanjili su se za 2,8 mlrd. EUR, a oročeni depoziti povećali su se za 0,8 mlrd. EUR. Preljevanje novčanih sredstava s prekonoćnih na oročene depozite zbog rasta kamatnih stopa na oročene depozite posebno je bilo izraženo za poduzeća, koja su smanjila prekonoćne depozite za 2,0 mlrd. EUR, a oročene depozite povećala za 1,5 mlrd. EUR. I ostale nebankovne financijske institucije smanjile su prekonoćne depozite, i to za 0,7 mlrd. EUR. Kod stanovništva je pad prekonoćnih depozita u prvom tromjesečju gotovo u cijelosti nadoknađen njihovim povećanjem u drugom tromjesečju, pa su se ukupno gledano prekonoćni depoziti stanovništva u prvoj polovini godine tek blago smanjili. Kod stanovništva istodobno su se smanjili oročeni depoziti, i to za 0,6 mlrd. EUR, dok su se kod ostalih nebankovnih financijskih institucija oročeni depoziti tek neznatno smanjili. Na smanjenje depozita uvelike je utjecalo izdavanje državne obveznice

6 Domaći sektori isključuju opću državu.

na domaćem tržištu kapitala, kojom je država prikupila sredstva za refinanciranje međunarodne obveznice s dospelom 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. Pritom je moguće da je na kretanje depozita utjecala i opskrba gotovinom u eurima.

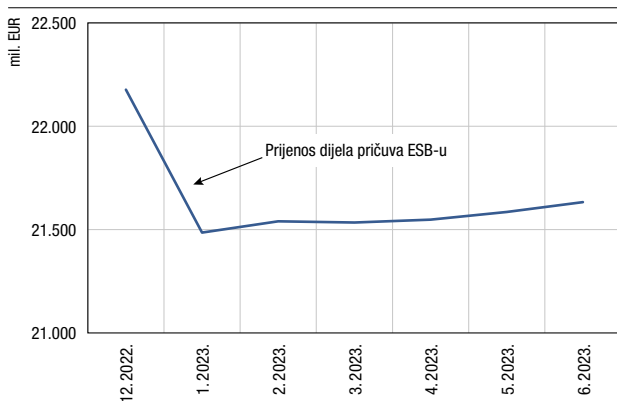
3. Upravljanje financijskom imovinom

Hrvatska narodna banka (HNB) na temelju Zakona o Hrvatskoj narodnoj banci (članak 100.) upravlja međunarodnim pričuvama Republike Hrvatske koje nisu prenesene ESB-u, kao i drugom financijskom imovinom zatečenom u bilanci HNB-a na dan uvođenja eura kao službene novčane jedinice RH. Financijskom imovinom HNB upravlja ne ometajući provođenje zajedničke monetarne politike Eurosustava te podržavajući financijsku stabilnost i povjerenje u financijski sustav, pri čemu se prije svega rukovodi načelima likvidnosti i sigurnosti ulaganja. Financijsku imovinu čine devizna imovina, koja nije prenesena Europskoj središnjoj banci u skladu s člankom 30.1. i člankom 48.1. Statuta Europskog sustava središnjih banaka (ESSB) i Europske središnje banke (ESB) i imovina u domaćoj valuti euru koja nije povezana s monetarnom politikom.

Financijska imovina na dan 30. lipnja 2023. iznosila je 21.632,7 mil. EUR, a obuhvatila je imovinu u eurima u iznosu od 19.372,0 mil. EUR (89,5%) i imovinu u američkim dolarima i ostalim valutama u iznosu od 2.260,7 mil. EUR (10,5%). Navedena financijska imovina korespondira neto pričuvama prije ulaska u europodručje, čija je razina na kraju 2022. iznosila 22.177,1 mil. EUR.

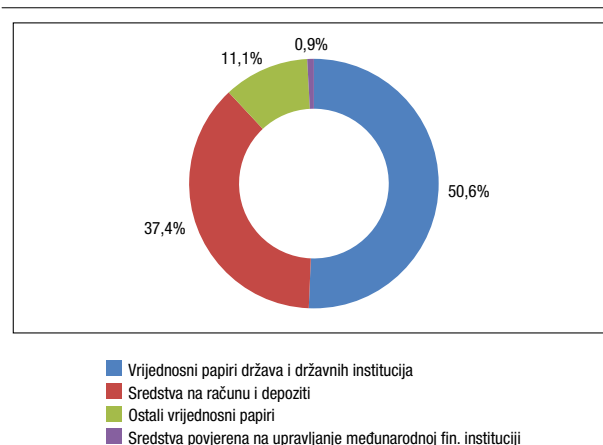
U prvom polugodištu 2023. financijska imovina smanjila se za 544,4 mil. EUR ili za 2,5%. Smanjenju financijske imovine najviše je pridonio prijenos dijela pričuva ESB-u u iznosu od 639,9 mil. EUR. Naime, pri pristupanju europodručju, a u skladu sa Statutom Europskog sustava središnjih banaka i ESB-a, nacionalne središnje banke dužne su ESB-u prenijeti dio svojih međunarodnih pričuva. ESB je dana 30. prosinca 2022. donio odluku prema kojoj je HNB po svojem kapitalnom ključu morao prenijeti ESB-u devizne pričuve u iznosu od 639,9 mil. EUR, i to 85% u američkom dolaru i 15% u zlatu. Uz navedeni prijenos manjeg dijela pričuva ESB-u, ulaskom u europodručje HNB je obvezan primjenjivati okvir upravljanja financijskom imovinom Eurosustava za preostalu financijsku imovinu HNB-a. U skladu s njime gornja granica

Slika 3.1. Mjesečno kretanje financijske imovine HNB-a na kraju razdoblja



Izvor: HNB

Slika 3.2. Struktura ulaganja financijske imovine na dan 30. lipnja 2023.



Izvor: HNB

veličine neto financijske imovine kojom središnja banka ima pravo upravljati, a da ono nije smetnja provođenju monetarne politike, definirana je Sporazumom o neto financijskoj imovini (engl. *Agreement on Net Financial Assets*; ANFA)⁷.

U strukturi ulaganja financijske imovine na kraju prvog polugodišta 2023. najveći udio činila su ulaganja u vrijednosne papire država i državnih institucija, a potom su slijedila ulaganja u sredstva na računu i depozite te ostale vrijednosne papire (međunarodnih financijskih institucija, razvojnih banaka saveznih zemalja i osiguranih obveznica). Dio financijske imovine uložen u ESG⁸ ulaganja povećao se do kraja lipnja 2023. na 7,5%, sa 7,3% koliko je iznosio krajem 2022.

HNB ulaže sredstva u instrumente investicijskoga kreditnog rejtinga, a ocjena kreditne sposobnosti temelji se na rejtinzima koje su objavile međunarodne agencije za procjenu rejtinga (Moody's, Standard & Poor's i Fitch Ratings) te na interno razvijenom modelu procjene kreditne sposobnosti.

Na kraju prvog polugodišta 2023. oko 73% financijske imovine bilo je uloženo u instrumente izdavatelja unutar dva najviša ranga kreditnog rejtinga, sredstva na računu ili instrumente BIS-a.

Ostvareni prihod od upravljanja financijskom imovinom u prvom polugodištu 2023. iznosio je 315 mil. EUR. Pritom je cjelokupnim eurskim portfeljem financijske imovine u prvom polugodištu 2023. ostvarena stopa povrata od 1,89% na godišnjoj razini, a dolarskim portfeljem 3,62% na godišnjoj razini.

7 Više o međunarodnim pričuvama Eurosustava i okviru za upravljanje financijskom imovinom HNB-a nakon uvođenja eura može se pronaći u HNBlogu "Što će biti s međunarodnim pričuvama kada uvedemo euro?", na poveznici: <https://www.hnb.hr/-/sto-ce-bit-s-medjunarodnim-pricuvama-kada-uedemo-euro->.

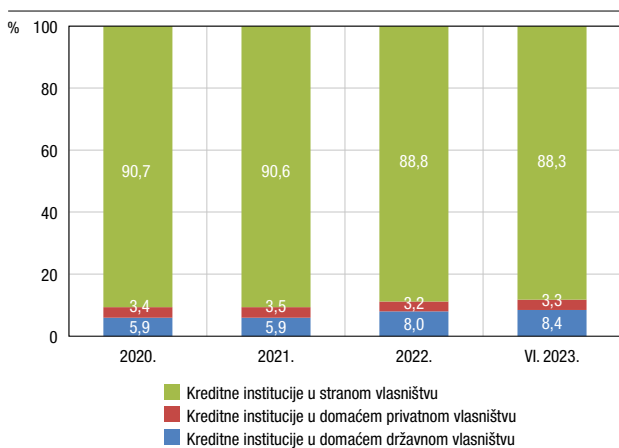
8 Engl. *environment, social, governance*. ESG ulaganja odnose se na zelene, socijalne i održive obveznice.

4. Poslovanje kreditnih institucija

Na kraju prvog polugodišta 2023. u RH poslovala je 21 kreditna institucija (20 banaka i jedna stambena štedionica) i jedna podružnica kreditne institucije iz EU-a. Povlastice jedinstvene putovnice iskoristilo je više od 240 institucija iz EU-a i Europskoga gospodarskog prostora, koje su HNB-u prijavile namjeru neposrednog pružanja uzajamno priznatih usluga.⁹

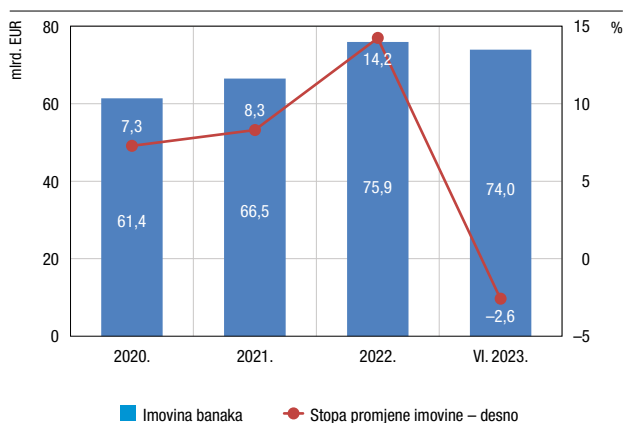
Ostala obilježja strukture bankovnog sustava također se nisu promijenila. U većinskom vlasništvu inozemnih dioničara i nadalje je bilo 11 kreditnih institucija, a udio njihove imovine u ukupnoj imovini bankovnog sustava iznosio je 88,3% ukupne imovine bankovnog sustava. Većinu kreditnih institucija koje su u većinskom stranom vlasništvu posjeduju dioničari s područja Europske unije.

Slika 4.1. Vlasnička struktura kreditnih institucija i udio njihove imovine u imovini svih kreditnih institucija



Izvor: HNB

Slika 4.2. Imovina kreditnih institucija



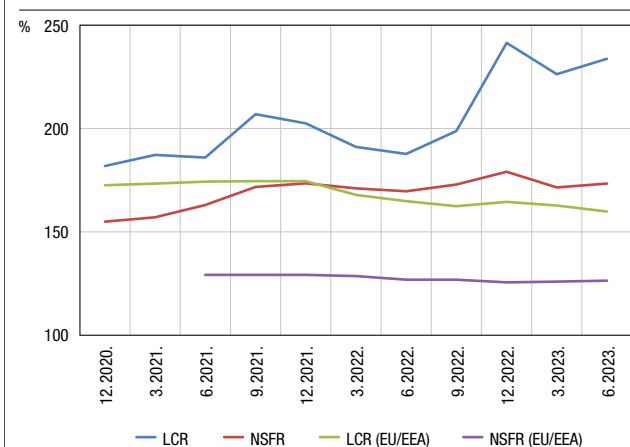
Izvor: HNB

Imovina kreditnih institucija smanjila se u prvom polugodištu 2023. za 2,0 mlrd. EUR (2,6%) i iznosila je 74,0 mlrd. EUR. Imovina se smanjila nakon šest uzastopnih godina rasta, pod utjecajem smanjenja primljenih depozita. Potrebno je uzeti u obzir da su primljeni depoziti ostvarili zamjetno povećanje u prošloj godini, pri čemu je dio njih bio položen u kreditne institucije ususret uvođenju eura, s ciljem olakšavanja konverzije valute. U prvom tromjesečju ove godine depoziti su se smanjili za 2,5 mlrd. EUR (3,9%), a dio tog iznosa iskoristili su građani za kupnju narodnih obveznica.

U imovini kreditnih institucija smanjila su se novčana sredstva (5,3 mlrd. EUR ili 24,2%), isključivo na računima za namiru kod HNB-a. Unatoč tome, za podmirenje kratkoročnih obveza kreditne institucije i nadalje su raspolagale iznosom visokolikvidne imovine koji je gotovo dva i pol puta veći od propisanog minimuma od

⁹ Ažurne informacije o kreditnim institucijama koje posluju na području Republike Hrvatske mogu se pronaći na ovoj [poveznici](#).

Slika 4.3. Pokazatelji likvidnosti kreditnih institucija



Izvor: HNB

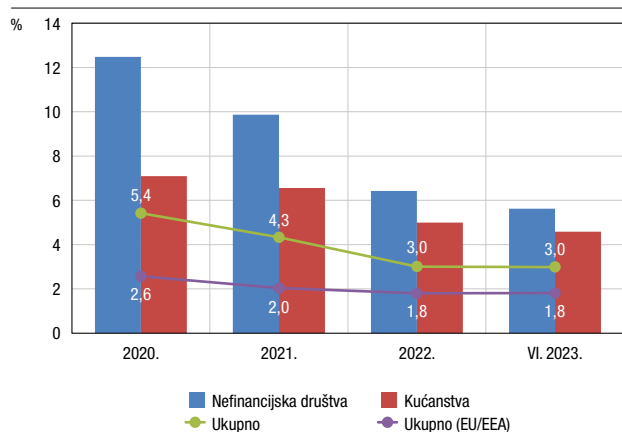
100%. Prosječna vrijednost pokazatelja kratkoročne likvidnosne pokrivenosti iznosila je 233,7% (engl. *Liquidity Coverage Ratio*, LCR), pri čemu su sve kreditne institucije zadovoljavale propisane minimalne likvidnosne zahtjeve. Dugoročnu likvidnost i zahtjeve za stabilnim financiranjem i nadalje su osiguravali dostupni izvori financiranja, a u njihovu sastavu ponajviše depoziti kućanstava. Vrijednost omjera neto stabilnih izvora financiranja (engl. *Net Stable Funding Ratio*, NSFR) iznosila je 173,3%, također znatno više od propisanog minimuma od 100%.

Smanjenjem novčanih sredstava došlo je do kontrakcije i blagog restrukturiranja imovine jer dio je tih sredstava usmjeren u povećanje kredita i predujmova (2,3 mlrd. EUR ili 5,4%). Pritom su najviše porasli dani depoziti i krediti drugim kreditnim institucijama. Nastavio se rast kredita kućanstvima (0,9 mlrd. EUR ili 4,6%), pod utjecajem daljnjeg povećanja stambenih kredita potpomognutog sudjelovanjem kreditnih institucija u državnom programu subvencioniranja tih kredita, ali i blagog rasta gotovinskih nenamjenskih kredita. Porasli su i krediti nefinancijskim društvima (0,7 mlrd. EUR ili 5,5%), najviše dužnicima iz djelatnosti opskrbe energijom.

Kreditne institucije povećale su i ulaganja u dužničke vrijednosne papire (1,0 mlrd. EUR ili 10,9%), uz znatne promjene u njihovoj strukturi. Naime, nova ulaganja kreditne institucije nastavile su raspoređivati pretežito u portfelj dužničkih vrijednosnih papira koji se vrednuje po amortiziranom trošku, te je upravo taj portfelj postao dominantan u ukupnim dužničkim vrijednosnim papirima (s udjelom od 56,6%). Udio portfelja vrijednosnih papira koji se vrednuje po fer vrijednosti kroz ostalu sveobuhvatnu dobit smanjio se na 41,9%, na što je ključno utjecao nerealizirani gubitak (s osnove nepovoljne promjene tržišne vrijednosti dužničkih vrijednosnih papira u tom portfelju), koji umanjuje regulatorni kapital kreditnih institucija. Taj gubitak do izražaja je došao u 2022., zbog rasta kamatnih stopa i pada tržišnih cijena vrijednosnih papira. Premda se u prvom polugodištu 2023. gubitak s te osnove smanjio, to i dalje potiče kreditne institucije da nove investicije u dužničke vrijednosne papire vrednuju po amortiziranom trošku.

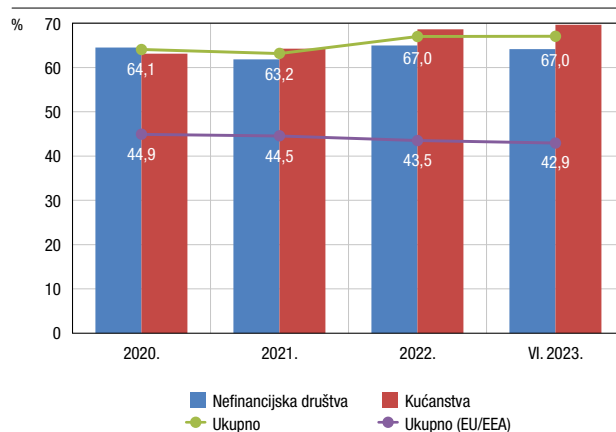
Višegodišnji trend poboljšavanja kvalitete imovine zaustavio se, unatoč daljnjem smanjenju iznosa neprihodujućih kredita (6,1%). To je posljedica spomenutog smanjenja novčanih sredstava, a pod tim utjecajem smanjila se ukupna kreditna izloženost. U tim uvjetima udio neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima (engl. *Non-performing loans ratio*; udio NPL-ova) zadržao se na prošlogodišnjoj razini od 3,0%. Kvaliteta kredita u bankovnom sustavu RH i dalje je lošija od prosjeka EU-a (1,8%), a pojedine kreditne institucije još uvijek se suočavaju s visokim udjelima NPL-ova.¹⁰

Slika 4.4. Udio neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima kreditnih institucija



Izvor: HNB

Slika 4.5. Pokrivenost neprihodujućih kredita umanjenjima vrijednosti



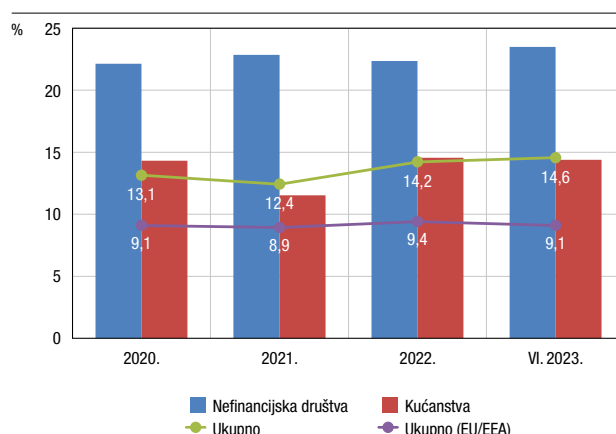
Izvor: HNB

Na smanjenje ukupnog iznosa NPL-ova u prvom polugodištu 2023. utjecale su ponajviše otplate neprihodujućih kredita podjednako kod nefinancijskih društava i kućanstava. Kod kredita nefinancijskim društvima udio NPL-ova time se smanjio sa 6,4% na 5,6%, a povećanje kvalitete zamjetno je kod kredita gotovo svim važnijim djelatnostima iz tog sektora. Udio NPL-ova kod sektora kućanstava smanjio se s 5,0% na 4,6%, pri čemu na vrijednost tog udjela najviše utječe daljnje povećavanje kvalitete stambenih kredita, kod kojih je udio NPL-ova iznosio 1,9%. Smanjenju udjela NPL-ova kod oba navedena sektora pridonijela je i nova kreditna aktivnost.

Pokrivenost NPL-ova umanjenjima vrijednosti i nadalje je vrlo visoka (67,0%) te znatno veća od prosječne pokrivenosti NPL-ova na razini bankovnog sustava EU-a (42,9%).

Povećana razina kreditnog rizika i nadalje je vidljiva kod prihodujućih kredita i još ne pokazuje naznake smanjenja. Na kraju prvog polugodišta 2023. ona se ogledala u povišenom udjelu kredita klasificiranih u fazu umanjenja vrijednosti 2, od 14,6% ukupnih kredita.¹¹ Povećavanje tog udjela započelo je pod utjecajem pandemije i geopolitičkih

Slika 4.6. Udio kredita u fazi umanjenja vrijednosti 2 u ukupnim kreditima kreditnih institucija



Izvor: HNB

¹⁰ Podaci o vrijednostima ključnih pokazatelja poslovanja bankovnog sustava EU-a mogu se pronaći na ovoj [poveznici](#).

¹¹ Svaki instrument koji podliježe izračunu očekivanih kreditnih gubitaka, a to su svi dužnički instrumenti koji se mjere po amortiziranom trošku i po fer vrijednosti kroz ostalu sveobuhvatnu dobit, svrstava se u neku od triju faza umanjenja vrijednosti. Instrument se svrstava u fazu 2 ako dođe do znatnog povećanja kreditnog rizika, pri čemu još nije u statusu neispunjenja obveza, a očekivani gubitak izračunava se za cijelo razdoblje trajanja instrumenta.

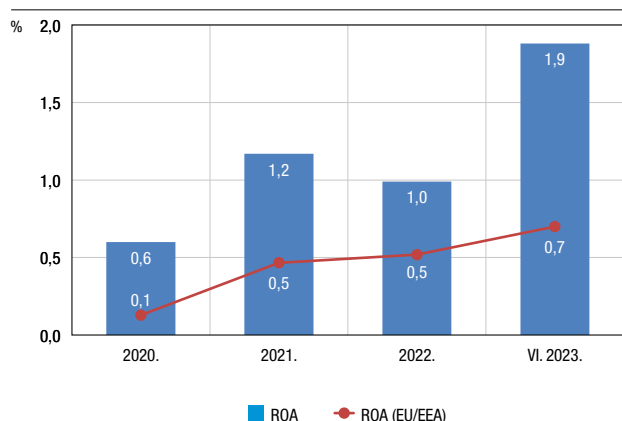
neizvjesnosti, a nastavilo se s utjecajem promjena ekonomskih činitelja na sposobnost izvršavanja obveza dužnika.

Na kraju prvog polugodišta 2023. kreditne institucije ostvarile su dobit u ukupnom iznosu od 703,8 mil. EUR. U odnosu na usporedivo razdoblje prošle godine dobit se povećala za 297,4 mil. EUR (73,2%), ponajviše zahvaljujući rastu kamatnih prihoda. Pokazatelji profitabilnosti dosegli su rekordne vrijednosti – prinos na imovinu (engl. *Return on assets*; ROA) povećao se na 1,9%, a prinos na kapital (engl. *Return on equity*; ROE) povećao se na 16,8%.

Desetljetno razdoblje gotovo kontinuiranog smanjivanja kamatnih prihoda prekinulo se u prošloj godini, a u prvom polugodištu 2023. nastavio se njihov snažan rast. Rezultat toga jest povećanje kamatnih prihoda za 511,9 mil. EUR (74,2%), pri čemu su najveći izvor rasta bili kamatni prihodi na prekončne depozite kod HNB-a. Naime, od početka 2023., odnosno od uvođenja eura i pristupanja Eurosustavu, kreditne institucije mogu iskoristiti stalno raspoloživu mogućnost polaganja sredstava na prekončni depozit kod HNB-a, na koji ostvaruju kamatne prihode.¹² Iako su porasli kamatni prihodi i od svih ostalih sektora, zamjetno se smanjio vodeći udio sektora kućanstava u ukupnim kamatnim prihodima, sa 60% na kraju istog razdoblja prošle godine na 34% na kraju prvog polugodišta 2023.

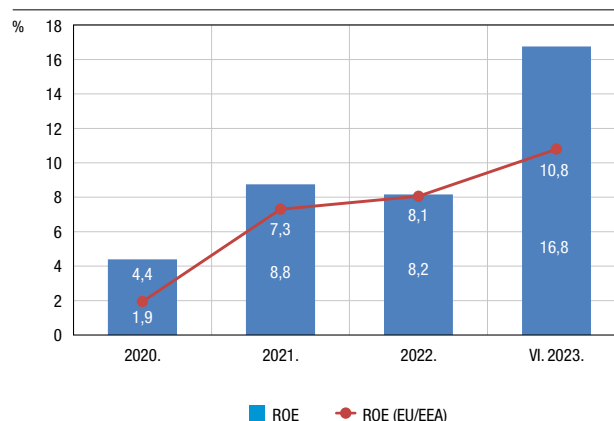
Kamatni troškovi porasli su (142,0 mil. EUR ili 223,6%), pri čemu se gotovo polovina tog povećanja odnosi na izvedenice, kojima se kreditne institucije koriste za upravljanje rizicima. Ipak, povećana razina kamatnih troškova nije pratila rast kamatnih prihoda pa se vrijednost neto kamatne marže povećala i iznosila je 2,7%. Pozitivno su na dobit utjecali i prihodi ostvareni ukidanjem troškova umanjenja vrijednosti za kreditne gubitke.

Slika 4.7. Profitabilnost imovine (ROA) kreditnih institucija



Izvor: HNB

Slika 4.8. Profitabilnost kapitala (ROE) kreditnih institucija



Izvor: HNB

¹² Prekončni depozit kategorija je operacija stalno raspoloživih mogućnosti monetarne politike Eurosustava, kojima pristup omogućuje HNB u skladu s ciljevima i općim stajalištima monetarne politike ESB-a. Na prekončni depozit primjenjuje se prethodno utvrđena kamatna stopa o kojoj redovno odlučuje Upravno vijeće ESB-a. Na kraju prvog polugodišta 2023. primjenjivala se stopa u visini od 3,50% (izvor: ESB).

U usporedbi s povećanjem ukupnoga neto prihoda iz poslovanja (32,4%), povećanje općih troškova bilo je blago (4,1%). U tim okolnostima znatno se poboljšala troškovna efikasnost poslovanja, osobito pod utjecajem rezultata poslovanja kod najvećih banaka. Pokazatelj troškovne efikasnosti poslovanja kreditnih institucija (engl. *Cost-to-income ratio*, CIR) iznosio je 41,9%.

Vrijednosti ključnih pokazatelja kapitaliziranosti bankovnog sustava na kraju prvog polugodišta 2023.

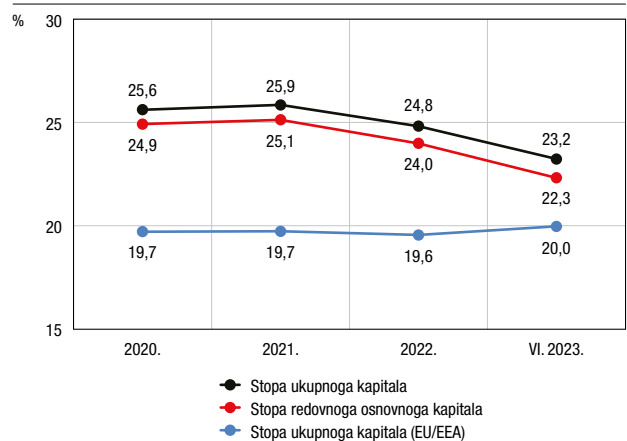
blago su se smanjile, no i nadalje su na

vrlo visokim razinama. Stopa ukupnoga kapitala smanjila se s 24,8% na kraju 2022. na 23,2% na kraju promatranog razdoblja. To je u najvećem dijelu ostvareno zbog smanjenja regulatornoga kapitala (5,1%), ponajviše pod utjecajem skorašnjih isplata dividenda iz zadržane dobiti. Smanjenju stope kapitala pridonijelo je i blago povećanje ukupne izloženosti rizicima (1,4%), pretežito izloženosti kreditnom riziku, povezane s nastavkom kreditiranja svih sektora. U strukturi izloženosti kreditnom riziku vodeći udio i nadalje zauzimaju stavke koje se ponderiraju ponderom rizika od 0%. Povoljan učinak na razinu ukupne izloženosti rizicima imali su učinci uvođenja eura, vidljivi u svođenju valutnog rizika na zanemarivu razinu. Ionako dominantan udio kreditnog rizika u strukturi ukupne izloženosti rizicima time se dodatno povećao i iznosio je 89,6%.

Sve kreditne institucije imale su stopu ukupnoga kapitala veću od propisanog minimuma od 8%, a njih devet, na koje se odnosilo tri četvrtine ukupne imovine sustava, imalo je stopu ukupnoga kapitala veću od 20%. Prosječna stopa ukupnoga kapitala bankovnog sustava RH među najvišima je u usporedbi s ostalim državama članicama EU-a i znatno veća od prosjeka EU-a (20,0%).

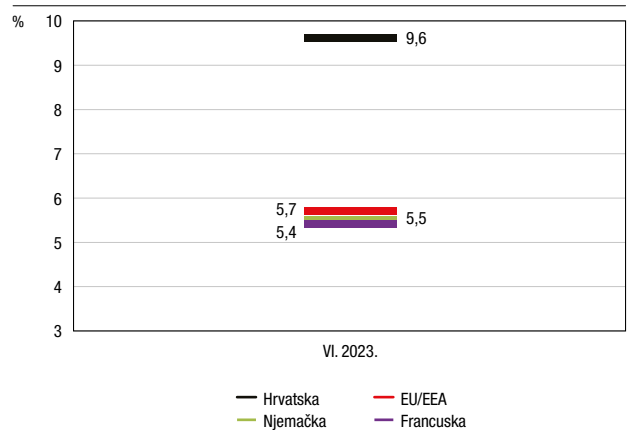
Visoka kapitaliziranost hrvatskoga bankovnog sustava očituje se i u visini omjera financijske poluge. Taj je omjer na kraju prvog polugodišta 2023. bio na razini od 9,6%, što je gotovo dvostruko više od prosjeka EU-a i više nego trostruko više od regulativnog minimuma (3%). To upućuje na zaključak da banke imaju dovoljno kapitala za pokriće neočekivanih gubitaka.

Slika 4.9. Stope kapitala kreditnih institucija



Izvor: HNB

Slika 4.10. Omjer financijske poluge kreditnih institucija



Izvor: HNB

Kratice i znakovi

Kratice

ANFA	– Sporazum o neto financijskoj imovini (engl. <i>Agreement on Net Financial Assets</i>)
APP	– program kupnje vrijednosnih papira (engl. <i>Asset Purchase Programme</i>)
BDP	– bruto domaći proizvod
BDV	– bruto dodana vrijednost
BLS	– Anketa o kreditnoj aktivnosti banaka (engl. <i>Bank lending survey</i>)
CHF	– švicarski franak
CIR	– pokazatelj troškovne efikasnosti (engl. <i>Cost-to-income ratio</i>)
CNY	– juan renminbi
DFR	– kamatna stopa na novčani depozit kod središnje banke (engl. <i>deposit facility rate</i>)
DZS	– Državni zavod za statistiku
EBA	– Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo (engl. <i>European Banking Authority</i>)
EEA	– europsko gospodarsko područje (engl. <i>European Economic Area</i>)
ERM	– europski tečajni mehanizam (engl. <i>European exchange rate mechanism, ERM</i>)
ESB	– Europska središnja banka
ESG	– zelena, socijalna i održiva ulaganja (engl. <i>environment, social, governance</i>)
ESM	– europski mehanizam za stabilnost (engl. <i>European Stability Mechanism</i>)
EU	– Europska unija
EUR	– euro
Fed	– američka središnja banka (engl. <i>Federal Reserve System</i>)
fik.	– fiksni
HAC	– Hrvatske autoceste
Hanfa	– Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
HBOR	– Hrvatska banka za obnovu i razvitak
HIPC	– harmonizirani indeks potrošačkih cijena
HNB	– Hrvatska narodna banka
HZMO	– Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje
HZZ	– Hrvatski zavod za zapošljavanje
Ina	– Industrija nafte d.d.
INET	– indeks nominalnoga efektivnog tečaja
IPC	– indeks potrošačkih cijena
JPY	– jen
LCR	– kratkoročna likvidnosna pokrivenost (engl. <i>Liquidity Coverage Ratio</i>)
MF	– Ministarstvo financija
mil.	– milijun
MLF	– mogućnost posudbe na kraju dana (engl. <i>marginal lending facility</i>)
mlrd.	– milijarda

MRO	– glavne operacije financiranja (engl. <i>main refinancing operations</i>)
NKD	– Nacionalna klasifikacija djelatnosti
NPL	– neprihodujuće izloženosti (engl. <i>Non performing loans</i>)
NSFR	– omjer neto stabilnih izvora financiranja (engl. <i>Net Stable Funding Ratio</i>)
OMT	– izravne monetarne transakcije (engl. <i>Outright Monetary Transactions</i>)
PEPP	– hitni program kupnje zbog pandemije (engl. <i>pandemic emergency purchase programme</i>)
RH	– Republika Hrvatska
ROAA	– profitabilnost prosječne imovine (engl. <i>Return on Average Assets</i>)
ROAE	– profitabilnost prosječnoga kapitala (engl. <i>Return on Average Equity</i>)
SAD	– Sjedinjene Američke Države
SDR	– posebna prava vučenja (engl. <i>Special Drawing Rights</i>)
SMTK	– Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija
T-HT	– Hrvatske telekomunikacije d.d.
tis.	– tisuća
TLTRO	– ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja (engl. <i>targeted longer-term refinancing operations</i>)
TPI	– instrument zaštite transmisije (engl. <i>Transmission Protection Instrument</i>)
UFPIM	– usluge financijskog posredovanja indirektno mjerene
USD	– američki dolar

Znakovi

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





HNB

EUROSUSTAV

ISSN 1848-7505