



HNB

EUROSUSTAV

Makroekonomska kretanja i prognoze

godina VIII · broj 15 · prosinac 2023.





IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka
Trg hrvatskih velikana 3
10000 Zagreb

www.hnb.hr

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

ISSN 2459-8089 (online)

Sadržaj

Sažetak	5
1. Svjetsko gospodarstvo	8
2. Europodručje	11
2.1. Realna kretanja	11
2.2. Cjenovna kretanja	12
2.3. Monetarna politika	14
2.4. Financijska tržišta i bankovni sustav	16
3. Hrvatsko gospodarstvo	20
3.1. Realna kretanja	20
Okvir 1. Učinak prijenosa na prosječnu godišnju stopu rasta realnog BDP-a	23
3.2. Tržište rada	26
Okvir 2. Učinak korekcije obuhvata stranih radnika na procjenu potencijalnog BDP-a Hrvatske	29
3.3. Cjenovna kretanja	33
Okvir 3. Profiti, marže i inflacija u Hrvatskoj	37
3.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom	42
Okvir 4. Relativni položaj i konkurentnost hrvatskoga robnog izvoza na tržištu europodručja nakon pandemije	44
3.5. Bankovni sustav	49
4. Projekcije za Hrvatsku	55
4.1. Temeljne pretpostavke	55
4.2. Projekcije makroekonomskih varijabli	57
Kratice i znakovi	62
Kratice	62
Troslovne oznake za valute	63
Dvoslovne oznake za zemlje	64
Znakovi	64



Sažetak

Globalna se gospodarska aktivnost u proteklom dijelu 2023. godine pokazala otpornijom nego što se prije očekivalo, no znakovi postupnog usporavanja postaju sve vidljiviji. Snažniju gospodarsku aktivnost od očekivane u trećem tromjesečju zabilježila je većina velikih gospodarstava. Tako je kinesko gospodarstvo, unatoč problemima u nekretninskom sektoru i slaboj investicijskoj aktivnosti, poraslo u trećem tromjesečju 2023. za 1,3% u odnosu na prethodna tri mjeseca, a zahvaljujući ubrzanju rasta potrošnje stanovništva i snažnom tržištu rada podjednak rast zabilježilo je i američko gospodarstvo. Ipak, na početku četvrtog tromjesečja primjetni su znakovi slabljenja globalne gospodarske aktivnosti. Istodobno globalni cjenovni pritisci popuštaju brže od očekivanja, ali i dalje ostaju izraženi, uz neizvjesnost povezanu s recentnim rastom cijena nafte i rastućim pritiscima s tržišta rada, posebno u razvijenim zemljama.

Od početka 2023. godine realna gospodarska aktivnost u europodručju uglavnom stagnira. Tako je nakon skromnih ostvarenja u prvoj polovini godine tijekom ljetnih mjeseci zabilježena blaga kontrakcija gospodarske aktivnosti, a većina trenutačnih projekcija za posljednje tromjesečje ove godine upućuje na nastavak trenda stagnacije ili mogući blagi pad. Takvi rezultati gospodarstva europodručja uglavnom su posljedica pogoršanih kretanja u industriji i građevinskom sektoru. No, to se još uvijek nije zamjetnije odrazilo na tržište rada, koje je i dalje vrlo snažno sa široko rasprostranjenim manjkom radne snage i izraženim rastom nominalnih plaća. Inflacija potrošačkih cijena u europodručju usporila se s 5,5% u lipnju na 2,4% u studenome. Pritom se u uvjetima smanjenih troškovnih pritisaka, slabljenja potražnje i povoljnih učinaka baznog razdoblja usporila inflacija cijena svih glavnih komponenata ukupne inflacije. Prosječna godišnja stopa inflacije u europodručju mogla bi se u cijeloj 2023. usporediti na 5,4%, uz nastavak trenda usporavanja u ostatku projekcijskoga horizonta.

Upravno vijeće ESB-a odlučilo je na sastancima održanima krajem listopada i sredinom prosinca da će tri ključne kamatne stope ostati nepromijenjene, pa je kamatna stopa €STR do sredine prosinca ostala nepromijenjena. Prinosi na državne obveznice počeli su se smanjivati početkom studenoga, te su se krajem istog mjeseca vratili na razinu zabilježenu potkraj kolovoza. Nakon deset uzastopnih povećanja ključnih kamatnih stopa koja su započela u srpnju 2022., sastanak u listopadu bio je prvi tijekom tekućeg ciklusa pooštavanja monetarne politike na kojem je izostala odluka o povećanju ključnih kamatnih stopa, a kamatne stope nisu se mijenjale ni na sastanku sredinom prosinca. U skladu s time stopa €STR nije se bitno mijenjala sve do sredine prosinca. Na obvezničkom tržištu, nakon što su od početka godine bili razmjerno stabilni, u razdoblju od kolovoza do studenoga prinosi na dugoročne obveznice najprije su osjetno porasli, a zatim su se vratili na prijašnju razinu. Toj korekciji pridonijeli su povoljniji podaci o inflaciji u europodručju i SAD-u te porast očekivanja da je Fed blizu kraja ciklusa

podizanja ključnih kamatnih stopa, a što je utjecalo na pad prinosa na državne obveznice u SAD-u.

Tijekom druge polovine 2023. učinci pooštavanja monetarne politike ESB-a nastavili su se prelijevati na uvjete financiranja poduzeća i stanovništva u domaćim bankama, a rast je zabilježen i za kamatne stope na depozite. Porasle su kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima i stanovništvu, no ipak nešto slabijim intenzitetom u odnosu na povećanje ostvareno tijekom prvih nekoliko mjeseci ove godine. Na pooštavanje uvjeta financiranja upućuju i rezultati Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka, prema kojima banke kao najznačajnije činitelje pooštavanja standarda odobravanja kredita ističu očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima i nižu razinu tolerancije rizika. Usto je viša razina kamatnih stopa jedan od osnovnih činitelja smanjenja potražnje poduzeća i stanovništva za kreditima. Nepovoljniji uvjeti financiranja i smanjenje potražnje rezultirali su prigušenim kreditiranjem poduzeća, dok je rast kredita stanovništvu i dalje relativno snažan, a to vrijedi za stambene kredite zbog kredita odobrenih u sklopu državnog programa subvencioniranja i osobito za gotovinske nenamjenske kredite. Kada je riječ o depozitima, tijekom druge polovine godine porasli su prekonoćni i oročeni depoziti poduzeća i stanovništva. Pritom su kamatne stope na oročene depozite nastavile rasti, što je najprije zaustavilo višegodišnji pad udjela oročenih depozita u ukupnim depozitima, a onda ga i preokrenulo.

Hrvatsko se gospodarstvo dosad pokazalo razmjerno otpornim na inozemne šokove i pooštrene uvjete financiranja, a nastavak gospodarske ekspanzije očekuje se i u srednjem roku. Realna bi stopa rasta BDP-a Hrvatske u 2023. mogla iznositi 2,6%, što je znatno iznad očekivanog rasta prosjeka EU-a i europodručja. Takva kretanja odraz su više činitelja, uključujući snažnu potražnju za turističkim uslugama, na koje se Hrvatska uvelike oslanja, intenziviranje korištenja fondova EU-a te podršku fiskalne politike. Navedeno se odrazilo na nastavak povoljnih kretanja na tržištu rada i rast realnih raspoloživih dohodaka, koji su podržali snažan rast osobne potrošnje. Intenzivirao se i godišnji rast investicija, a nastavio se također rast izvoza usluga, nakon čega one vidljivo premašuju pretpandemijske razine. S druge strane, slabljenje vanjskotrgovinske potražnje imalo je nepovoljne učinke na kretanje robnog izvoza. U idućoj bi godini gospodarski rast mogao ojačati na 3,0%, zbog očekivanog jačanja vanjske potražnje i robnoga izvoz te i nadalje povoljnih kretanja na tržištu rada, koji će uz razmjerno ekspanzivnu fiskalnu politiku nastaviti podupirati osobnu potrošnju. Rast investicija, s druge strane, mogao bi se usporiti, poglavito odražavajući očekivano slabljenje javnih investicija nakon njihova iznimno snažnog rasta u 2023., a usporavanje ekspanzije očekuje se i kod izvoza usluga s obzirom na to da su razine dolazaka i noćenja stranih turista već visoke. U srednjem roku očekuje se blago usporavanje rasta hrvatskoga gospodarstva prema prosječnoj stopi od 2,6%.

Inflacija se u Hrvatskoj tijekom 2023. primjetno usporila te bi prosječna godišnja stopa inflacije (mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena) mogla iznositi 8,4%, uz daljnje usporavanje u ostatku projekcijskoga horizonta. Ukupna

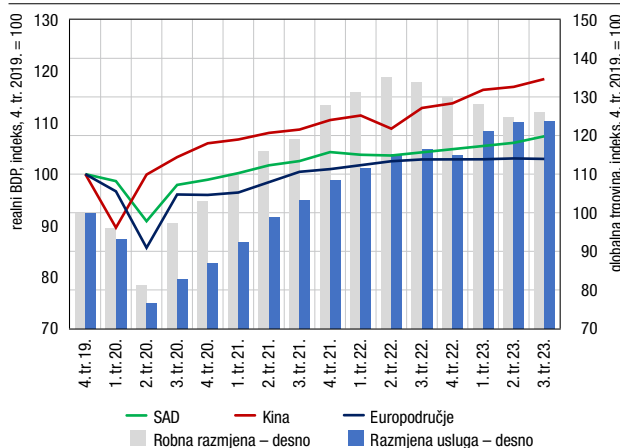
inflacija smanjila se s 8,3% u lipnju na 5,5% u studenome 2023., čemu je najviše pridonijelo usporavanje rasta cijena hrane zahvaljujući, među ostalim, prelijevanju nižih cijena energenata, gnojiva i prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu na uvozne i domaće proizvođačke cijene hrane, kao i povoljnim učincima baznog razdoblja zbog snažnog porasta cijena hrane tijekom 2022. Iako u manjoj mjeri, usporavanju ukupne inflacije pridonijele su i cijene industrijskih proizvoda i usluga, ali temeljna je inflacija i nadalje povišena, što uglavnom odražava domaće inflacijske pritiske koji proizlaze iz rasta plaća i robusne domaće potražnje. Ipak, pokazatelji tekućih kretanja ukupne i temeljne inflacije u posljednja su se tri mjeseca vidljivo usporili. Popuštanje inflacijskih pritisaka očituje se i u smanjenju rasprostranjenosti inflacije. Najnovije projekcije upućuju na to da bi prosječna inflacija u cijeloj 2023. mogla iznositi 8,4%, nakon 10,7% u 2022. godini. Nastavak usporavanja očekuje se i u 2024., kada bi se inflacija mogla smanjiti na 4%, uz daljnje usporavanje u ostatku projekcijskoga horizonta, pri čemu se u 2026. očekuje prosječna inflacija od 2,0%.

1. Svjetsko gospodarstvo

Globalna se gospodarska aktivnost u proteklom dijelu 2023. godine pokazala otpornijom nego što se prije očekivalo, no znakovi postupnog usporavanja postaju sve vidljiviji. Zahvaljujući snažnom tržištu rada i otpornoj potrošnji stanovništva, posebice u segmentu usluga, gospodarska je aktivnost tijekom tekuće godine ostala razmjerno snažna u većini velikih gospodarstava. Tako je kinesko gospodarstvo, unatoč problemima u nekretninskom sektoru i slaboj investicijskoj aktivnosti, u trećem tromjesečju 2023. ostvarilo rast od 1,3% u odnosu na prosjek prethodnih triju mjeseci (Slika 1.1.1), a relativno snažna aktivnost nastavila se i na početku četvrtog tromjesečja. U istom je razdoblju za američko gospodarstvo, unatoč pooštrenim uvjetima financiranja, također zabilježen vrlo intenzivan rast (1,2% u trećem tromjesečju 2023.), zahvaljujući snažnoj investicijskoj aktivnosti i potrošačkom optimizmu koji odražava još uvijek vrlo snažno tržište rada. Ipak, na početku četvrtog tromjesečja primjetljivi su znakovi slabljenja na tržištu rada koji su se počeli odražavati na potrošački optimizam i ukupnu gospodarsku aktivnost.

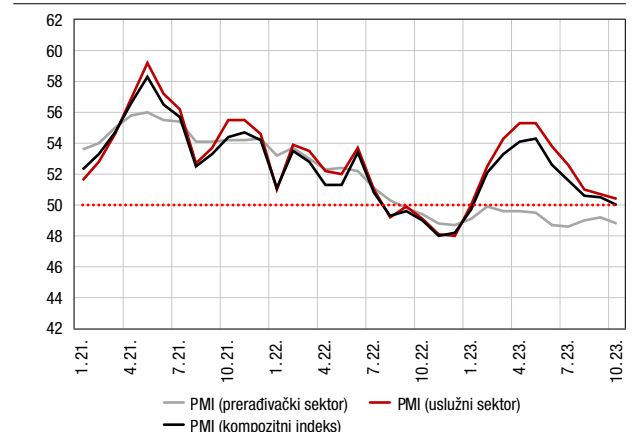
Globalni kompozitni indeks menadžera nabave dodatno se pogoršao na početku četvrtog tromjesečja i signalizira slabljenje globalne gospodarske aktivnosti krajem godine. Pogoršanju ukupnog indeksa uglavnom pridonosi slabljenje uslužnog sektora, koji je u prvoj polovini godine bio glavni generator rasta, tako da je gotovo nestao jaz između aktivnosti uslužnog i prerađivačkog sektora (Slika 1.1.2). Naime, dok se prerađivački sektor od kraja prošle godine kontinuirano nalazi u blago negativnom području, pritisnut visokim troškovima proizvodnje i pogoršanim uvjetima financiranja, pokazatelj potražnje za uslugama znatno je oslabio i dosegno granicu između kontrakcije i ekspanzije, što je ujedno najniža razina od početka godine. Pritom postupno iščezava učinak preusmjeravanja potražnje prema uslugama, a istodobno pooštavanje monetarne politike

Slika 1.1.1. Gospodarska aktivnost na najvećim tržištima i globalna trgovina



Napomena: Podatak o globalnoj trgovini za 3. tr. 2023. ocjena je UNCTAD-a.
Izvori: Eurostat; BEA; NBS; UNCTAD

Slika 1.1.2. Pokazatelji pouzdanja za globalno gospodarstvo



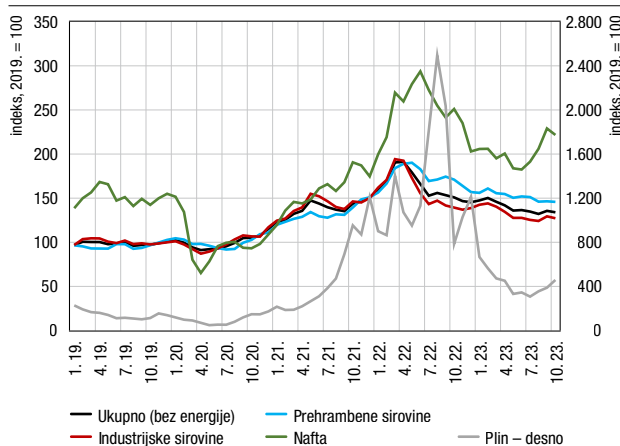
Napomena: Vrijednost indeksa PMI iznad 50 označava ekspanziju, a vrijednost ispod 50 označava kontrakciju gospodarske aktivnosti.
Izvor: S&P Global

u borbi protiv inflacije te povlačenje fiskalnih potpora počinju sve vidljivije prigušivati osobnu potrošnju i investicijsku aktivnost.

Rast svjetske trgovine znatno se usporio tijekom 2023. u usporedbi s prijašnjim trendovima, no posljednjih mjeseci polako iščekavaju negativni učinci strukturnih promjena u globalnoj potražnji koji su je potiskivali. Usporavanje globalne trgovine u proteklom dijelu 2023. ponajviše odražava slabljenje globalne potražnje, ali i promjene u njezinoj strukturi odnosno preusmjeravanje potražnje prema segmentu usluga kojima se manje trguje na međunarodnoj razini. Dodatni negativan utjecaj na globalnu trgovinu imala je i aprecijacija američkog dolara, u kojem je fakturiran znatan dio globalne trgovine, kao i rastuće trgovinske barijere i fragmentacija tržišta.

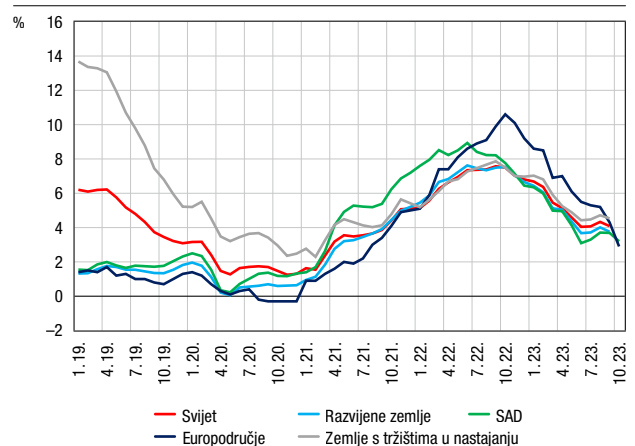
Nakon što je cijena sirove nafte tijekom trećeg tromjesečja 2023. porasla za 10% i tako gotovo dosegla povišene razine iz sredine prošle godine, dodatno je porasla nakon eskalacije sukoba na Bliskom istoku, ali se vrlo brzo i smanjila. Rast cijena sirove nafte tijekom ljetnih mjeseci bio je posljedica novih ograničenja na strani ponude, koja su tek djelomično ublažena slabljenjem globalne potražnje. Proizvodnju su u najvećoj mjeri smanjile Saudijska Arabija i Rusija, a povećana proizvodnja sirove nafte u drugim zemljama tek je djelomično nadomjestila to smanjenje. Dodatni rast cijena sirove nafte u listopadu potaknut je neizvjesnošću glede mogućih posljedica eskalacije sukoba između Hamasa i Izraela na opskrbu naftom s Bliskog istoka. Ipak, cijene nafte proteklih su tjedana u blagom padu s obzirom na to da se rizik prelijevanja spomenutog sukoba u širu regiju čini manje izvjesnim. Slično kao i cijene nafte, cijene plina na europskom tržištu također su se smanjile u prvoj polovini 2023., a sredinom godine stabilizirale su se na približno 30 EUR/MWh. Nakon toga uslijedio je ponovni rast na oko 50 EUR/MWh, djelomično zbog produljenja radova na održavanju plinovoda u Norveškoj i štrajkova u LNG postrojenjima u Australiji te privremenog zatvaranja plinskog polja u Izraelu. Spomenuti su činitelji pridonijeli povećanoj kolbljivosti cijena plina, premda je neposredni rizik za sigurnost opskrbe u Europi relativno nizak zahvaljujući visokim razinama uskladištenog plina.

Slika 1.1.3. Cijene energenata i drugih sirovina



Izvor: HWWI (Euroland, EUR)

Slika 1.1.4. Globalna inflacija



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

Cijene ostalih sirovina na svjetskom tržištu nastavile su padati tijekom većeg dijela 2023., no u trećem su se tromjesečju stabilizirale. Cijene industrijskih sirovina, uključujući metale, smanjile su se od početka godine do kraja listopada 2023. za 8%, pri čemu je njihov pad nakratko zaustavljen u rujnu zbog jačanja potražnje iz Kine povezane s energetsom tranzicijom. Nastavile su blago padati i cijene prehrambenih sirovina pa su krajem listopada bile niže za oko 7% u odnosu na početak godine. Pritom su se najviše smanjile cijene žitarica, koje su bile za petinu niže nego početkom godine unatoč i nadalje prisutnoj zabrinutosti glede isporuke žitarica iz Ukrajine preko Crnog mora, kao i nepovoljnim vremenskim uvjetima povezanim s *el niñom*. Smanjenju cijena žitarica najviše je pridonio snažan porast proizvodnje pšenice u SAD-u (Slika 1.1.3.). Suprotno tome, u trećem se tromjesečju intenzivirao rast cijena riže na svjetskom tržištu zbog smanjenja globalne ponude nakon ograničenja izvoza te žitarice iz Indije.

Trend pada globalne inflacije usporio se tijekom ljetnih mjeseci 2023., zbog ponovnoga blagog rasta cijena energije, ali u listopadu se ponovno intenzivirao. Nakon što se globalna inflacija potrošačkih cijena u prvoj polovini godine smanjila za gotovo 3 postotna boda, u trećem je tromjesečju stagnirala na razini od 4,1%. Usporavanje trenda pada inflacije bilo je vidljivo podjednako kod razvijenih zemalja kao i zemalja s tržištima u nastajanju (Slika 1.1.4.). Osim ponovnog rasta cijena energenata, takvom je trendu pridonijelo iščezavanje pozitivnih učinaka normalizacije globalnih lanaca opskrbe te ustrajnost inflacije cijena usluga i hrane. U listopadu je, međutim, u većem broju zemalja inflacija osjetno pala, što je posljedica pooštavanja uvjeta financiranja i slabljenja potražnje. U takvim okolnostima središnje banke većinom nisu mijenjale referentne kamatne stope, a manji dio počeo ih je smanjivati (primjerice Poljska i Mađarska).

Unatoč nastavku usporavanja temeljna inflacija ostaje povišena u mnogim zemljama, poglavito zbog ustrajnosti inflacije cijena usluga. Među komponentama temeljne inflacije, godišnji rast cijena robe na svjetskoj razini stabilizirao se na razini od oko 2%, zahvaljujući smanjenju neravnoteže između ponude i potražnje na globalnom tržištu. Globalni rast cijena usluga i dalje je povišen (4%), uz tek blage naznake usporavanja, a ustrajnosti inflacije pridonose pritisci s tržišta rada, koji su nešto izraženiji u razvijenim zemljama te u radno intenzivnim uslužnim djelatnostima. Naime, u mnogim je zemljama stopa nezaposlenosti trenutačno ispod pretpandemijskih razina, a manjak radne snage i dalje je izražen u nekim djelatnostima, što uz zahtjeve za nadoknadu izgubljene kupovne moći jača pritiske na rast nominalnih plaća.

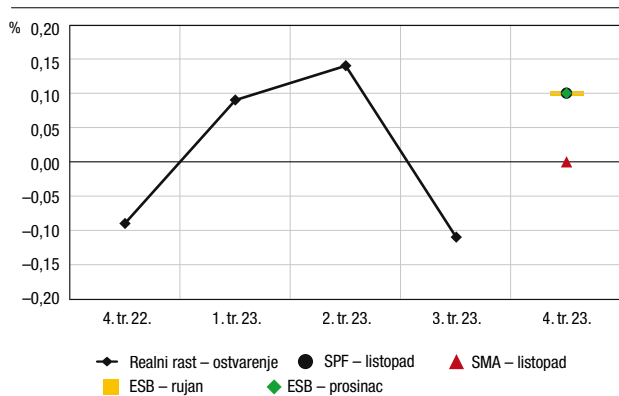
2. Europodručje

2.1. Realna kretanja

Od početka 2023. godine realna gospodarska aktivnost u europodručju uglavnom stagnira ili se bilježe tek neznatne stope promjene. Nakon što je u prvom tromjesečju 2023. gospodarstvo europodručja stagniralo u odnosu na prosjek prethodnih triju mjeseci, u drugom je tromjesečju zabilježen porast gospodarske aktivnosti od 0,2%, a tijekom ljetnih mjeseci, prema preliminarnim podacima, realna je aktivnost ušla u fazu blage kontrakcije (0,1%). Većina trenutanih projekcija za posljednje tromjesečje ove godine upućuje na nastavak trenda stagnacije ili vrlo blagi pad gospodarske aktivnosti (Slika 2.1.1.). Pritom dinamika kretanja realne aktivnosti nije geografski ujednačena, a među većim gospodarstvima nepovoljnim kretanjima izdvajaju se Njemačka, Italija i Nizozemska, dok Španjolska, Belgija i Francuska još uvijek bilježe pozitivne godišnje stope rasta. Kada je riječ o manjim državama članicama, rastom se ističu Hrvatska i Grčka, a nepovoljna su kretanja prilično izražena kod baltičkih zemalja, posebice Estonije.

Skromni rezultati gospodarstva europodručja uglavnom su posljedica snažnog usporavanja rasta aktivnosti u uslužnom sektoru uz nastavak stagnacije u prerađivačkom i građevinskom sektoru. Industrijski se sektor, posebice energetski intenzivne djelatnosti, nalazi pod pritiskom povećanih cijena energenata još od ruske invazije na Ukrajinu, zatim slabljenja inozemne potražnje, što je posebice vidljivo na izvoznim rezultatima u Kinu, kao i strukturnih slabosti tradicionalnih europskih industrija poput automobilske. Posljednjih je mjeseci sve vidljivija slabost u građevinarstvu, poglavito u Njemačkoj, na koje se snažno odražava pooštavanje monetarne politike i pogoršanje uvjeta financiranja. Pouzdanje u uslužnom sektoru, unatoč slabljenju u proteklih nekoliko mjeseci, i dalje je na primjetno višim razinama nego u svim drugim gospodarskim granama.

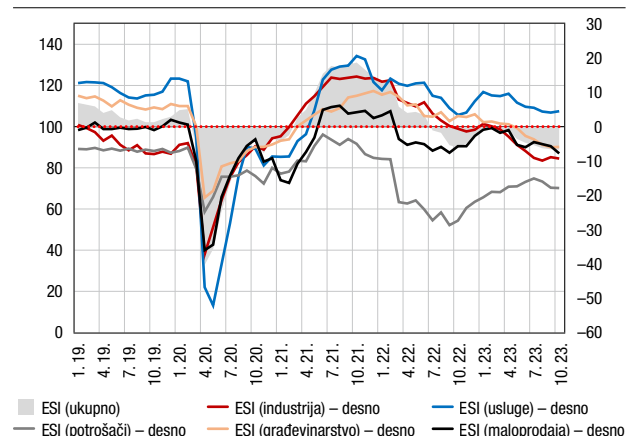
Slika 2.1.1. Tromjesečne stope rasta realnog BDP-a u europodručju



Napomena: Kratice ESB-prosinac i ESB-rujan odnose se na ESB-ove projekcije iz prosinca odnosno rujna. Kratice SMA (engl. *Survey of Monetary Analysts*) i SPF (engl. *Survey of Professional Forecasters*) odnose se na rezultate ESB-ovih anketa tržišnih sudionika iz listopada.

Izvor: DZS

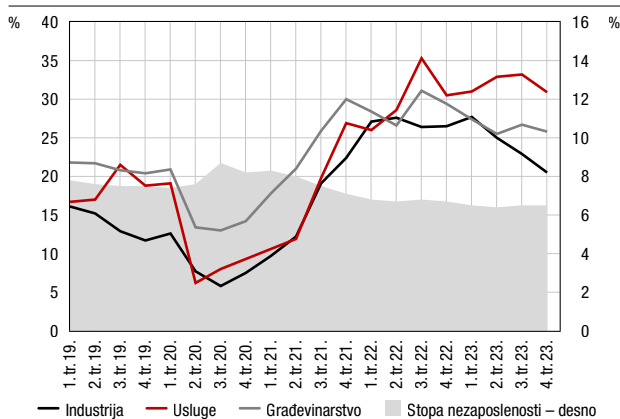
Slika 2.1.2. Pokazatelji pouzdanja za europodručje



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

Izvor: Eurostat

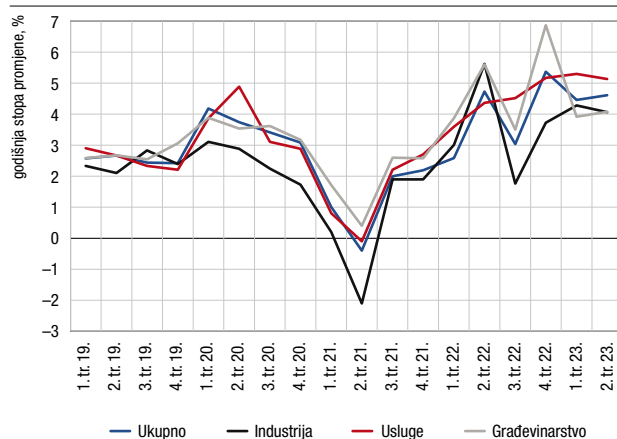
Slika 2.1.3. Manjak radne snage i stopa nezaposlenosti u europodručju



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

Izvor: Eurostat

Slika 2.1.4. Naknade zaposlenima u pojedinim djelatnostima u europodručju



Izvor: Eurostat

Iz toga se može zaključiti kako uslužni sektor još uvijek donekle nadoknađuje slabosti u proizvodnom sektoru, no pozitivni učinci povećane potražnje u tom segmentu gospodarstva ubrzano iščezavaju (Slika 2.1.2.).

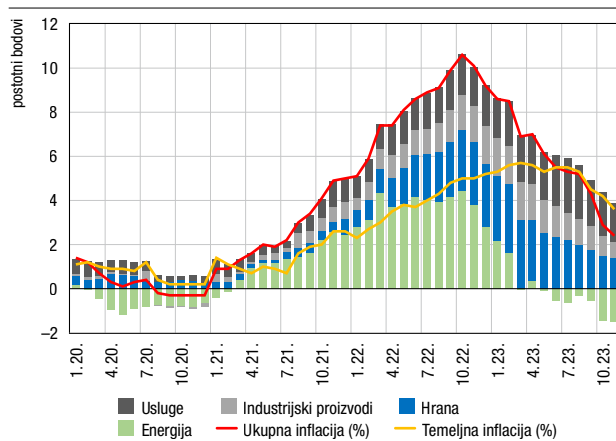
Stagnacija gospodarske aktivnosti u europodručju zasad se uglavnom nije odrazila na pokazatelje tržište rada, koje je i dalje vrlo snažno sa široko rasprostranjenim manjkom radne snage i izraženim rastom nominalnih plaća. Unatoč stabilnoj stopi nezaposlenosti vidljivo je smanjenje manjka radne snage u industriji, koja se nalazi u fazi kontrakcije, dok je kod građevinarstva i usluga manjak još uvijek izražen (Slika 2.1.3.). U takvim su se uvjetima, zajedno sa zahtjevima radnika i sindikata da se nadomjesti pad kupovne moći zbog visoke inflacije, nastavili pritisci na rast nominalnih plaća, posebno u uslužnom sektoru (Slika 2.1.4.). Tržište rada također karakteriziraju primjetne strukturne razlike među pojedinim članicama pa je tako u rujnu stopa nezaposlenosti na Malti iznosila 2,8%, dok je u Španjolskoj iznosila 12,1%.

2.2. Cjenovna kretanja

U drugoj polovini 2023. nastavio se trend usporavanja inflacije potrošačkih cijena u europodručju, koja se u studenome spustila na 2,4%¹ (s 5,5% ostvarenih u lipnju). Usporavanje inflacije bilo je široko rasprostranjeno (Slika 2.2.1.). Tako se inflacija cijena energije usporila na -11,5% (s -5,6% u lipnju), uvelike zbog smanjenja inflacije cijena plina i električne energije, što je ponajviše bilo rezultat povoljnih učinaka baznog razdoblja jer velika mjesečna povećanja tih cijena zabilježena u drugoj polovini 2022. više ne utječu na izračun godišnje stope inflacije cijena energije. Nasuprot tome, godišnja se stopa

¹ Prema prvoj procjeni Eurostata

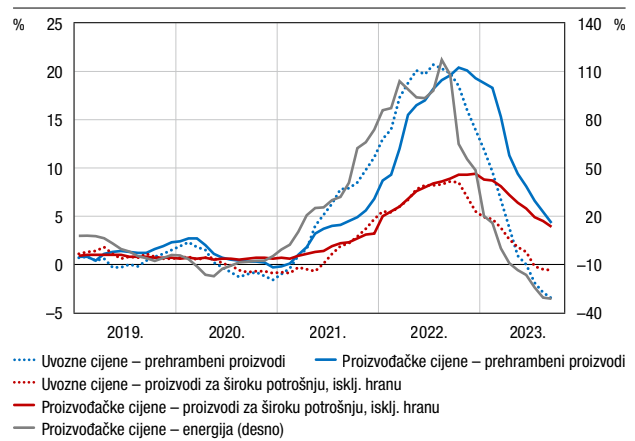
Slika 2.2.1. Pokazatelji inflacije u europodručju



Napomena: Temeljna inflacija mjerena HICP-om koji isključuje cijene energije, hrane, alkohola i duhana.

Izvor: Eurostat

Slika 2.2.2. Pokazatelji inflacijskih pritisaka u cjenovnom lancu u europodručju



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

Izvor: Eurostat

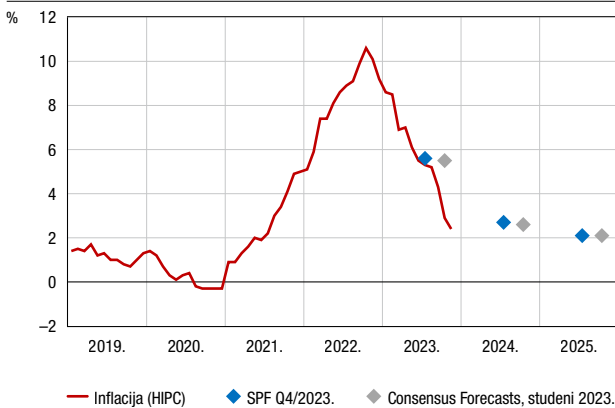
rasta cijena naftnih derivata ubrzala, u uvjetima porasta cijena sirove nafte na svjetskom tržištu tijekom trećeg tromjesečja, potaknutog smanjenjem ponude zemalja OPEC-a+. U uvjetima smanjenih troškovnih pritisaka te povoljnih učinaka baznog razdoblja inflacija cijena hrane u studenome se usporila na 6,9% (s 11,6% u lipnju), ali ostala je na povišenoj razini.

Temeljna inflacija u europodručju u studenome 2023. usporila se na 3,6%² (s 5,5% u lipnju) zahvaljujući usporavanju obiju njezinih glavnih komponenata (industrijski proizvodi i usluge). Pritom je inflacija cijena usluga u studenome iznosila 4,0% te je, slično kao i u prethodna četiri mjeseca, bila viša od inflacije cijena industrijskih proizvoda (2,9%). Snažan rast plaća (Slika 2.1.4.) te povišena inflacija cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja činitelji su koji su bitno utjecali na ustrajnost inflacije cijena usluga u europodručju. Usporavanje temeljne inflacije rezultat je prelijevanja nižih cijena energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu najprije u proizvođačke i uvozne cijene, a onda i cijene finalnih dobara u europodručju, normalizacije globalnih lanaca opskrbe (Slika 2.2.2.) te slabljenja potražnje do kojeg je došlo u uvjetima restriktivne monetarne politike. Usto, usporavanju temeljne inflacije pridonijeli su i povoljni učinci baznog razdoblja.³ Nasuprot tome, ustrajnosti temeljne inflacije uvelike pridonose domaći inflatorni pritisci, koji se ogledaju u snažnom rastu plaća u europodručju, proizišlom iz nedostatka radne snage na tržištu i pada nezaposlenosti. U takvim uvjetima radnici su bili u povoljnom položaju da pregovorima dogovore povećanje plaća, kako bi nadoknadili pad kupovne moći zbog prijašnjih poskupljenja.

² Prema prvoj procjeni Eurostata

³ Pritom se ističe snažan bazni učinak vezan uz subvencionirane cijene usluga prijevoza u Njemačkoj, koje su ukinute u rujnu prethodne godine.

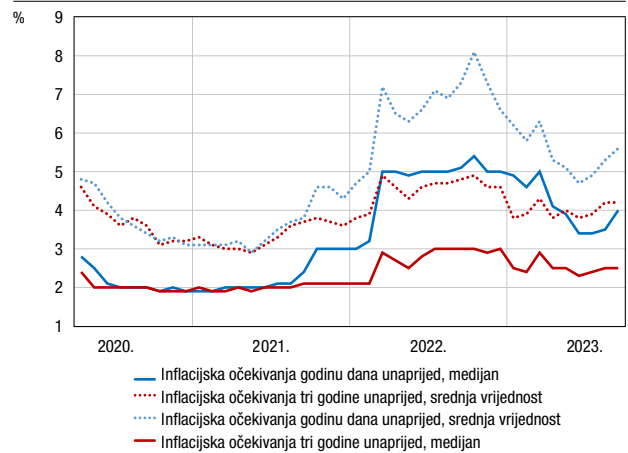
Slika 2.2.3. Kratkoročna i srednjoročna inflacijska očekivanja stručnjaka za prognoziranje u europodručju



Napomena: SPF Q4/2023. (engl. Survey of Professional Forecasters) odnosi se na rezultate ESB-ove ankete stručnjaka za prognoziranje iz listopada.

Izvori: Survey of Professional Forecasters, ESB; Consensus Forecasts

Slika 2.2.4. Kratkoročna i srednjoročna inflacijska očekivanja potrošača u europodručju



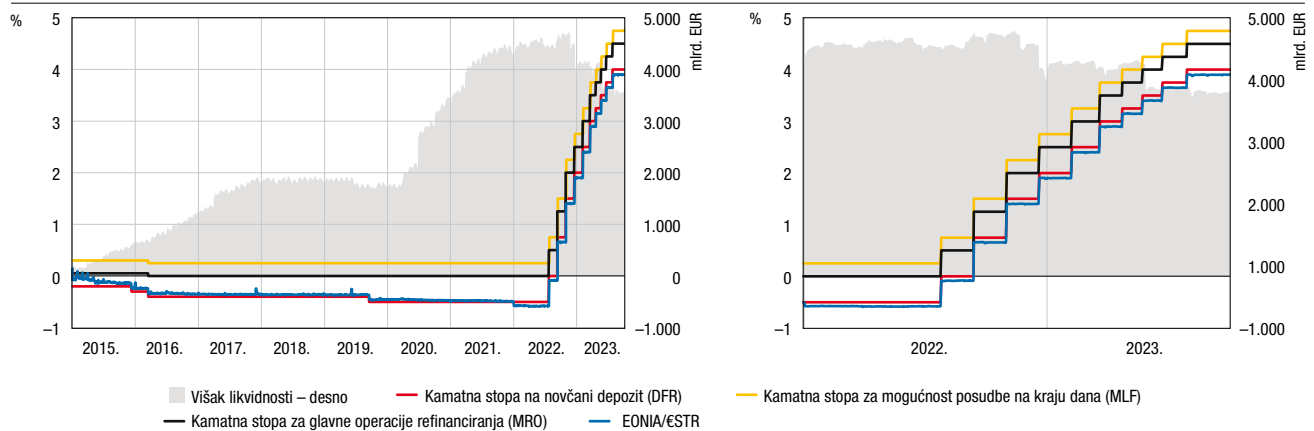
Izvor: Consumer Expectations Survey (CES) – rujan 2023., ESB; 8. studenoga 2023.

Rezultati ankete stručnjaka za prognoziranje, koju je u četvrtom tromjesečju 2023. proveo ESB, upućuju na očekivano usporavanje prosječne godišnje inflacija u euro-području u 2023. na 5,6% (s 8,4% u 2022.). Tijekom projekcijskoga horizonta predviđa se nastavak smanjenja inflacije te se nakon porasta opće razine cijena od 2,7% u 2024., u 2025. očekuje inflacija od 2,1%, odnosno njezin povratak prema ciljanoj razini (Slika 2.2.3.). To bi trebalo biti rezultat iščezavanja izravnih i neizravnih utjecaja prošlih šokova na strani ponude na potrošačke cijene te rezultat utjecaja pooštavanja uvjeta financiranja na slabljenje potražnje. Stručnjaci za prognoziranje osim toga očekuju da će inflacija cijena usluga ostati viša i dugotrajnija u usporedbi s inflacijom cijena industrijskih proizvoda, prije svega zbog domaćih inflacijskih pritisaka proizašlih iz rasta plaća. Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača (za godinu dana unaprijed, medijan), prema posljednjim rezultatima ankete ESB-a, povećala su se u rujnu na 4,0% (s 3,5% u kolovozu), što je vjerojatno bilo posljedica recentnog porasta maloprodajnih cijena naftnih derivata – proizvoda koji se često kupuje te stoga ima, u pravilu, relativno snažan utjecaj na očekivanja potrošača (Slika 2.2.4.). Srednjoročna inflacijska očekivanja potrošača (za tri godine unaprijed, medijan) u rujnu su se zadržala na razini od 2,5% te su za 0,5 postotnih bodova niža u usporedbi s krajem 2022.

2.3. Monetarna politika

Upravno vijeće ESB-a odlučilo je na sastancima održanima krajem listopada i sredinom prosinca da će tri ključne kamatne stope ostati nepromijenjene. Nakon deset uzastopnih povećanja ključnih kamatnih stopa koja su započela u srpnju 2022., sastanak u listopadu bio je prvi tijekom tekućeg ciklusa pooštavanja monetarne politike na kojem je izostala odluka o povećanju ključnih kamatnih stopa. Na sastancima u listopadu i prosincu Upravno vijeće ESB-a naglasilo je da su ključne kamatne stope dosegly razine na kojima će, zadrže li se dovoljno dugo, znatno pridonijeti pravodobnom povratku

Slika 2.3.1. Ključne kamatne stope ESB-a



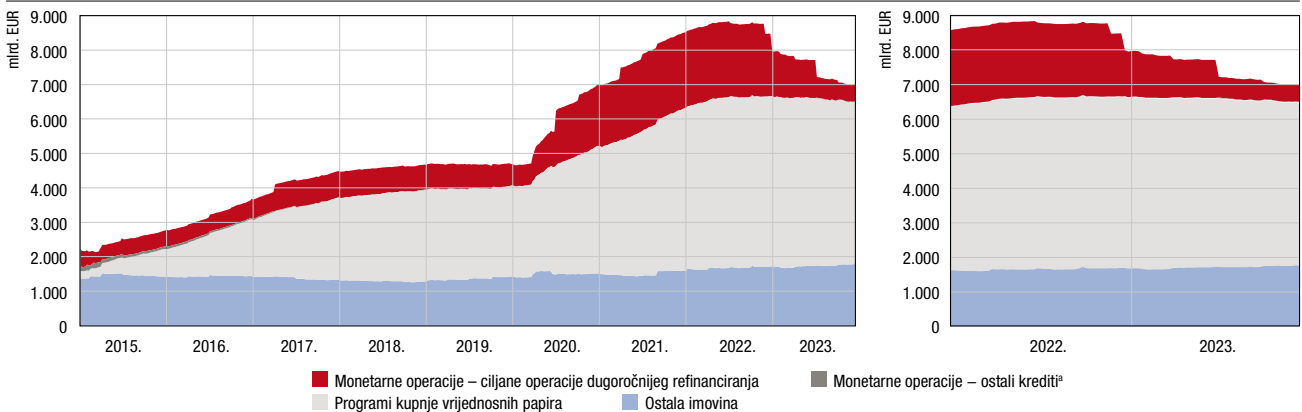
Izvor: ESB

inflacije na ciljnu razinu. Nadalje, buduće odluke Upravnog vijeća osigurat će da ključne kamatne stope ESB-a budu na dovoljno restriktivnim razinama koliko god bude potrebno, pri čemu će se odluke i nadalje zasnivati na pristiglim podacima (engl. *data-dependent approach*).

Aktualni ciklus pooštavanja monetarne politike u europodručju najsnažniji je od uvođenja eura kao valute. 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 tijekom 2023. za dodatnih 200 baznih bodova. Tako su ključne kamatne stope ESB-a u razdoblju od srpnja 2022. do rujna 2023. godine, kada je zabilježeno posljednje povećanje, porasle za 450 baznih bodova. Navedenim je odlukama kamatna stopa na novčani depozit (engl. *deposit facility rate*, DFR, koja je u trenutačnim uvjetima visokih viškova likvidnosti ključna kamatna stopa Eurosustava) povećana s $-0,50\%$ na $4,00\%$, kamatna stopa za glavne operacije refinanciranja (engl. *main refinancing operations*, MRO) s 0% na $4,50\%$ te kamatna stopa za mogućnost posudbe na kraju dana (engl. *marginal lending facility*, MLF) s $0,25\%$ na $4,75\%$ (Slika 2.3.1).

Istodobno se nastavilo postupno smanjivanje bilance Eurosustava (Slika 2.3.2.). Smanjenju bilance najviše je pridonijela prijevremena otplata sredstava banaka iz treće runde programa ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (engl. *targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO III) potaknuta promjenom uvjeta financiranja od studenoga 2022. godine. Osim toga, nakon prekida neto otkupa vrijednosnih papira putem programa kupnje vrijednosnih papira (engl. *asset purchase programme*, APP) 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 od srpnja reinvestiranje u potpunosti prekida. Što se tiče hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase programme*, PEPP), na sastanku sredinom prosinca Upravno

Slika 2.3.2. Bilanca Eurosustava



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

* 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

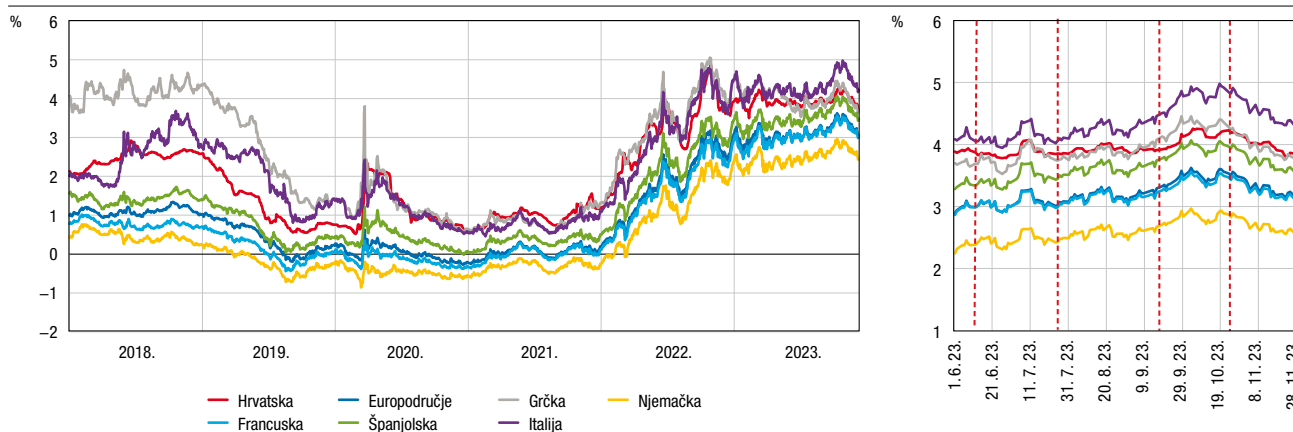
vijeće ESB-a odlučilo je da će se u prvoj polovini 2024. i dalje u potpunosti reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira, no u drugoj polovini godine portfelj PEPP-a namjerava se mjesečno smanjivati za prosječno 7,5 mlrd. EUR. Reinvestiranje u sklopu PEPP-a namjerava se obustaviti krajem 2024. godine.

2.4. Financijska tržišta i bankovni sustav

S obzirom na odluku Upravnog vijeća ESB-a na posljednjem sastanku da ključne kamatne stope ostanu nepromijenjene, na eurskom tržištu novca nije bilo znatnijih promjena. Nakon posljednjeg povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a u rujnu, stopa €STR porasla je na 3,9%, a nakon toga ostala je na približno istoj razini (Slika 2.3.1.), što je u skladu s posljednjom odlukom Upravnog vijeća ESB-a o nepromijenjenim ključnim kamatnim stopama koje utječu na troškove financiranja na tržištu novca. Kod troškova dugoročnijeg financiranja gdje kamatne stope odražavaju i očekivanja glede budućega kretanja ključnih kamatnih stopa ESB-a, također nije bilo znatnih promjena jer tržišta pretpostavljaju da su ključne kamatne stope ESB-a dosegnule svoj vrhunac. Zato je tromjesečni EURIBOR nakon porasta u rujnu ostao stabilan te je na kraju studenoga iznosio 4,0%.

Početak studenoga prinosi na obvezničkom tržištu počeli su se smanjivati, te su se krajem istog mjeseca uglavnom vratili na razinu zabilježenu potkraj kolovoza. Prinosi na obvezničkom tržištu osjetno su porasli nakon kolovoza uvelike potaknuti očekivanjima da bi se ključne kamatne stope Fed-a, ali i drugih vodećih svjetskih središnjih banaka mogle zadržati na povišenoj razini tijekom duljeg razdoblja. U europskom području najviše su porasli prinosi na državne obveznice u Italiji, na što je vjerojatno utjecala i zabrinutost investitora oko stanja javnih financija (Slika 2.4.1.). Porastu prinosa pridonijele su i najave Upravnog vijeća da će ključne kamatne stope ESB-a držati na povišenoj razini tijekom

Slika 2.4.1. Prinosi na dugoročne državne obveznice s preostalim dospijanjem od oko 10 godina



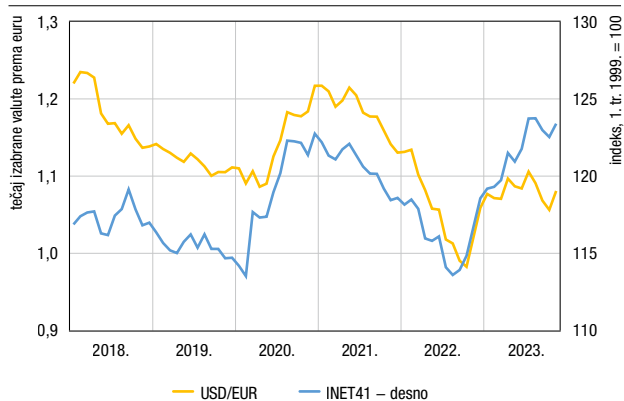
Napomena: Prinosi za europodručje ponderirani su udjelom u BDP-u uključenih zemalja. Europodručje ne uključuje podatke za Estoniju, Letoniju, Luksemburg i Maltu. Crvenim isprekidanim okomitim linijama označeni su sastanci Upravnog vijeća ESB-a u lipnju, srpnju, rujnu i listopadu.

Izvori: Bloomberg; Eurostat; izračun HNB-a

duljeg razdoblja. Početkom studenoga prinosi su se počeli smanjivati pa su se do kraja mjeseca uglavnom vratili na razinu zabilježenu potkraj kolovoza. Tome su pridonijeli povoljniji podaci o inflaciji u europodručju i SAD-u te porast očekivanja da je Fed blizu kraja ciklusa podizanja ključnih kamatnih, a što je utjecalo na pad prinosa na državne obveznice u SAD-u, koje se preliło na obvezničko tržište u europodručju. Prosječan prinos na dugoročne državne obveznice europodručja ponderiran BDP-om na kraju studenoga iznosio je 3,1%, isto kao i na kraju kolovoza. U istom razdoblju prinos na dugoročne obveznice Hrvatske smanjio se za 17 baznih bodova, u skladu s trendovima na tržištu, te je na kraju studenoga iznosio 3,7%.

Tečaj eura prema američkom dolaru počeo se oporavljati nakon rujna i do kraja studenoga vratio je glavninu vrijednosti koju je izgubio u prethodnih nekoliko mjeseci. Na deprecijaciju tečaja eura prema američkom dolaru u razdoblju od sredine srpnja do kraja rujna najviše su utjecala očekivanja da bi se ključne kamatne stope u SAD-u mogle zadržati duže na povišenoj razini jer se gospodarstvo SAD-a pokazalo otpornijim nego što se očekivalo. U isto su vrijeme slabiji gospodarski izgledi europodručja stvorili dodatni pritisak na slabljenje eura. U studenome su porasla očekivanja da je zbog povoljnijih podataka o inflaciji u SAD-u objavljenima u studenome Fed blizu kraja ciklusa podizanja ključnih kamatnih stopa, što je preokrenulo trend, pa je tečaj USD/EUR aprecirao i do kraja studenoga vratio se na razinu s početka

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



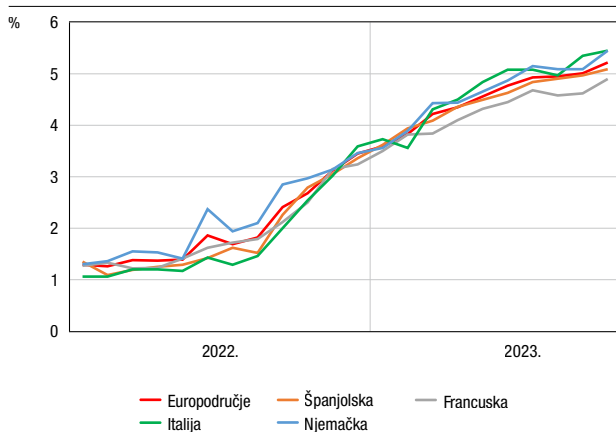
Napomena: INET-41 je indeks nominalnoga efektivnog tečaja eura prema 41 najvažnijem trgovinskom partneru europodručja. Rast tečaja označuje aprecijaciju eura.

Izvor: ESB

kolovoza. Tečaj eura prema američkom dolaru kretao se u studenome 2023. oko prosječne vrijednosti od 1,08 USD/EUR, što je jednako prosječnoj razini ostvarenoj u siječnju 2023. godine. U istom razdoblju nominalni efektivni tečaj eura prema košarici valuta glavnih trgovinskih partnera europodručja aprecirao je za 3,5% (Slika 2.4.2.).

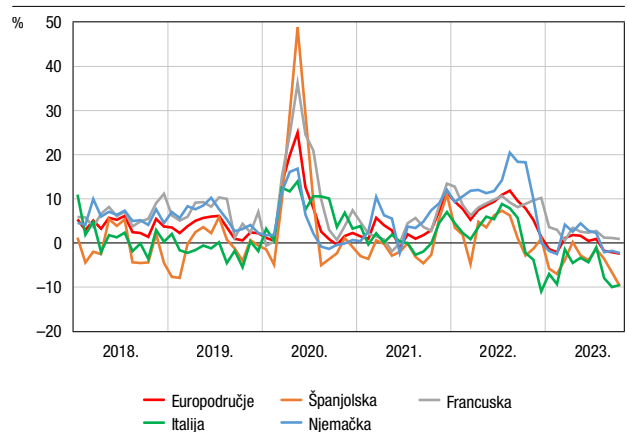
Kamatne stope banaka na kredite poduzećima i stanovništvu u europodručju nastavile su rasti, a kreditna je aktivnost dodatno oslabjela za poduzeća te ostala i nadalje prilično prigušena za stanovništvo. Na razini europodručja prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima dosegla je u listopadu 5,2% (Slika 2.4.3.), što je za 177 baznih bodova više nego na kraju prošle godine, pri čemu je intenzitet rasta kamatnih stopa tijekom druge polovine godine bio slabiji u odnosu na prvu polovinu godine. Nastavak pooštavanja uvjeta financiranja za poduzeća pratilo je slabljenje kreditne aktivnosti u tom sektoru. Krediti nefinancijskim poduzećima smanjili

Slika 2.4.3. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima



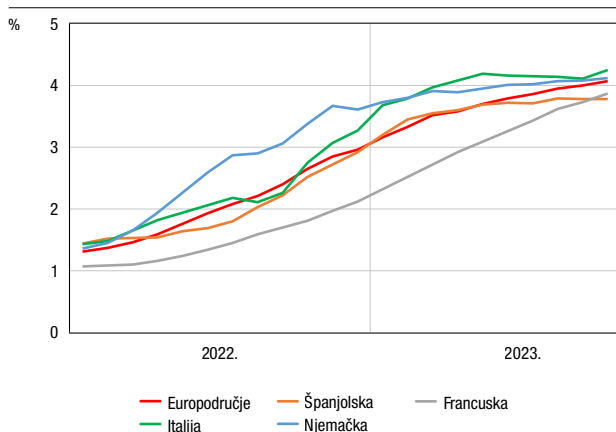
Izvor: ESB

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



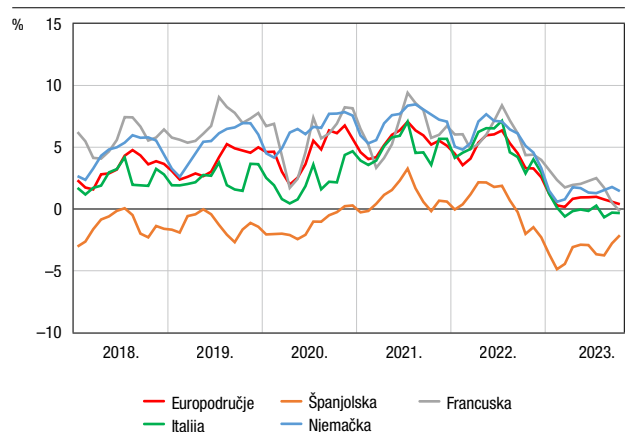
Izvori: ESB; izračun HNB-a

Slika 2.4.5. Kamatne stope na prvi put ugovorene stambene kredite stanovništvu



Izvor: ESB

Slika 2.4.6. Kreditni moment (zamah) u europodručju (stambeni krediti stanovništvu)



Izvori: ESB; izračun HNB-a

su se tijekom posljednjih nekoliko mjeseci u svim glavnim zemljama osim u Francuskoj, a najviše u Italiji i Španjolskoj. Tako se tromjesečna anualizirana stopa rasta kredita nefinancijskim poduzećima u posljednjih nekoliko mjeseci spustila dublje u negativno područje u svim glavnim zemljama osim u Francuskoj, gdje je još uvijek blago pozitivna (Slika 2.4.4.). Što se tiče stanovništva, kreditna je aktivnost i dalje prilično prigušena, no primjećuje se određena stabilizacija nakon zamjetnog slabljenja zamaha kreditiranja u drugoj polovini prošle i na samom početku ove godine (Slika 2.4.6.). Na razini europskog prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene stambene kredite stanovništvu dosegla je u listopadu 4,1% (Slika 2.4.5.), što je za 111 baznih bodova više u odnosu na kraj prošle godine. Kod stanovništva se tijekom posljednjih nekoliko mjeseci također primjećuje slabiji intenzitet porasta kamatnih stopa nego tijekom prvog polugodišta.

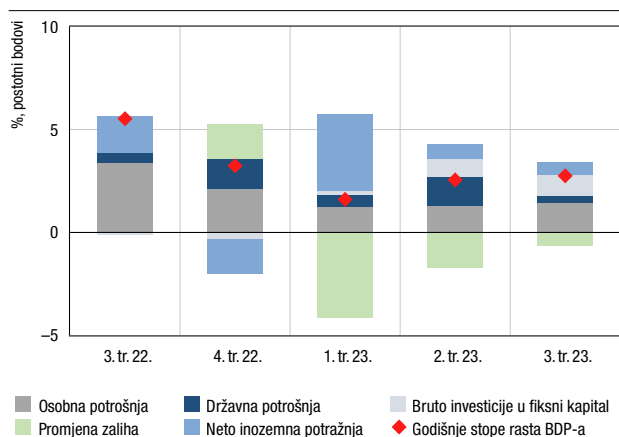
3. Hrvatsko gospodarstvo

3.1. Realna kretanja

Nakon kontinuiranog jačanja gospodarskog rasta od kraja prošle godine, u trećem se tromjesečju 2023. rast realnog BDP-a Hrvatske znatno usporio na tromjesečnoj razini. No, u posljednjem se tromjesečju, prema dostupnim mjesečnim podacima, očekuje snažniji rast gospodarske aktivnosti. Usporavanje gospodarskog rasta sredinom godine poglavito odražava slabljenje inozemne potražnje, dok je domaća potražnja ostala razmjerno robusna. Zbog toga je ostvarenje BDP-a na tromjesečnoj razini nadmašilo kretanja u europodručju, gdje je zabilježen blagi pad u odnosu na prethodno tromjesečje. Pritom se godišnja stopa rasta gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj ubrzala i iznosila čak 2,8%, što je povezano i s tzv. učinkom prijenosa, odnosno povoljnim kretanjima od kraja prošle godine (vidi Okvir 1. Učinak prijenosa na prosječnu godišnju stopu rasta BDP-a). Dostupni mjesečni podaci za listopad i studeni upućuju na to da bi u posljednjem tromjesečju rast mogao ponovno ojačati, podržan nastavkom robusne domaće potražnje.

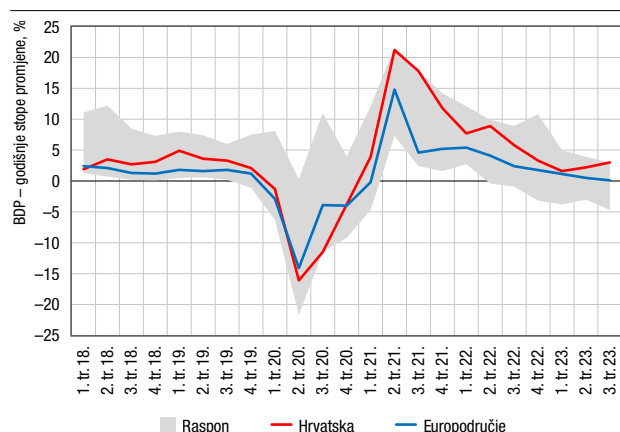
Rastu gospodarske aktivnosti u trećem je tromjesečju 2023. najviše pridonijela osobna potrošnja, što se može povezati s jačanjem rasta realnih raspoloživih dohoda (Slika 3.1.3.). Takva su kretanja poglavito rezultat i dalje snažnog tržišta rada, obilježenog nastavkom rasta broja zaposlenih i snažnim rastom nominalnih plaća, što je u uvjetima usporevanja inflacije rezultiralo razmjerno snažnim rastom realnih plaća. Pritom su povećanju ukupnih plaća znatan pozitivan doprinos dala kretanja u javnom sektoru, ali nastavio se i dinamičan rast plaća u privatnom sektoru. Unatoč razmjerno snažnoj osobnoj potrošnji, i stopa štednje nastavila je rasti i primicati se dugoročnom prosjeku.

Slika 3.1.1. Doprinosi promjeni realne gospodarske aktivnosti



Izvor: Eurostat

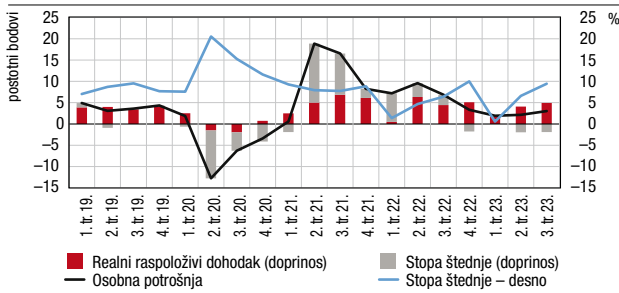
Slika 3.1.2. Kretanje gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj i europodručju



Napomena: Na slici je prikazan raspon ostvarenja rasta realnog BDP-a pojedinih zemalja članica europodručja.

Izvor: Eurostat

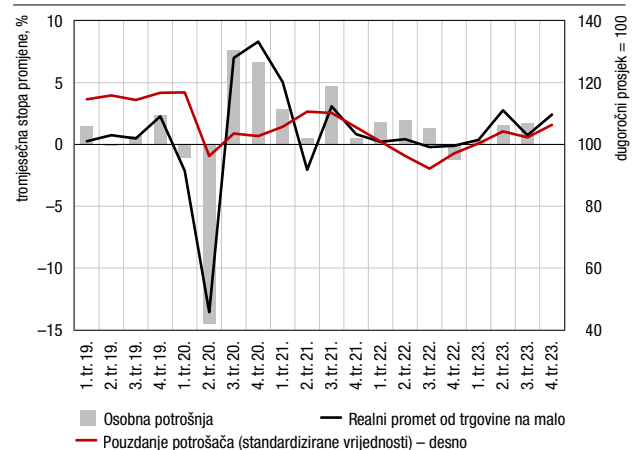
Slika 3.1.3. Doprinosi raspoloživog dohotka i stope štednje godišnjoj promjeni osobne potrošnje



Napomena: Tromjesečne vrijednosti raspoloživog dohotka procijenjene su primjenom Chow-Linove metode i serija naknada zaposlenicima te bruto operativnog viška i mješovitog dohotka kao indikatora. Valja napomenuti kako izračun raspoloživog dohotka u sklopu nacionalnih računa uključuje i imputirane izvore dohodaka, kao što su financijske usluge indirektno mjerene te imputirane stambene rente, a koji nemaju izravan utjecaj na kupovnu moć kućanstva. Recentna kretanja kamatnih stopa i najammina upućuju na rast relativne značajnosti imputiranih izvora dohodaka, no zbog ograničenih podataka teško je ocijeniti u kojoj mjeri. Stopa štednje izračunata je kao omjer procijenjenoga nominalnog iznosa štednje i procijenjenoga raspoloživog dohotka te isključuje prilagodbe za promjene u mirovinskim pravima.

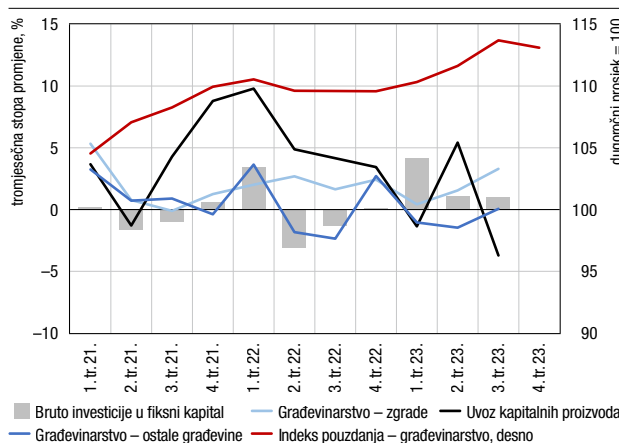
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

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



Izvori: DZS; Ipsos

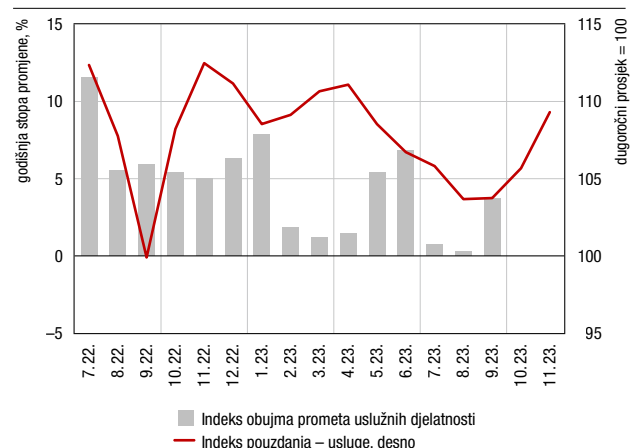
Slika 3.1.5. Pokazatelji investicijske aktivnosti i pouzdanje u sektoru građevinarstva



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

Izvori: DZS; Ipsos; HNB

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

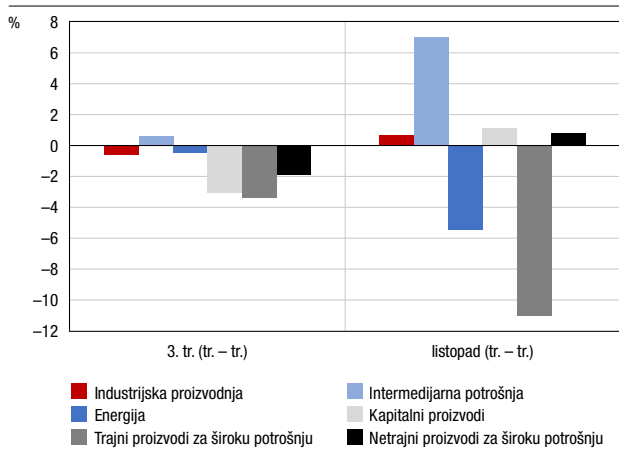


Napomena: Usluge uključuju sektore H, I, J, L, M i N.

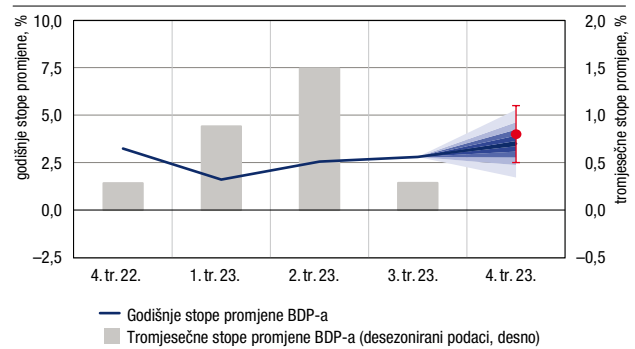
Izvori: DZS; Ipsos; HNB

Povoljnim gospodarskim kretanjima u trećem su tromjesečju pridonijele i investicije, dok se, s druge strane, pad ukupnog izvoza dodatno ubrzao. Čini se kako je nastavak rasta investicijske aktivnosti i dalje poglavito pod utjecajem visoke razine javnih investicija, dok pad uvoza kapitalnih proizvoda upućuje na to da su privatne investicije, nakon smanjenja u prvoj polovini godine, i dalje prigušene. Na slabost privatnih investicija utječe i postupno pogoršavanje uvjeta financiranja. Ukupni izvoz nastavio je kontrahirati nakon zamjetnog smanjenja u prvoj polovini godine. Pritom se izvoz robe nastavio smanjivati već četvrto tromjesečje zaredom, iako je primjetljivo usporavanje negativnog trenda. Kao odraz niže razine noćenja stranih turista na godišnjoj razini tijekom vrhunca turističke sezone smanjen je i izvoz usluga, i na tromjesečnoj i na godišnjoj razini, i to nakon kontinuiranog rasta od sredine 2021. Unatoč padu izvoza, doprinosi neto inozemne potražnje na godišnjoj je razini bio visokopozitivan s obzirom na to da je istodobno znatno smanjen i uvoz robe i usluga.

Slika 3.1.7. Industrijska proizvodnja



Napomena: (tr. – tr.) označuje rast u odnosu na prosjek prethodnog tromjesečja.
Izvor: DZS

Slika 3.1.8. Tromjesečni BDP
sezonski prilagođene realne vrijednosti

Napomena: Ocjena za drugo tromjesečje 2023. odnosi se na Mjesečni pokazatelj realne gospodarske aktivnosti HNB-a (opširnije o izračunu MRGA-e vidi u Istraživanju HNB-a br. 42 iz lipnja 2014. "Brza procjena BDP-a upotrebom dostupnih mjesečnih indikatora", autora Kunovac i Špalat). Modeli su procijenjeni na osnovi podataka objavljenih do 29. svibnja 2023. Crvenom je točkom označena ocjena tromjesečne promjene realnog BDP-a, uz povijesne greške procjene u rasponu od +/- jedne standardne devijacije.

Izvori: Eurostat; DZS; HNB

Nepovoljna kretanja inozemne potražnje negativno se odrazila na pojedine gospodarske djelatnosti u Hrvatskoj. Tako je vidljiv pad bruto dodane vrijednosti u prerađivačkoj industriji i pojedinim djelatnostima povezanim s turizmom. Također, vidljiv je i visok negativan doprinos kod financijskih djelatnosti. S druge strane, primjetljiv je visok rast djelatnosti koje su većinom oslonjene na domaću potražnju, kao što su poljoprivreda, građevinarstvo, IT i poslovanje nekretninama.

Raspoloživi mjesečni podaci upućuju na jačanje gospodarskog rasta krajem godine. Model brze procjene gospodarske aktivnosti HNB-a, zasnovan na podacima dostupnim uglavnom za listopad, upućuje na povećanje realnog BDP-a Hrvatske za 0,8% u posljednjem tromjesečju 2023. u odnosu na prethodno, uz ubrzanje godišnje stope rasta na 3,5%. Realni promet od trgovine na malo nastavio je razmjerno dinamično rasti, pri čemu se njegova godišnja stopa rasta u listopadu ubrzala na 6,6%. Industrijska se proizvodnja smanjila u odnosu na rujnu, ali njezin je pad na mjesečnoj razini uvelike bio pod utjecajem pada proizvodnje energije, čija su kretanja razmjerno kolebljiva. Podaci o pouzdanju u industriji razmjerno su povoljni te se u listopadu i studenom optimizam nalazio iznad prosjeka prethodnog tromjesečja i blizu pretpandemijskih razina. Kretanja pouzdanja razmjerno su povoljna i u ostalim aktivnostima, pa se tako optimizam u sektoru usluga nakon snažnog pada u prethodnom tromjesečju gotovo vratio na visoke razine s početka godine, a povećan je i optimizam u trgovini, dok je u građevini stagnirao na razmjerno visokoj razini. Osim toga, pouzdanje potrošača nastavilo se oporavljati pod utjecajem i dalje povoljnih kretanja na tržištu rada te je u studenome doseglo najvišu razinu u posljednje dvije godine, osjetno iznad dugoročnog prosjeka.

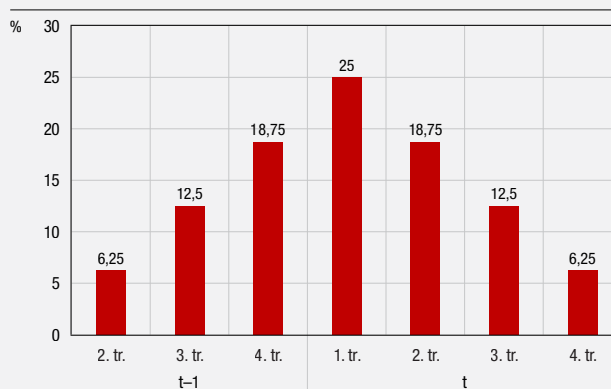
Okvir 1. Učinak prijenosa na prosječnu godišnju stopu rasta realnog BDP-a

Povijesna kretanja realnog BDP-a kao i njegove ocjene za tekuću projekciju ili projekcije za sljedeće godine obično se prikazuju kao prosječne godišnje stope rasta. Pri tumačenju tih brojki treba imati na umu da prosječna godišnja stopa rasta gospodarske aktivnosti u pojedinoj godini ne ovisi samo o kretanjima u toj godini već i o dinamici realnog BDP-a u prethodnoj godini. Učinak na prosječnu godišnju stopu rasta realnog BDP-a koji proizlazi iz njegova kretanja u prošloj godini naziva se učinak prijenosa (engl. *carry-over effect*). U skladu s navedenim prosječne godišnje stope rasta mogu stvoriti pogrešan dojam o tome kakva je bila tekuća gospodarska aktivnost, pogotovo prilikom promjena u fazama gospodarskog ciklusa. U ovom se okviru stoga detaljnije pojašnjava kako se računa učinak prijenosa te kako je on utjecao na godišnje stope rasta realnog BDP-a u Hrvatskoj.

Za praćenje tekuće gospodarske aktivnosti važno je imati na umu da je prosječna godišnja stopa rasta u određenoj godini određena ne samo kretanjima BDP-a u toj godini već i njegovom dinamikom u prethodnoj godini. To može imati važne implikacije za ekonomsku analizu, s obzirom na to da rast u određenoj godini može uvelike odražavati kretanja u prethodnoj godini, a ne u tekućoj godini. Pritom se znatno razlikuju doprinosi tekućih kretanja u pojedinom tromjesečju tijekom relevantnoga vremenskoga horizonta. Naime, prosječna godišnja stopa rasta može se prikazati kao ponderirani prosjek tromjesečnih stopa rasta u četiri tromjesečja tekuće godine i posljednja tri tromjesečja prethodne godine, pri čemu najveći utjecaj na prosječnu godišnju stopu rasta imaju kretanja BDP-a na kraju prethodne i u prva dva tromjesečja tekuće godine (Slika 1.1.).

Učinak prijenosa pokazuje kolika bi bila prosječna godišnja stopa promjene u tekućoj godini (ili razina BDP-a) kada bi gospodarska aktivnost ostala nepromijenjena u odnosu na kraj prethodne godine, odnosno kada bi tromjesečne stope promjene u tekućoj godini bile jednake nuli. Navedeno ujedno znači da učinak prijenosa u cijelosti ovisi o kretanjima realnog BDP-a u prošloj godini, pri čemu se za njegov izračun uzimaju sezonski i kalendarski prilagođeni tromjesečni podaci. Na Slici 1.2. prikazana su dva pretpostavljena scenarija kretanja razine BDP-a u tekućoj godini (t) i prethodnoj godini (t-1) sa suprotnim putanjama – u

Slika 1.1. Ponderi tromjesečnih stopa rasta koji određuju njihov utjecaj na prosječnu godišnju stopu rasta

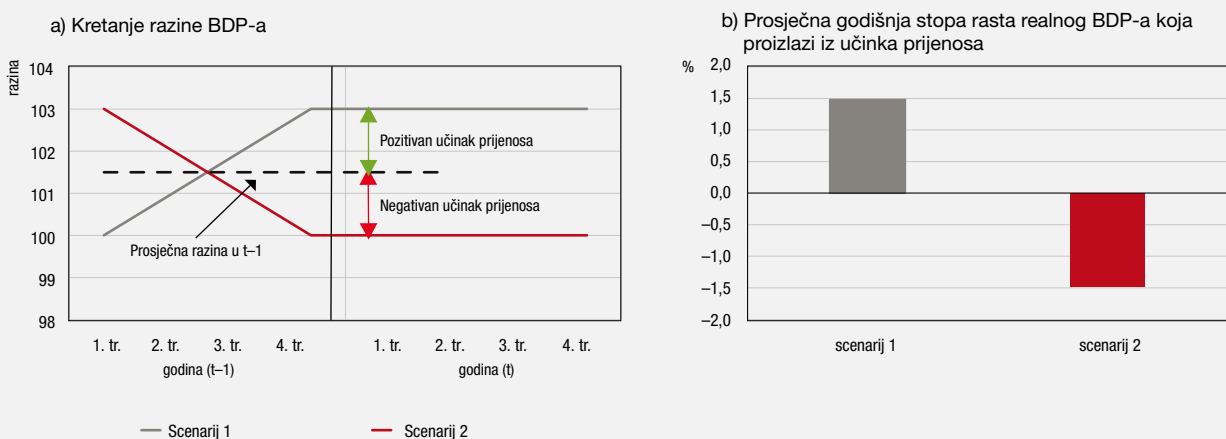


Napomena: Metodologija izračuna pondera temelji se na: Tödter, Karl-Heinz, 2010. *How useful is the carry-over effect for short-term economic forecasting?*, Discussion Paper Series 1: Economic Studies br. 21, Deutsche Bundesbank.
Izvori: DB; HNB

jednom se scenariju tako razina BDP-a povećava, dok se u drugom smanjuje. Može se primijetiti sljedeće: kada je razina realnog BDP-a u posljednjem tromjesečju prethodne godine viša u odnosu na prosječnu razinu u toj godini (scenarij 1), učinak prijenosa na tekuću godinu bit će pozitivan, a kada je razina manja (scenarij 2), učinak prijenosa na tekuću godinu bit će negativan. U skladu s time prosječna bi godišnja stopa promjene realnog BDP-a u tekućoj godini u scenariju 1 bila pozitivna, a u scenariju 2 negativna (Slika 1.2.b), iako je i u jednom i u drugom slučaju aktivnost u tekućoj godini stagnirala.

Jačina učinka prijenosa ovisi o tekućoj dinamici BDP-a tijekom prethodne godine, odnosno prosječnoj stopi tekućeg rasta i distribuciji stopa unutar te godine. Viša stopa tekućeg rasta u prethodnoj godini, a osobito krajem te godine, rezultirat će snažnijim učinkom prijenosa, a time i višom prosječnom godišnjom stopom rasta u tekućoj godini (Slika 1.3.).

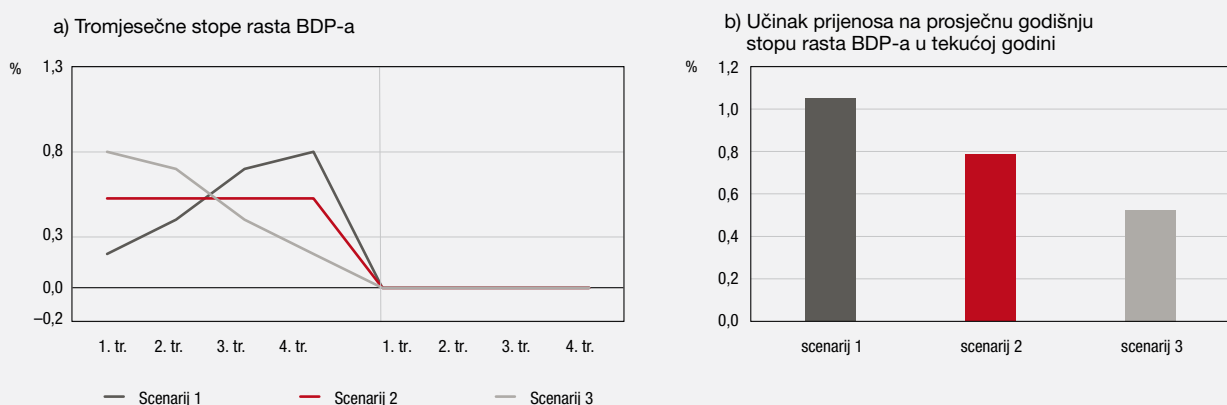
Slika 1.2. Primjer učinka prijenosa, različiti scenariji



Izvor: Izračun HNB-a

Povijesni podaci za Hrvatsku upućuju na njegovu razmjerno veliku važnost za dinamiku realnog BDP-a. Slika 1.4. tako pokazuje dekompoziciju prosječne godišnje stope rasta BDP-a na učinak prijenosa i tekući rast u pojedinoj godini. Pritom je od 2001. pa do globalne financijske krize učinak prijenosa bio pozitivan i razmjerno ujednačen te je prosječno iznosio oko jedne trećine godišnjih stopa rasta, što odražava činjenicu da se gospodarska aktivnost kretala uzlaznom putanjom i da je u tom razdoblju trend rasta bio relativno stabilan. U jeku krize učinak prijenosa postaje negativan te u 2009. objašnjava jednu trećinu prosječnoga godišnjeg pada BDP-a. Nakon 2009. učinak prijenosa nekoliko je godina zanemariv zbog stagnantnih kretanja hrvatskoga gospodarstva i ponovno postaje pozitivan s intenziviranjem njegova oporavka. Snažan pad u 2020. zbog pojave pandemije COVID-19 bio je u cijelosti određen kretanjima u toj godini. Međutim, kako

Slika 1.3. Tromjesečne stope rasta, različiti scenariji

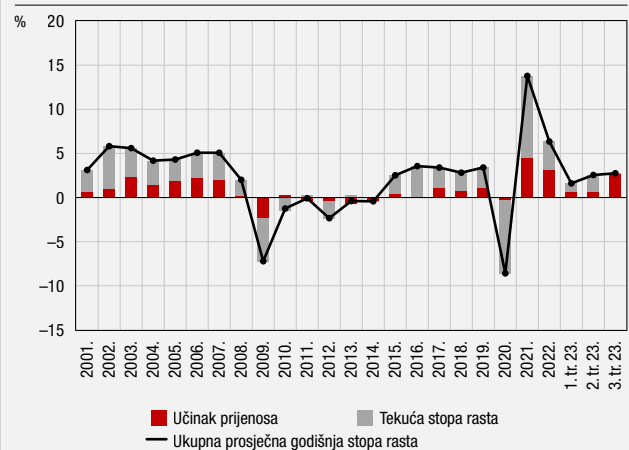


Izvor: Izračun HNB-a

je taj pad uglavnom bio određen kretanjima u prvom polugodištu, dok je u drugom polugodištu započeo snažan oporavak koji se nastavio tijekom 2021., učinak prijenosa u 2021. i 2022. opet je visoko pozitivan i u prethodnoj godini objašnjava čak polovinu prosječne godišnje stope promjene.

Analiza učinka prijenosa može se primijeniti i na godišnju stopu promjene realnog BDP-a u pojedinom tromjesečju. Pritom će godišnja stopa rasta ovisiti o kretanjima u tekućem tromjesečju i kretanjima u prethodna tri tromjesečja, uz jednake pondera za svako tromjesečje. Tako se može primijetiti (Slika 1.4.) kako je rast gospodarske aktivnosti od 2,8% u recentnom razdoblju (trećem tromjesečju 2023.) gotovo u cijelosti bio posljedica kretanja gospodarske aktivnosti u prethodna tri tromjesečja, dok se u razdoblju od srpnja do rujna 2023. realni BDP samo blago povećao u odnosu na prethodno razdoblje.

Slika 1.4. Dekompozicija prosječne godišnje stope rasta realnog BDP-a za Hrvatsku na učinak prijenosa i tekući godišnji rast

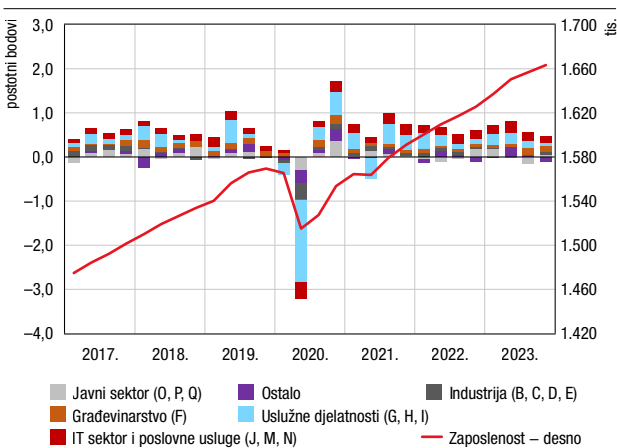


Izvori: DZS; izračun HNB-a

3.2. Tržište rada

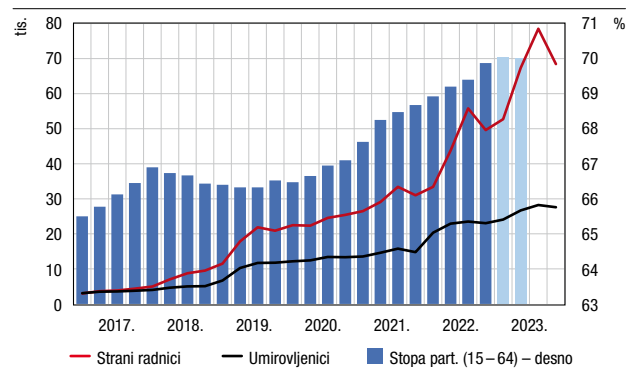
Robusna domaća gospodarska aktivnost djelovala je na nastavak porasta broja zaposlenih osoba u trećem tromjesečju, iako nešto slabijim intenzitetom u usporedbi s prvom polovinom godine. Ukupna je zaposlenost tako u razdoblju od srpnja do rujna porasla za 0,4% u odnosu na drugo tromjesečje. Najsnažniji doprinos ukupnom rastu zaposlenosti dalo je zapošljavanje u IT sektoru, građevinarstvu i uslužnim djelatnostima povezanim s turizmom, dok je broj zaposlenih u industriji stagnirao, a u javnom sektoru zabilježen je pad zaposlenosti (Slika 3.2.1.). Promatrano na godišnjoj razini, broj zaposlenih u trećem tromjesečju bio je za 2,5% veći nego u istom razdoblju 2022. godine. Podaci za listopad upućuju na nastavak rasta zaposlenosti sličnim intenzitetom kao u prethodnom tromjesečju. Pritom se dio potražnje za radom i nadalje namiruje pojačanim zapošljavanjem radnika iz trećih zemalja (izvan Europske unije) te angažiranjem umirovljenika koji rade do polovine radnog vremena (Slika 3.2.2.). Rast stope participacije u dobnoj skupini od 15 do 64 godine odnosno aktivacija prethodno neaktivne radne snage, ostvarena u uvjetima zategnutog tržišta rada, upućuje na dodatni izvor rasta zaposlenosti.

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



Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2023. godine odnose se na listopad.
Izvor: HZMO (sezonska prilagodba HNB-a)

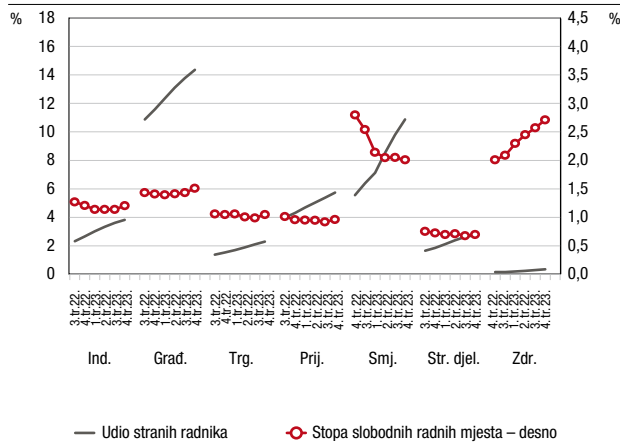
Slika 3.2.2. Stopa participacije, zaposleni umirovljenici i strani radnici



Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2023. za radnike iz trećih zemalja i umirovljenike koji rade do polovine radnog vremena odnose se na listopad. Stopa participacije izračunata je za stanovništvo u rasponu od 15 do 64 godine. Kod anketnih pokazatelja podaci za prvo i drugo tromjesečje 2023. nisu u potpunosti usporedivi s prethodnim tromjesečjima zbog prelaska na izračun pokazatelja na osnovi rezultata Popisa stanovništva iz 2021. godine.
Izvori: DZS; HZMO

Rast zapošljavanja odrazio se djelomice i na smanjenje stope nezaposlenosti, pri čemu na snažnu potražnju za radom također upućuju i nadalje visoke vrijednosti stope slobodnih radnih mjesta. Stope slobodnih radnih mjesta uglavnom su bile stabilne, osim u djelatnosti smještaja i ugostiteljstva, u kojoj su se tijekom trećeg tromjesečja smanjivale, ali s vrlo visoke razine i uz izraženo zapošljavanje radnika iz trećih zemalja. Uz smještaj i ugostiteljstvo, snažan rast zapošljavanja stranih radnika bilježi i građevinarstvo, što odražava naglašeniji manjak radne snage u tim djelatnostima, a djelomično prirodno posla i potrebne kvalifikacije (Slika 3.2.3.). Sezonski prilagođena međunarodno usporediva (anketna) stopa nezaposlenosti, prema posljednjim dostupnim podacima u

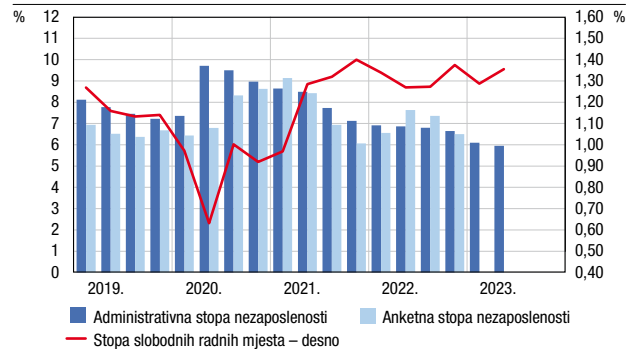
Slika 3.2.3. Udio stranih radnika u ukupnoj zaposlenosti i stopa slobodnih radnih mjesta po djelatnostima četveročlani pomični prosjeci



Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2023. odnose se na listopad.

Izvori: HZMO; HZZ

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



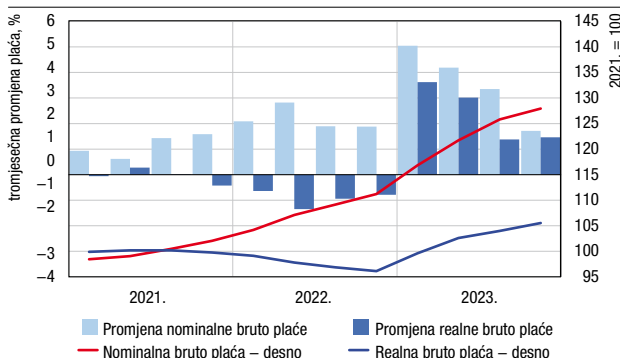
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2023. odnose se na listopad. Pri izračunu administrativne stope nezaposlenosti od siječnja 2015. koriste se podaci o zaposlenosti prikupljeni iz obrasca JOPPD. Stopa slobodnih radnih mjesta računa se kao udio slobodnih radnih mjesta u ukupnoj potražnji za radom (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 osnovi rezultata Popisa stanovništva iz 2021. godine.

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

drugom tromjesečju 2023., snižena je na 5,8% radne snage, sa 6,7% iz prethodna tri mjeseca. Administrativna stopa nezaposlenosti, dostupna za treće tromjesečje, blago je porasla (na 6,4% s razine od 6,1% u prethodnom tromjesečju) (Slika 3.2.4.). Takva kretanja, čini se, odražavaju nešto veći broj prijava u nezaposlenost iz radnog odnosa nego što je to uobičajeno u ovom razdoblju godine, a što bi moglo upućivati na djelomičnu supstituciju domaće radne snage uvoznom. Stopa nezaposlenosti bila je razmjerno stabilna u uvjetima rasta stope participacije radne snage kao i pojačanog zapošljavanja radnika iz trećih zemalja i umirovljenih osoba.

Nakon izraženog rasta nominalnih i realnih plaća početkom 2023., u nastavku se godine njihov tekući rast usporio. Odražavajući nisku nezaposlenost, prisutne nedostatke radne snage kao i akumulirani gubitak

Slika 3.2.5. Prosječna nominalna i realna plaća sezonski prilagođeni podaci



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

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

radne snage kao i akumulirani gubitak kupovne moći, početak je godine obilježio naglašen rast nominalnih plaća pa je u uvjetima postupnog popuštanja inflatornih pritisaka porasla i njihova realna vrijednost (Slika 3.2.5.). Ubrzavanje rasta u prvom polugodištu 2023. bilo je više izraženo u privatnom sektoru, pri čemu je rast plaća bio široko rasprostranjen po djelatnostima. Prema sezonski prilagođenim podacima u trećem se tromjesečju 2023. rast bruto nominalnih plaća usporio na 3,4% s 4,2% koliko je iznosio u prethodnom tromjesečju. Kretanje plaća u trećem tromjesečju bilo je pod snažnim utjecajem jednokratnog povećanja plaća u javnim i državnim službama

isplaćenih u srpnju. Tako se rast plaća u javnom sektoru u razdoblju od srpnja do rujna snažno ubrzao u odnosu na drugo tromjesečje, s 3,0% na 7,8%, a rast u privatnom sektoru usporio se (s 4,8% na 1,5%). Porast bruto nominalnih plaća i postupno usporavanje inflacije rezultirali su povećanjem realnih plaća i u trećem tromjesečju u odnosu na prethodna tri mjeseca. Ipak, ostvareni rast realnih bruto plaća iznosio je 1,4%, što je znatno manje nego u drugom tromjesečju (3,0%). Sličnom dinamikom, ali po nešto nižim stopama rasle su i realne neto plaće. Podaci o kretanju bruto plaća za listopad pokazuju da se na početku četvrtog tromjesečja rast nominalnih plaća usporio, dok su realne plaće nastavile rasti kao i u prethodnom tromjesečju. Promatraju li se ostvarenja plaća u odnosu na isto razdoblje prošle godine, godišnje su se stope rasta u trećem i na početku četvrtog tromjesečja zadržale na razinama ostvarenima u prvom polugodištu, uz primjetljivo više stope rasta u javnom sektoru u drugom polugodištu.

Okvir 2. Učinak korekcije obuhvata stranih radnika na procjenu potencijalnog BDP-a Hrvatske

Brz gospodarski oporavak nakon pandemijske recesije snažno je povećao potražnju za radnom snagom, ponajviše u sezonski intenzivnim djelatnostima poput graditeljstva i ugostiteljstva. U uvjetima nepovoljnih demografskih kretanja dio te potražnje namirio se upošljavanjem radnika iz trećih zemalja (izvan EU-a). Anketa o radnoj snazi, koja je uobičajeni izvor podataka o zaposlenosti potrebnih za procjenu potencijalnog bruto domaćeg proizvoda Hrvatske, vjerojatno podcjenjuje broj zaposlenih stranaca. Korigiranje procjena potencijalnog BDP-a za izgledno podcjenjivanje zaposlenosti stranaca blago povećava stopu rasta potencijalnoga domaćeg proizvoda u razdoblju od 2018. do 2024. godine, kada se intenziviralo zapošljavanje stranaca. Time se također nešto povećava ocijenjeni doprinos faktora rada potencijalnom BDP-u. Iako je moguće da ni podaci HZMO-a ne obuhvaćaju ukupan broj stranih radnika u Hrvatskoj, njihova bi produktivnost, uzmu li se u obzir sektorska i obrazovna struktura, mogla biti nešto niža od implicitno pretpostavljene, što donekle umanjuje odstupanje procjene od stvarnog doprinosa stranih radnika.

Određivanje potencijalne razine bruto domaćeg proizvoda (BDP-a) i doprinosa pojedinih njegovih sastavnica ima važnu ulogu za ocjenjivanje cikličke pozicije gospodarstva kako bi se što bolje usmjerile ekonomske politike. Ključna mjera cikličke pozicije jest jaz domaćeg proizvoda, koji predstavlja odstupanje realnog od potencijalnog BDP-a, iskazano u postotku potencijalnog BDP-a. Kada je spomenuti jaz pozitivan, često su prisutni inflatorni pritisci, dok negativan jaz domaćeg proizvoda može stvoriti deflacijske pritiske. No, razina potencijalnog BDP-a i jaz domaćeg proizvoda teorijski su koncepti koji se ne mogu izravno mjeriti, pa se navedene varijable moraju procijeniti. Na formiranje BDP-a u Hrvatskoj sve više utječe i zapošljavanje stranih radnika.⁴ No, uobičajeni statistički podaci o tržištu rada koji se koriste za procjenu potencijalnog BDP-a (Anketa o radnoj snazi) zbog metodologije i obuhvata istraživanja ne zahvaćaju u potpunosti strane radnike u Hrvatskoj. To može uzrokovati podcjenjivanje raspoloživog faktora rada, a time i podcjenjivanje potencijalnog BDP-a.

U uvjetima snažnog oporavka nakon pandemije koronavirusa i sve izraženijih učinaka nepovoljnih demografskih promjena, poslodavcima u Hrvatskoj postao je velik izazov pronaći na domaćem tržištu dostatnu količinu radne snage. Kako bi ublažili taj problem, poslodavci se sve više oslanjaju na upošljavanje radne snage izvan Hrvatske ili država članica EU-a, odnosno iz trećih zemalja (izvan Europske unije), čije je angažiranje znatno administrativno olakšano donošenjem novog Zakona o strancima iz 2021. godine. Isto

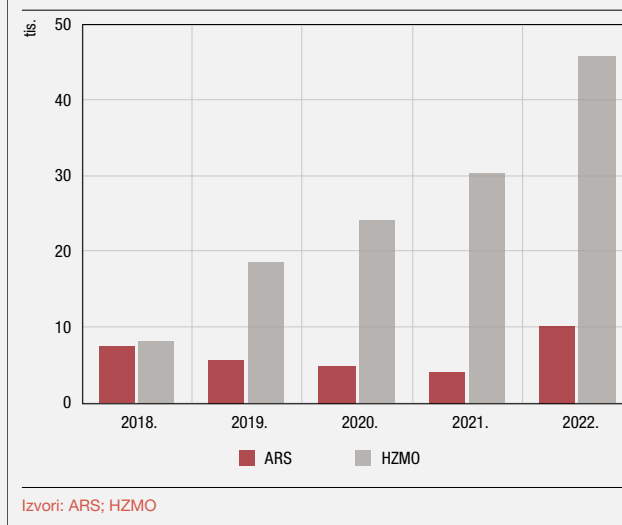
4 U analizi se koriste podaci o prosječnom godišnjem broju stranih radnika.

tako, zbog postupnog rasta cijene rada i Hrvatska postaje sve privlačnija stranim radnicima.⁵ Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje u svojoj evidenciji ukupnih osiguranika ima posebnu kategoriju za strane radnike od 2017. godine, a iz njihove je statistike razvidan snažan rast broja prijavljenih stranih radnika nakon spomenute liberalizacije tržišta rada kojom su ukinute godišnje kvote za zapošljavanje stranaca u pojedinim sektorima i zanimanjima (Slika 2.1.).

Dok pokazatelji HZMO-a kao i evidencije MUP-a o broju izdanih radnih dozvola upućuju na snažan porast broja stranih radnika, Anketa o radnoj snazi, koja se zbog svoje međunarodne usporedivosti uobičajeno koristi kao izvor podataka o faktoru rada pri procjenama potencijalnog BDP-a, u većem dijelu promatranog razdoblja pokazuje njihovu stagnaciju na niskoj razini. Broj stranih radnika iskazan u Anketi o radnoj snazi u 2022. godini tako je iznosio samo petinu broja stranih radnika registriranih kod HZMO-a. Pritom postoje indicije da čak i pokazatelji HZMO-a u određenoj mjeri podcjenjuju stvarni broj stranih radnika jer moguće je da domaći poslodavci ne slijede u potpunosti upute HZMO-a o prijavi stranih radnika pod odgovarajućom šifrom u obrascima i evidenciji. Ipak, budući da ne raspoložemo boljim pokazateljima, u ovom će se okviru anketni pokazatelj zaposlenosti nadopuniti podacima o zaposlenim strancima iz evidencije HZMO-a kako bi se detaljnije analizirao i kvantificirao njihov doprinos potencijalnom BDP-u domaćega gospodarstva.

Potencijalna razina BDP-a može se procijeniti na različite načine: primjenom metode proizvodne funkcije i/ili primjenom raznih univarijantnih⁶, bivarijantnih⁷ i multivarijantnih filtara (poput metode neopazive komponente⁸). U međunarodnim institucijama kao jedan od pristupa redovito se primjenjuje metoda proizvodne funkcije jer osigurava konzistentan pristup i omogućuje usporedbu između pojedinih zemalja kao i detaljniju dekompoziciju potencijalnog BDP-a. Stoga se i u ovom okviru razina potencijalnog BDP-a procjenjuje proizvodnom funkcijom prema metodologiji opisanoj u Grgurić *et al.* (2021).⁹

Slika 2.1. Usporedba kretanja prosječnog broja stranih radnika prema različitim izvorima podataka



5 Butković, H., Samardžija, V. i Rukavina, I. (2022.): *Strani radnici u Hrvatskoj: Izazovi i mogućnosti za gospodarski i društveni razvoj*, Institut za razvoj i međunarodne odnose, IRMO, ISBN 978-953-6096-95-4

6 Hodrick, R. J. i Prescott, E. C. (1997.): *Postwar US business cycles: an empirical investigation*, Journal of Money, Credit, and Banking, 29(1), str. 1 – 16

7 Blanchard, O. J. i Quah, D. (1989.): *The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances*, The American Economic Review, 79(4), str. 655 – 673

8 Toth, M. (2021.): *A multivariate unobserved components model to estimate potential output in the euro area: a production function based approach*, Working Paper Series 2523, Europska središnja banka, veljača 2021.

Razina potencijalnog BDP-a (Y) može se zapisati u Cobb-Douglasovu obliku kao:

$$Y_t = TFP_t \times L_t^\alpha \times K_t^{1-\alpha} \quad (1)$$

te je određena faktorom rada (engl. *labour*, L), kapitala (engl. *capital*, K) i rezidualnom kategorijom ukupne ili višefaktorske produktivnosti (engl. *total factor productivity*, TFP). Faktor rada odnosi se na ukupan broj plaćenih sati rada u gospodarstvu. Faktor kapitala uključuje materijalnu i nematerijalnu imovinu koja se koristi u proizvodnom procesu. Ukupna faktorska produktivnost pokazuje koliko se učinkovito rad i kapital koriste u proizvodnom procesu te istodobno odražava utjecaj ostalih proizvodnih činitelja poput tehnologije, menadžerskih sposobnosti i sl.

Kada je riječ o procjeni potencijalnog BDP-a metodom proizvodne funkcije, ponderi faktora rada (α) i kapitala ($1-\alpha$) za Hrvatsku određeni su u skladu s rezultatima prethodnih empirijskih istraživanja^{9,10}, pa tako ponder faktora rada iznosi 0,65, a ponder faktora kapitala 0,35. Faktor rada, odnosno ukupan broj plaćenih sati rada u gospodarstvu, koji je ključan u ovoj analizi s obzirom na to da zapošljavanje stranih radnika izravno utječe na tu sastavnicu, a time i na potencijalnu razinu BDP-a, može se zapisati kao:

$$L_t = \text{prosječni plaćeni sati rada po zaposlenom}_t \times (1 - \text{NAWRU}_t) \times \text{stopa participacije}_t \times \text{rasno sposobno stanovništvo}_t \quad (2)$$

te označuje ukupan broj plaćenih sati rada u gospodarstvu. Zapošljavanje stranih radnika u model se uključuje tako da se zaposlenost (koja utječe na stopu participacije) uveća za broj stranih radnika zaposlenih u Hrvatskoj.

Ocjena potencijalnog BDP-a temelji se na usporedbi rezultata dviju specifikacija modela, pri čemu se prva, osnovna specifikacija temelji na podacima iz Ankete o radnoj snazi, a druga, alternativna specifikacija proširuje se podacima HZMO-a o zaposlenim stranim državljanima i tako podrazumijeva zamjetno veći broj stranih radnika uposlenih u Hrvatskoj. Drugim riječima, u alternativnoj specifikaciji modela faktor rada uvećan je za razliku u broju stranih radnika između HZMO-a i Ankete o radnoj snazi. Isto tako, analiza je produžena i na projekcijsko razdoblje na osnovi makroekonomskih projekcija HNB-a, pri čemu je broj stranih radnika za 2023. ocijenjen na osnovi ostvarenja u prvih jedanaest mjeseci, prema kojima godišnja stopa rasta iznosi oko 30%, što je jednako porastu u 2022., a ista stopa rasta broja stranih radnika ekstrapolirana je i u 2024. godinu.

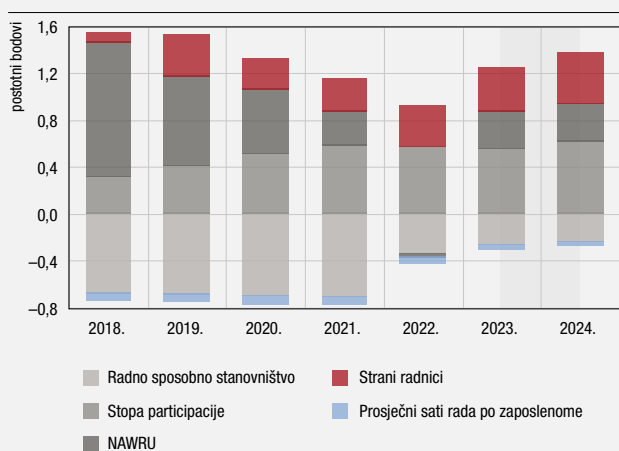
9 Grgurić, L., Nadoveza Jelić, O. i Pavić, N. (2021.): *The interplay of supply and demand shocks: measuring potential output in the COVID-19 pandemic*, Public Sector Economics, Institute of Public Finance, vol. 45(4), str. 459 – 493

10 Jovičić, G. (2017.): *Procjena potencijalnog rasta i jaza BDP-a u Hrvatskoj*, Pregledi Hrvatske narodne banke, P-38

Nadopuna pokazatelja zaposlenosti povećanjem broja stranih radnika povećava doprinos faktora rada u proširenom modelu (Slika 2.2.). Prosječno povećanje doprinosa faktora rada potencijalnom proizvodu kao rezultat zapošljavanja stranih radnika između 2018. i 2024. u proširenoj u odnosu na osnovnu specifikaciju tako iznosi 0,3 p. b. Osim stranih radnika, na ukupni broj radnih sati povoljno utječe sve veća participacija stanovništva u radnoj snazi kao i smanjenje strukturne nezaposlenosti. S druge strane, u smanjenju radno sposobnog stanovništva vidljiv je nepovoljan utjecaj demografskih kretanja.

Rezultati provedene analize pokazuju da je u specifikaciji modela s većim brojem stranih radnika stopa rasta potencijalnog BDP-a u razdoblju od 2018. do 2024. prosječno viša za 0,1 p. b. u odnosu na stopu rasta potencijalnog BDP-a u specifikaciji s manjim brojem stranih radnika pa kumulativna razlika u potencijalnom BDP-u iznosi oko 0,8 p. b. (Slika 2.3.). Najveća razlika u doprinosu faktora rada između dvije specifikacije trebala bi se pojaviti u 2024. godini i iznosi 0,4 p. b. Ipak, razlika stope rasta potencijalnog *outputa* između dviju specifikacija u istoj godini nešto je niža i iznosi 0,2 p. b. budući da je doprinos ukupne faktorske produktivnosti, kao rezidualne kategorije, u alternativnoj specifikaciji mehanički revidiran naniže.

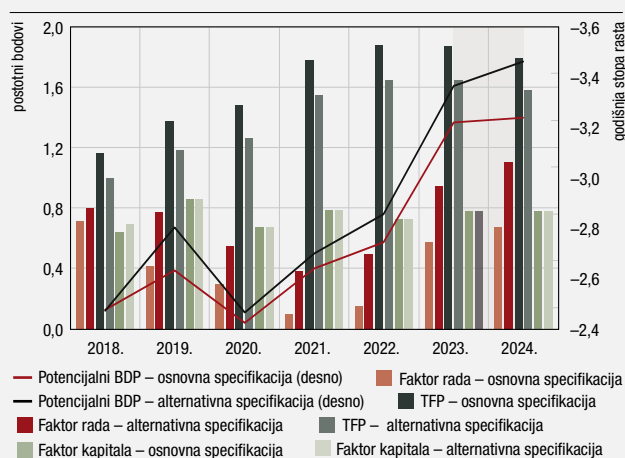
Slika 2.2. Doprinosi faktoru rada u alternativnoj specifikaciji modela



Napomena: Sivo označeno područje označuje projekcijski horizont.

Izvor: HNB

Slika 2.3. Stopa rasta potencijalnog BDP-a (%) i doprinosi pojedinih sastavnica u osnovnoj i alternativnoj specifikaciji modela



Napomena: Sivo označeno područje označuje projekcijski horizont.

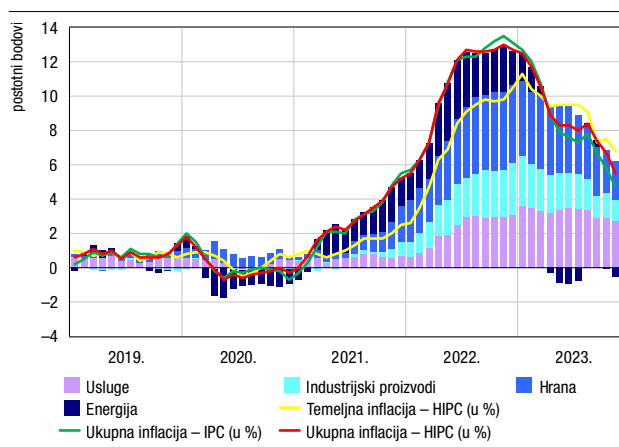
Izvori: DZS; HZMO; HNB

3.3. Cjenovna kretanja

Nakon što je u studenome prethodne godine dosegula svoj vrhunac, inflacija potrošačkih cijena tijekom 2023. osjetno se usporila, s time da je intenzitet usporavanja bio blaži tijekom ljetnih mjeseci zbog jačanja tekućih pritisaka za vrijeme turističke sezone. Tako se prema prvoj procjeni Eurostata inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC-om) u studenome 2023. smanjila na 5,5%, nakon 8,3% ostvarenih u lipnju, odnosno 13% krajem prethodne godine (Slika 3.3.1). Za razliku od prve polovine godine kada su usporavanju inflacije poglavito pridonijele cijene energije, na povoljna su kretanja u idućih pet mjeseci najviše utjecale cijene hrane (uključujući alkohol i duhan). Inflacija cijena hrane u studenome 2023. smanjila se na 7,7%, što je više nego upola niža stopa u odnosu na vrhunac od 16% iz posljednjeg tromjesečja prethodne godine. Smanjenje inflacije cijena hrane odražava različite činitelje, kao što su prelijevanje nižih cijena energenata, gnojiva i prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu na uvozne i domaće proizvođačke cijene hrane, normalizacija globalnih lanaca opskrbe, usporavanje inflacije cijena hrane u glavnim vanjskotrgovinskim partnerima, povoljni učinci baznog razdoblja zbog snažnog porasta cijena hrane tijekom 2022. te ublažavanje kratkoročne dinamike cijena hrane.

Iako manje izraženo od cijena hrane, usporavanju ukupne inflacije pridonijele su i cijene industrijskih proizvoda te usluga. Temeljna inflacija (mjerena pokazateljem koji isključuje cijene energije i hrane) usporila se s 9,5% u lipnju na 6,8% u studenome 2023. zahvaljujući smanjenju godišnje stope rasta cijena obiju njezinih komponenata, odnosno industrijskih proizvoda i usluga. Pritom se inflacija cijena industrijskih proizvoda uglavnom kontinuirano usporavala od početka godine u uvjetima smanjenih uvoznih inflatornih pritisaka zbog nižih razina cijena energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu u odnosu na prethodnu godinu, normaliziranih globalnih opskrbenih lanaca i nižih

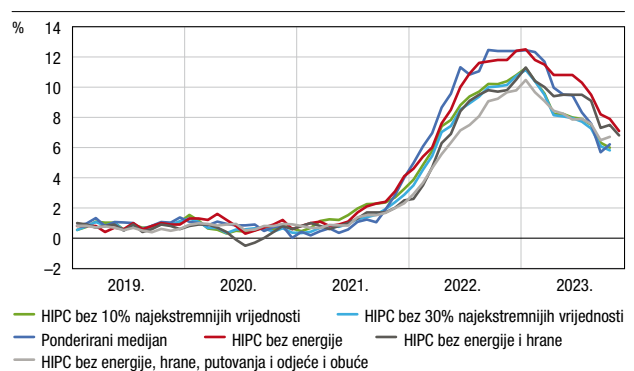
Slika 3.3.1. Pokazatelji inflacije u Hrvatskoj



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

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 3.3.2. Pokazatelji temeljne inflacije u Hrvatskoj



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

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

proizvođačkih cijena industrijskih proizvoda na domaćem tržištu. Za razliku od toga, jašnije naznake početka usporavanja inflacije cijena usluga postale su vidljive tek s protekom glavnog dijela turističke sezone. Unatoč usporavanju, inflacija cijena usluga i dalje je visoka te je u studenome 2023. iznosila 8,6% i time ujedno bila glavna komponenta s najvećim pojedinačnim doprinosom ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj. Alternativni pokazatelji temeljne inflacije, koji isključuju određene kolebljive komponente, također su se dodatno smanjili, ali i dalje su povišeni (Slika 3.3.2.). Razmjerno visoke razine temeljne inflacije uglavnom odražavaju domaće inflatorne pritiske, odnosno pritiske koji proizlaze iz snažnog tržišta rada, prije svega rasta plaća i solidne domaće potražnje (Slika 3.3.3.).

Kratkoročni pokazatelji ukupne i temeljne inflacije, koji odražavaju tekuća kretanja, u drugoj su se polovini 2023. dodatno smanjili, što je bilo posebno izraženo kod temeljne inflacije. Trend smanjenja kratkoročnih pokazatelja inflacije (tromjesečne stope promjene na godišnjoj razini) koji je započeo u drugoj polovini prethodne godine (Slika 3.3.4.) nije bio kontinuiran, a u razdoblju od svibnja do kolovoza ove godine oni su porasli odražavajući tekući porast cijena energije, hrane i, ponajviše, usluga (Slika 3.3.5.).

Slika 3.3.3. Pokazatelji inozemnih i domaćih pritisaka na cijene

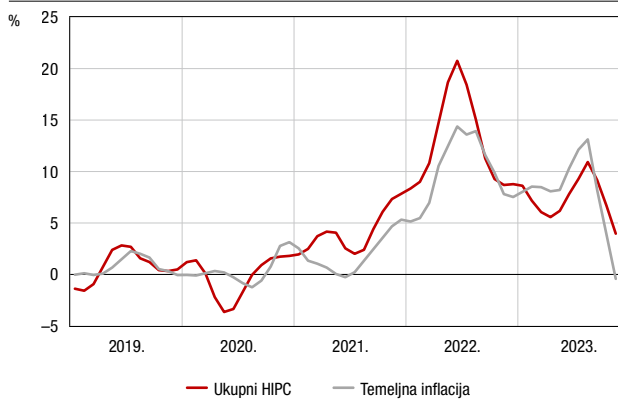
		2021.												2022.												2023.									
		I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	X.	XI.	XII.	I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	X.	XI.	XII.	I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	X.
Inozemni inflatorni pritisци	Potražnja u europodručju	PMI EA Composite																																	
		ESI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

^a Godišnja stopa promjene

Napomena: Nedostatak radne snage omjer je stope slobodnih radnih mjesta i stope registrirane nezaposlenosti. Serije PMI EA Composite i ESI EA nakon standardiziranja korigirane su kako bi neutralna vrijednost bila prikazana bijelom bojom. Crvena (plava) boja označuje pozitivno (negativno) odstupanje vrijednosti u pojedinom mjesecu u odnosu na prosjek 2010. – 2022. (Izražen brojem standardnih devijacija), pri čemu intenzitet nijanse boje upućuje na veličinu odstupanja naviše (naniže) u odnosu na prosjek.

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

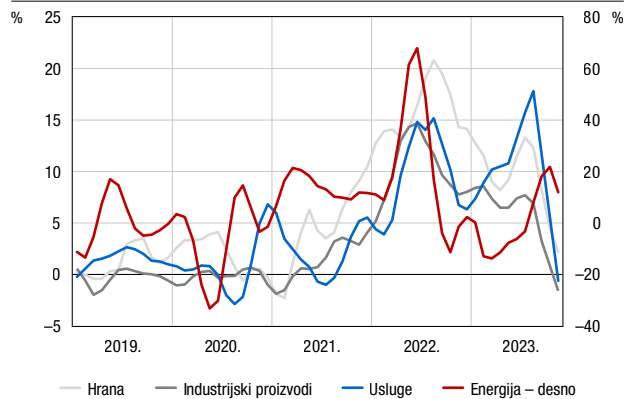
Slika 3.3.4. Momenti (zamasi) ukupne i temeljne inflacije



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

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 3.3.5. Momenti (zamasi) glavnih komponenta inflacije



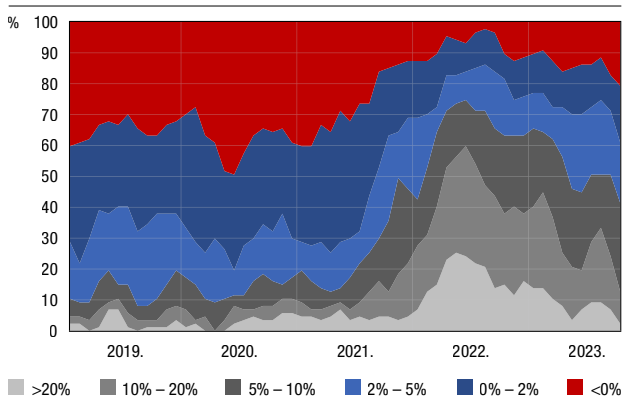
Napomena: Tromjesečna stopa promjene na godišnjoj razini izračunata je iz tromjesečnoga pomičnog prosjeka sezonski prilagođenih harmoniziranih indeksa potrošačkih cijena.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Za razliku od toga, u iduća su se tri mjeseca kratkoročni pokazatelji i ukupne i temeljne inflacije primjetljivo usporili zahvaljujući slabijem zamahu inflacije cijena industrijskih proizvoda, hrane i posebno usluga.

Popuštanje inflatornih pritisaka očituje se i u daljnjem smanjenju rasprostranjenosti inflacije (Slika 3.3.6.), pri čemu se udio potkomponentata u indeksu potrošačkih cijena čiji godišnji rast prelazi 2% spustio na 60%, što je znatno manje u odnosu na 85% zabilježenih u trećem tromjesečju prethodne godine. Kratkoročna inflacijska očekivanja poduzeća u industriji su se u drugoj polovini 2023. vratila otprilike na prosječnu razinu iz razdoblja od 2017. do 2019., dok su očekivanja poduzeća iz uslužnog sektora i dalje povišena u odnosu na pretpandemijsko razdoblje (Slika 3.3.7.).

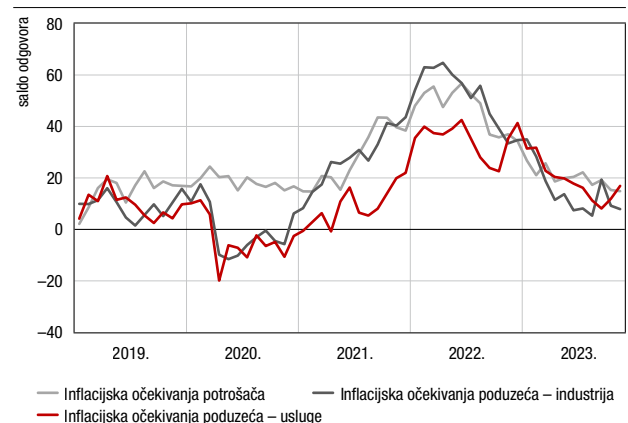
Slika 3.3.6. Rasprostranjenost inflacije potrošačkih cijena



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

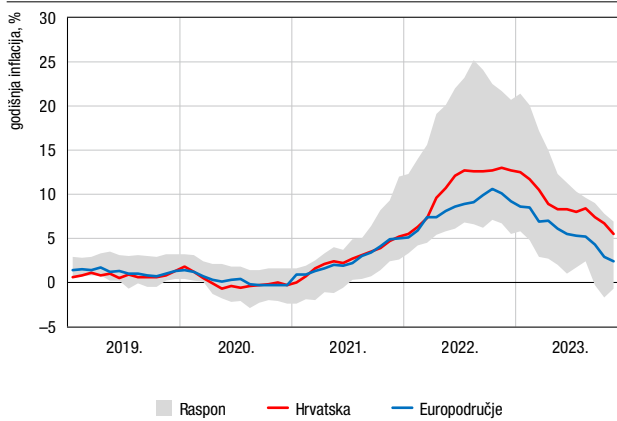
Slika 3.3.7. Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća



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

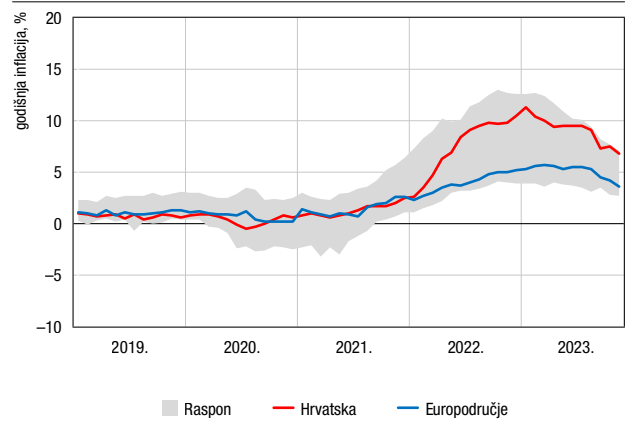
Izvor: Ipsos

Slika 3.3.8. Usklađenost ukupne inflacije u Hrvatskoj i europodručju



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

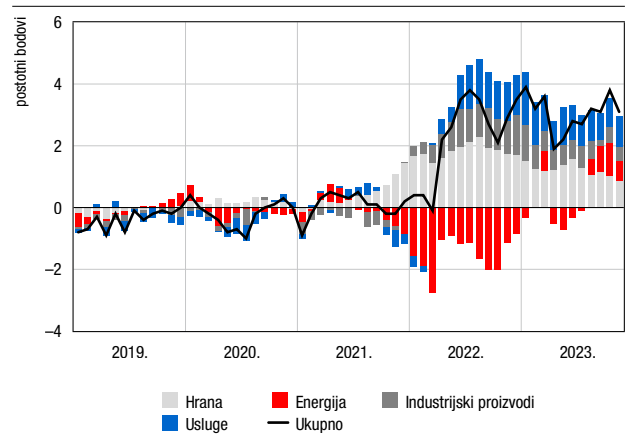
Slika 3.3.9. Usklađenost temeljne inflacije u Hrvatskoj i europodručju



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

Usporavanje inflacije u Hrvatskoj u drugoj je polovini 2023. bilo slabije izraženo nego na razini cijelog europodručja, zbog čega se povećao inflacijski diferencijal. U studenome 2023. ukupna i temeljna inflacija u Hrvatskoj bile su za 3,1 odnosno 3,2 postotna boda više nego u europodručju (slike 3.3.8. i 3.3.9.). Pritom se u odnosu na prethodnu godinu smanjila razlika u doprinosima svih pojedinih komponenata inflaciji potrošačkih cijena u Hrvatskoj i europodručju, osim razlike u doprinosu energije koja se povećala (Slika 3.3.10.).

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



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Okvir 3. Profiti, marže i inflacija u Hrvatskoj

Snažno intenziviranje inflacije tijekom 2022. otvorilo je pitanje u kojoj mjeri inflacijskim pritiscima pridonose profiti i marže poduzeća. Doprinos jediničnih profita rastu deflatora BDP-a bio je u 2022. veći nego u dužem prethodnom razdoblju i ujedno veći od doprinosa jediničnih troškova rada i poreza. No, profitne marže nefinancijskih poduzeća u Hrvatskoj, nakon smanjenja u 2020., do 2022. vratile su se približno na razinu iz 2019., a ekonometrijske procjene cjenovnih marža upućuju na sličan zaključak. Zadržavanje marža na razmjerno stabilnoj razini naizgled eliminira profite poduzeća kao jednu od potencijalnih odrednica inflacije. Stabilne su marže u uvjetima izraženog rasta troškova intermedijarnih proizvoda, znatno bržeg od porasta gospodarske aktivnosti i plaća, zapravo u skladu s primjetnim porastom dobiti poduzeća i velikim doprinosom jediničnih profita rastu deflatora BDP-a. U razdoblju otklanjanja preostalih uskih grla u proizvodnim lancima i smanjenja cijena sirovina profiti poduzeća mogu poslužiti kao amortizer za inflatorne učinke vrlo snažnog rasta troškova rada.

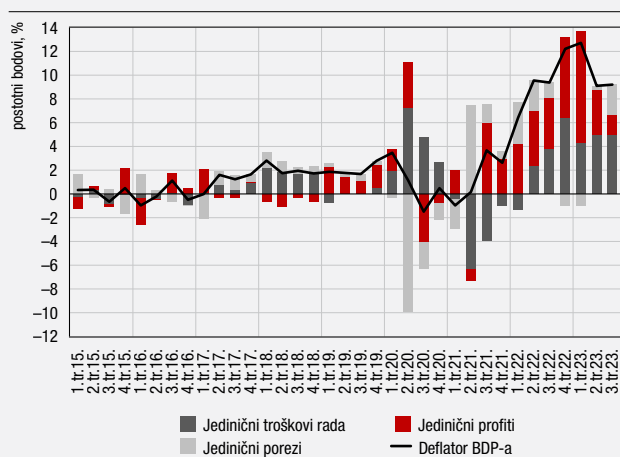
Snažno intenziviranje inflacije na globalnoj razini tijekom 2022. potaknulo je raspravu o povezanosti marža poduzeća i inflacijskih kretanja. Neovisno o krajnjem uzroku, u mjeri u kojoj nije “uvezana”, inflacija se nužno očituje u rastu nominalnih plaća, profita ili poreza. Stoga se otvorilo pitanje mjere u kojoj domaćim inflacijskim pritiscima pridonose profiti, odnosno marže poduzeća, pogotovo ako se ima na umu da je inflacija porasla do vrlo visokih razina i pokazala se znatno ustrajnijom od inicijalnih očekivanja. U ovom se okviru razmatra kretanje cjenovnih i profitnih marža nefinancijskih¹¹ poduzeća u Hrvatskoj te se pokušava dodatno razjasniti njihova veza.

Deflator BDP-a jedan je od pokazatelja kojim se prate cjenovna kretanja, iako se on konceptualno razlikuje od (harmoniziranog) indeksa potrošačkih cijena. Za razliku od indeksa potrošačkih cijena, koji prati cijene dobara i usluga koje konzumiraju potrošači, deflator BDP-a obuhvaća cijene svih finalnih proizvoda i usluga koje je proizvelo domaće gospodarstvo, neovisno o tome jesu li namijenjeni domaćoj potrošnji (finalnoj ili investicijskoj) ili izvozu. Također, uvozne su cijene uključene u indeks potrošačkih cijena, dok se u izračunu deflatora BDP-a isključuje deflator uvoza pa je deflator BDP-a jedan od uobičajenih pokazatelja domaćih pritisaka na rast cijena. Porast deflatora BDP-a u 2022. od 9,5% pokazuje da su inflacijski pritisci te godine tek djelomično bili uvezene prirode, a harmonizirani indeks potrošačkih cijena porastao je nešto snažnije od deflatora BDP-a, točnije za 10,7%.

¹¹ U cijelom okviru razmatraju se samo nefinancijska poduzeća (u nastavku skraćeno: poduzeća), dok su financijske institucije isključene iz analize.

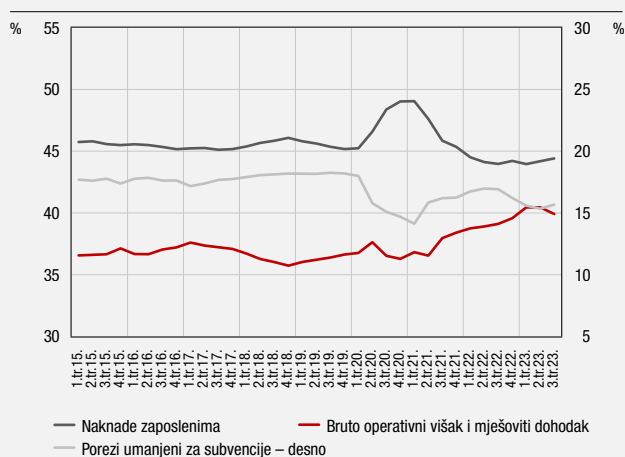
Razrada promjene deflatora BDP-a¹² pokazuje da su njegovu rastu u 2022. najviše pridonijeli jedinični profiti, čiji je doprinos bio znatno viši od dugoročnog prosjeka te je uvelike nadmašio doprinos jediničnih troškova rada (Slika 3.1.). Takva kretanja odražavaju činjenicu da je rast jediničnih profita brži od jediničnih troškova rada pa je porastao udjel profita (radi jednostavnosti aproksimiranih bruto operativnim viškom i mješovitim dohotkom) u BDP-u (Slika 3.2.). Nakon snažnog ubrzanja u 2022. godini rast jediničnih profita vrhunac je dosegno početkom ove godine, a u drugom se i trećem tromjesečju 2023. doprinos jediničnih profita rastu deflatora BDP-a smanjio. S druge strane, doprinos jediničnih troškova rada, koji se osobito ubrzao u drugoj polovini prošle godine, i dalje se zadržao na povišenoj razini.

Slika 3.1. Dekompozicija rasta deflatora BDP-a



Izvori: Eurostat; procjene autora

Slika 3.2. Struktura nominalnog BDP-a prema dohodovnom pristupu



Napomena: Prosjek posljednjih četiriju tromjesečja

Izvor: Eurostat

Rast jediničnih profita ne znači nužno da su poduzeća povećala cjenovne i profitne marže. Uobičajeni su pokazatelji marža cjenovne marže, koje su omjer cijene i graničnog troška poduzeća, te profitne marže, koje su omjer dobiti¹³ i prodaje. Cjenovne marže često se rabe kao pokazatelj tržišne moći poduzeća jer pokazuju mjeru u kojoj poduzeće može naplaćivati svoje proizvode iznad graničnog troška. Profitne su marže pokazatelj profitabilnosti poduzeća, tj. ostvarene dobiti po jedinici prodaje. Ti se pokazatelji marža mogu razlikovati, pri čemu je tretman fiksnih troškova jedna od važnih razlika između pokazatelja cjenovnih i profitnih marža. Primjerice, poduzeće s visokim fiksnim troškovima

12 Polazi se od sastavnica nominalnog BDP-a prema dohodovnom pristupu, pri čemu su i nominalni BDP i njegove tri sastavnice podijeljene s realnim BDP-om kako bi se s jedne strane dobio deflator BDP-a, a s druge strane (1) jedinični troškovi rada (točnije, omjer nominalnih naknada zaposlenima i realnog BDP-a), (2) jedinični profiti (točnije, omjer bruto poslovnog viška i bruto mješovitog dohotka i realnog BDP-a) i (3) jedinični porezi (točnije, omjer poreza umanjanih za subvencije i realnog BDP-a).

13 Rabimo tri standardne definicije dobiti u ovom okviru, to su neto dobit nakon oporezivanja, EBITDA i operativna dobit. EBITDA je definirana kao poslovni prihodi minus poslovni rashodi plus amortizacija, a operativna je dobit jednaka prihodima od prodaje umanjena za troškove zaposlenika i materijalne troškove. Pritom treba imati na umu da su godišnji financijski izvještaji poduzeća dostupni s puno većim vremenskim odmakom u odnosu na nacionalne račune.

mora imati visoke cjenovne marže kako bi uopće ostvarilo profit. Isto tako, udio profita u dodanoj vrijednosti, koji se mjeri nacionalnim računima¹⁴, konceptualno se razlikuje od pokazatelja marža pa se pokazatelji marža i udjela profita mogu razilaziti. Tako se u razdobljima kad je rast troškova intermedijarnih proizvoda brži od porasta troškova rada, kao što je bilo donedavno, udio profita u BDP-u može povećati čak i ako marže stagniraju ili se smanjuju (Hahn, 2023.). Stoga je za izvođenje cjelovitog zaključka o utjecaju cjenovnih politika poduzeća na inflaciju potrebno ocijeniti i kretanje njihovih cjenovnih i profitnih marža.

Ekonometrijske procjene cjenovnih marža utemeljene na izvještajima poduzeća u Hrvatskoj ne upućuju na njihov znatniji porast u 2022. godini u odnosu na 2019. godinu, a slično su se kretale i profitne marže. Cjenovne marže nužno je ekonometrijski procijeniti jer podaci o cijenama i graničnim troškovima poduzeća nisu raspoloživi. U tu svrhu primijenili smo standardni ekonometrijski model dizajniran za procjenu cjenovnih marža (De Loecker i Warzynski, 2012.¹⁵; De Loecker i sur. 2021.¹⁶). Procijenjeno je dvanaest različitih verzija modela koje upućuju na sličan zaključak: cjenovne su marže porasle nakon snažnog pada u pandemijskoj 2020. godini¹⁷, ali time su zapravo tek dosegnule razinu iz 2019. Procjene postotne promjene marža u odnosu na 2019. godinu na temelju različitih modela tako se kreću u rasponu od porasta cjenovnih marža za 2% pa do smanjenja od 2,5%, a medijalni model (-0,6%) i prosjek svih modela (-0,5%) pokazuju blagi pad cjenovnih marža (Slika 3.3.). Profitne marže kretale su se usporedno s cjenovnim maržama (Slika 3.3.).

I uz razmjerno stabilne marže poduzeća su znatno povećala nominalni iznos dobiti, što se očitovalo u rastu doprinosa jediničnih profita deflatoru BDP-a. Ukupna dobit poduzeća¹⁸ snažno je u 2022. porasla u odnosu na 2019. godinu (neto dobit 63%, EBITDA 42% i operativna dobit 34%¹⁹), i to znatno više od troškova rada (22%), što je u skladu s naizgled proturječnim pokazateljima koji upućuju na porast udjela profita u statistici

14 Valja uzeti u obzir da se profiti prema podacima iz nacionalnih računa aproksimiraju kategorijom bruto poslovnog viška i mješovitog dohotka, koja obuhvaća i određene elemente koji se ne bi smatrali profitima u užem smislu (Haskel, 2023.; Hahn, 2023.). Hahn, E. (2023.): *How have unit profits contributed to the recent strengthening of euro area domestic price pressures?*, svibanj 2023., poveznica: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb_ebbox202304_03~705befadac.en.html; Haskel, J. (2023.): *What's driving inflation: wages, profits, or energy prices?*, Speech given at the Peterson Institute for International Economics, Washington DC, 25. svibnja 2023.

15 De Loecker, J. i Warzynski, F. (2012.): *Markups and firm-level export status*, American economic review, 102(6), 2437 – 2471

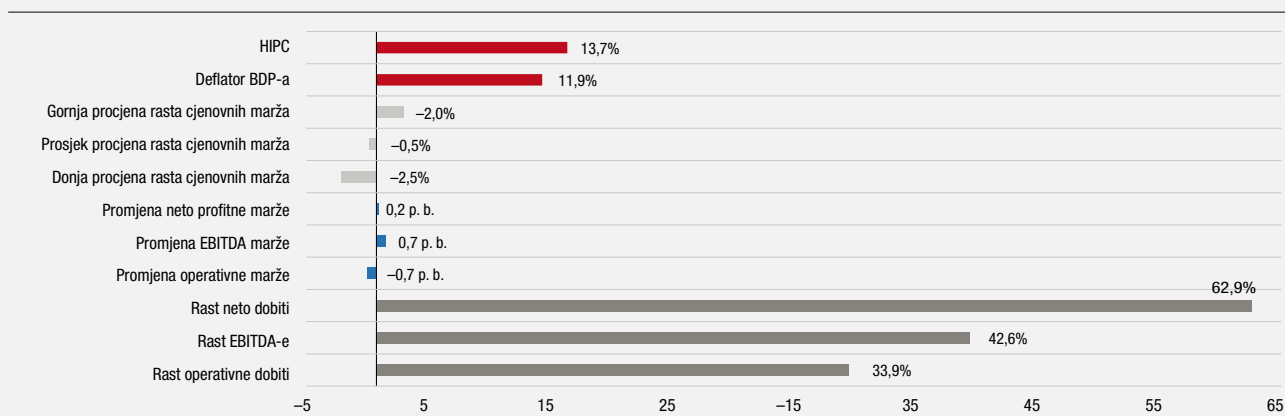
16 De Loecker, J., Eeckhout, J. i Unger, G. (2020.): *The rise of market power and the macroeconomic implications*, The Quarterly Journal of Economics, 135(2), 561 – 644

17 Pritom valja uzeti u obzir da su procjene cjenovnih marža u 2020. i 2021. vjerojatno pod utjecajem državnih potpora gospodarstvu, koje su omogućile poduzećima da imaju puno veći trošak rada nego što bi bio bez državnih subvencija. Cjenovne su marže vjerojatno tijekom 2020. i 2021. bile veće u odnosu na procjene modela pa je na Slici 3.3. prikazana samo postotna razlika u maržama između 2022. i 2019. godine.

18 Iz analize su isključena poduzeća koja nisu prijavila barem jednu od sljedećih stavki: zaposlenost, troškove zaposlenika, imovinu, materijalnu imovinu i poslovnu prodaju. Također, isključena su iz uzorka poduzeća ako im je bar jedna od gore navedenih stavki jednaka nuli. Izuzete su i sve djelatnosti čije su prve dvije znamenke veće od 82, što isključuje djelatnosti poput javne uprave, obrane, obrazovanja, zdravstva i slično. Navedeni su kriteriji primijenjeni u svim izračunima u ovom okviru.

19 U odnosu na 2021. godinu neto dobit porasla je za 23%, EBITDA za 27%, operativna dobit za 25%, a troškovi zaposlenika za 14%.

Slika 3.3. Promjena cjenovnih i profitnih marža poduzeća u Hrvatskoj, 2022. u odnosu na 2019.



Napomene: p. b. – postotni bodovi. Slika prikazuje postotnu promjenu cjenovnih marža procijenjenu različitim modelima i promjenu različitih definicija profitnih marža poduzeća u 2022. u odnosu na 2019. godinu. Procijenjeno je dvanaest različitih modela cjenovnih marža utemeljenih na De Loecker i Warzynski (2012.) i De Loecker i sur. (2021.). Marže na razini poduzeća agregirane su na razinu cijele ekonomije s udjelima prihoda od prodaje pojedinog poduzeća u ukupnim prihodima od prodaje poduzeća, te je postotna promjena izračunata u odnosu na 2019. godinu.

Izvori: Fina; procjene autora

nacionalnih računa i konstantne marže poduzeća. Colonna i sur. (2023.)²⁰ i Hahn (2023.) na temelju različitih pokazatelja dobiti poduzeća pokazali su da su slična kretanja prisutna i u pojedinim zemljama europodručja, odnosno da su nominalni iznosi dobiti snažno porasli i uz razmjerno stabilne marže. Stabilne profitne i cjenovne marže u uvjetima snažnih troškovnih pritisaka znače da su poduzeća cijene vlastitih proizvoda povećavala sličnim intenzitetom kojim su im rasli troškovi, a taj je osjetno nadmašivao porast BDP-a. Tako se snažno povećao nominalni iznos dobiti i njezin udjel u BDP-u.

Čini se da poduzeća nisu u potpunost prenijela porast cijena *inputa* na kupce, već su dio tereta podnijeli i radnici jer su plaće rasle sporije od troškova intermedijarnih proizvoda i prodaje, a to je ujedno poduzećima pomoglo da očuvaju marže. Kao što je prije pokazano, prosječne cjenovne i profitne marže poduzeća proteklih su godina bile razmjerno stabilne. Međutim, udjeli troškova različitih faktora proizvodnje u prodaji su se znatno promijenili (Slika 3.4.). Tako je nakon 2020. godine snažno porastao omjer troška intermedijarnih proizvoda i prihoda od prodaje, što upućuje na zaključak da su poduzeća cijene vlastitih proizvoda povećavala sporije od rasta troškova *inputa* s kojim su bila suočena. Istodobno je trošak zaposlenika rastao sporije i od troška intermedijarnih *inputa* i od prihoda od prodaje, pa se omjer troškova zaposlenika i prihoda od prodaje smanjio. To upućuje na zaključak da su poduzeća održavala relativno stabilne marže dijeljenjem tereta viših troškova intermedijarnih proizvoda između zaposlenika i kupaca²¹.

20 Colonna, F., Torrini, R. i Viviano, E. (2023.): *The profit share and firm mark-up: how to interpret them?* Banca D'Italia Occasional Paper No. 770, svibanj

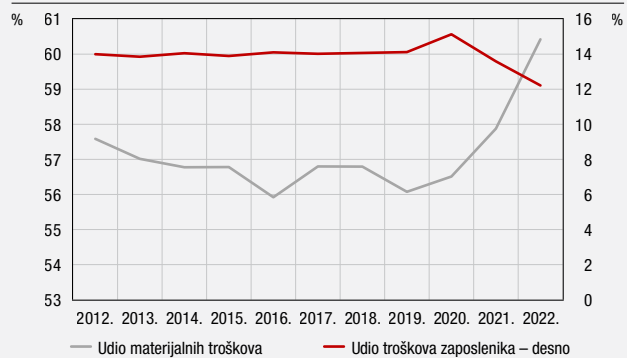
21 Prema ekonomskoj teoriji kretanje omjera troškova varijabilnih *inputa* i prodaje obrnuto je proporcionalno kretanju marža, pod pretpostavkom da u kratkom roku nema velikih promjena u tehnologiji proizvodnje (De Loecker i Warzynski, 2012.; De Loecker i sur., 2021.). Osim toga, ako pretpostavimo da su rad i intermedijarni *inputi* varijabilni faktori proizvodnje, onda su kretanja udjela njihovih troškova u poslovnoj prodaji obrnuto proporcionalna kretanju marža.

Opaženo ponašanje poduzeća u skladu je s jednostavnom cjenovnom politikom stabilnih cjenovnih marža, ali potrebna su dodatna istraživanja kako bi se utvrdile odrednice cijena, marža i profita. S jedne strane, poduzeća su bila suočena sa snažnim porastom cijena *inputa* koji povećavaju troškove i stoga smanjuju profitabilnost. S druge strane, uska grla u opskrbi, nestašice pojedinih proizvoda i snažna (domaća i inozemna) potražnja olakšali su poduzećima povećanje cijena njihovih proizvoda i nadoknadu višeg troška *inputa*. U

takvim uvjetima široko rasprostranjenog porasta troškova i cijena potrošačima je bilo teže ocjenjivati opravdanost rasta cijena pojedinih proizvoda te su vjerojatno imali manje mogućnosti i sklonosti prelasku drugim proizvođačima ili trgovcima. Relativno sporu prilagodba plaća na cjenovne šokove također je pomogla poduzećima da ublaže rast troškova i održe marže. Istodobno je agregatna potražnja ostala snažna jer su kućanstva smanjila stopu štednje, a ujedno je bio i znatan doprinos inozemne potražnje za uslugama. Za procjenu točnog doprinosa svakog od tih elemenata trebalo bi ocijeniti promjene elastičnosti potražnje, proizvodne strukture poduzeća i učinaka neizvjesnosti, a za to su potrebni mnogo detaljniji podaci od onih koji su raspoloživi. Trebalo bi voditi računa i o relativnoj važnosti brojnih šokova koji su pogodili gospodarstvo posljednjih godina za kretanje inflacije, što je predmet rastućeg broja istraživanja diljem svijeta.

U uvjetima otklanjanja preostalih uskih grla u proizvodnim lancima i smanjenja cijena sirovina može se očekivati daljnje smanjenje doprinosa jediničnih profita rastu deflatora BDP-a. Profiti bi mogli djelovati kao “amortizer” cjenovnih pritisaka generiranih zahtjevima zaposlenika koji žele nadoknaditi smanjenu kupovnu moć plaća zbog općeg porasta cijena. Međutim, eventualna nastojanja poduzeća da im se zamjetno ne smanje profiti mogla bi dovesti do povećanja marža, što je jedan od rizika da inflacija nadmaši trenutna očekivanja.

Slika 3.4. Kretanje odrednica cjenovnih marža poduzeća



Napomena: Slika prikazuje vagani prosjek udjela troškova zaposlenika i troškova intermedijarnih proizvoda u poslovnoj prodaji. Trošak intermedijarnih proizvoda definiran je kao zbroj troškova sirovina i materijala i troškova prodane robe u skladu s literaturom o cjenovnim maržama (De Loecker i Warzynski, 2012.; De Loecker i sur., 2021.). Naime, podstavka materijalnih troškova naziva ostali vanjski troškovi sadržava i brojne troškove koji se mogu svrstati u fiksni trošak, a ne varijabilni, pa je stoga isključujemo iz analize.

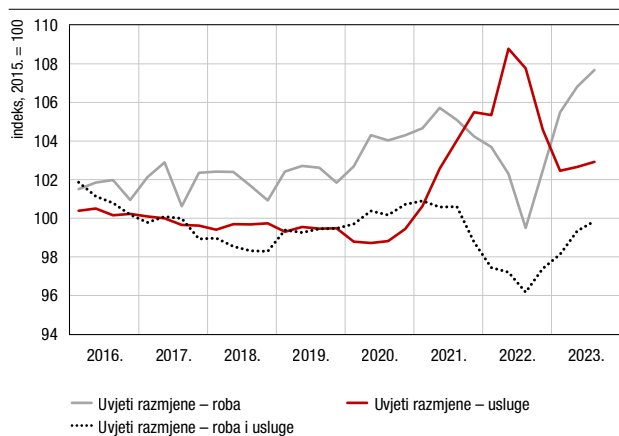
Izvori: Fina; procjene autora

3.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom

Nakon snažnog pogoršanja tijekom 2022., zbog velikog poskupljenja energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu, u 2023. uvjeti razmjene s inozemstvom zamjetno su se poboljšali. Odras je to popuštanja uvoznih cjenovnih pritisaka, poglavito zbog djelomične normalizacije cijena energenata i sirovina na svjetskom tržištu koji su rezultirali poboljšanjem uvjeta robne razmjene i pridonijeli smanjenju vanjskotrgovinskog manjka. Suprotno od toga, nakon znatnog poboljšanja u prethodne dvije godine, uvjeti razmjene usluga vidljivo su se pogoršali u 2023., i to zbog izraženije korekcije izvoznih od uvoznih cijena usluga (Slika 3.4.1.).

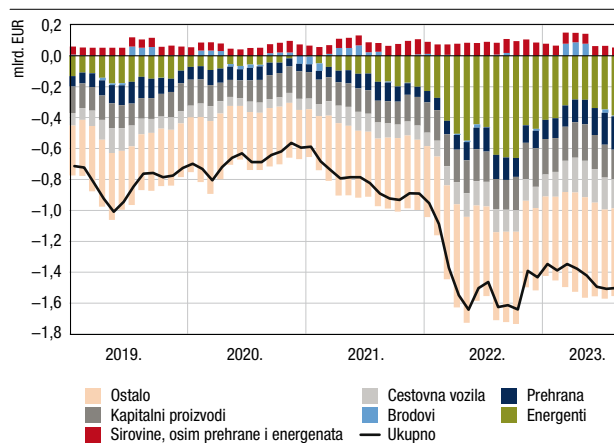
Prema preliminarnim podacima DZS-a robni se izvoz u prvih devet mjeseci 2023. smanjio za 4,5%, što je uz gotovo podjednak pad robnog uvoza od 4,9% rezultiralo smanjenjem manjka u robnoj razmjeni za 5,5%. Ponajprije je to posljedica smanjenja vrijednosti neto uvoza energenata zbog pada cijena na svjetskom tržištu (Slika 3.4.2.). Isključi li se trgovina energentima, prema dostupnim detaljnim podacima, u prvih je osam mjeseci ove godine zabilježen godišnji rast robnog izvoza za 5,3%, a robnog uvoza za 7,0%, pri čemu se manjak povećao za 9,6%. Pritom se dinamika robne razmjene s inozemstvom postupno usporavala tijekom godine, s dvoznamenkastih stopa rasta u prvom tromjesečju na neznatno pozitivne stope u srpnju i kolovozu. Tome je, osim cjenovnog efekta i posljedičnog učinka baznog razdoblja, uvelike pridonijelo i slabljenje domaće i inozemne potražnje. Kada je riječ o geografskoj strukturi, u prvih je osam mjeseci robna razmjena sa zemljama europodručja blago porasla, dok je s onima izvan europodručja snižena, uglavnom kao posljedica činjenice da se glavnina energenata uvozi iz tih zemalja. Valja napomenuti i da se Hrvatska ističe nešto bržim rastom izvoza unutar europodručja u odnosu na druge članice, što je rezultiralo rastom njezina tržišnog udjela (više o tome vidi u Okviru 4. Relativni položaj i cjenovna konkurentnost hrvatskoga robnog izvoza na tržištu europodručja nakon pandemije).

Slika 3.4.1. Uvjeti razmjene s inozemstvom



Napomena: Uvjeti razmjene odnose se na omjer izvoznih i uvoznih cijena.
Izvori: DZS; izračun HNB-a

Slika 3.4.2. Vanjskotrgovinski saldo

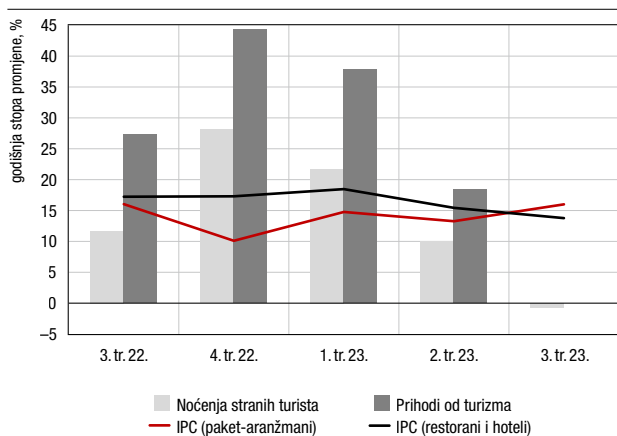


Napomena: Serije su prikazane kao tročlani pomični prosjeci mjesečnih podataka.
Podaci zaključno s kolovozom 2023.
Izvor: DZS

Osim robne razmjene s inozemstvom, snažno poboljšanje bilježi se i u međunarodnoj razmjeni usluga, u kojoj je zahvaljujući rastu turističke potrošnje stranih gostiju u prvoj polovini 2023. ostvaren 9,2% veći višak nego u istom razdoblju lani. Fizički pokazatelji turističke aktivnosti porasli su i u predsezoni i posezoni, dok je, s druge strane, tijekom glavne turističke sezone broj noćenja stranih gostiju bio blago manji nego u istom razdoblju lani (Slika 3.4.3.). No, uz osjetan doprinos produljenja sezone rastu prihoda, mjesečni financijski pokazatelji upućuju na osjetan rast prihoda zbog viših cijena u ugostiteljstvu i smještaju tijekom glavnog dijela turističke sezone. Porast noćenja u svibnju, odnosno rujnu i listopadu, može se povezati s povoljnijim cijenama smještaja i ugostiteljskih usluga kao i manjim prometnim gužvama te izbjegavanjem temperaturnih ekstrema. Slabijim dolascima tijekom glavnih turističkih mjeseci ponajviše je pridonijelo smanjenje broja gostiju iz nekih tradicionalno važnih emitivnih tržišta, poglavito Njemačke i Češke. Unatoč tome, zahvaljujući izraženom porastu cijena smještaja te hrane i pića, odnosno potrošnje stranih gostiju, prihodi od turizma ponovno su dosegli rekorodne razine.

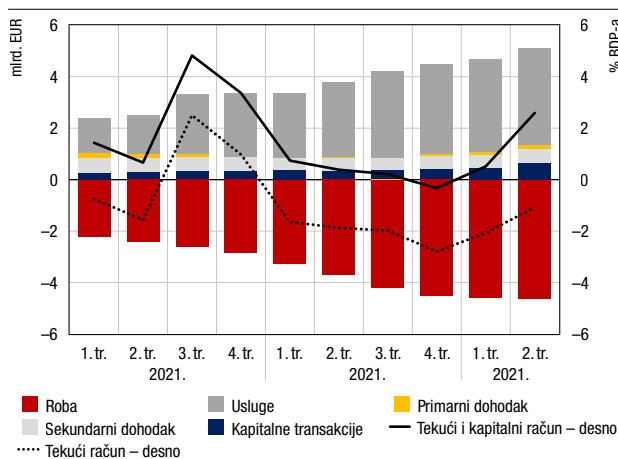
Nakon što je u 2022. na tekućem i kapitalnom računu platne bilance prvi put nakon devet godina zabilježen manjak, saldo je u 2023. ponovno vidljivo poboljšan. U prvoj polovini godine ostvaren je višak na tekućem i kapitalnom računu od 2,6% BDP-a (pomični prosjek četiriju tromjesečja), a osim opisanih povoljnih kretanja u robnoj razmjeni i turizmu, njegovu poboljšanju od početka godine pridonose i rekordne isplate sredstava iz fondova EU-a, posebice iz Europskog fonda solidarnosti (Slika 3.4.4.). Uzme li se u obzir to da je 2023. ujedno posljednja godina korištenja sredstava iz financijske perspektive 2014. – 2020. i uvažavajući dobre pokazatelje u turizmu tijekom glavne turističke sezone, izvjesno je dodatno poboljšanje salda tekućeg i kapitalnog računa do kraja godine.

Slika 3.4.3. Pokazatelji u turizmu



Izvori: HNB; DZS; eVisitor

Slika 3.4.4. Platna bilanca



Napomena: Serije su prikazane kao pomični prosjek četiriju tromjesečja.

Izvor: HNB

Okvir 4. Relativni položaj i konkurentnost hrvatskoga robnog izvoza na tržištu europodručja nakon pandemije

Gospodarstvo Hrvatske vrlo se brzo i snažno oporavilo od poremećaja uzrokovanog pandemijom koronavirusa, čemu je zamjetno pridonio i domaći izvozni sektor. Naglašen rast robnog izvoza Hrvatske odražava djelovanje globalnog oporavka i poboljšanje cjenovne i troškovne konkurentnosti. Također, u tom je razdoblju primjetan i znatan doprinos drugih čimbenika koji su olakšali oporavak hrvatskog izvoza. No, od početka 2023. vidljiv je pad robnog izvoza zbog slabljenja inozemne potražnje i istodobnog pogoršavanja cjenovne i troškovne konkurentnosti.

Hrvatski se robni izvoz oporavio od gospodarskog poremećaja izazvanog pandemijom koronavirusa znatno brže i snažnije nego izvoz većine drugih članica europodručja (Slika 4.1.a). Isto tako, iako se od kraja 2022. godine nominalni rast robnog izvoza primjetno usporio nakon agresije Rusije na Ukrajinu, praćene energetsom krizom i rastom troškova proizvodnje uz rastuće inflacijske diferencijale među članicama europodručja, taj je nepovoljan trend bio manje izražen nego u većini drugih članica. Udio hrvatskoga robnog izvoza na tržištu europodručja nastavio je stoga rasti, premda sporije nego u prethodnim godinama. Kada se iz ukupnog izvoza isključi izvoz energenata, relativni udio hrvatskog izvoza na zajedničko tržište europodručja povećao se za oko 10% u razdoblju od kraja 2019. do sredine 2023., pri čemu su osim Hrvatske jedino Letonija, Litva i Grčka povećale svoje udjele, dok je istodobno tržišni udio većine razvijenijih članica, osobito Luksemburga, Finske, Njemačke i Francuske, zamjetno smanjen (Slika 4.1.b).

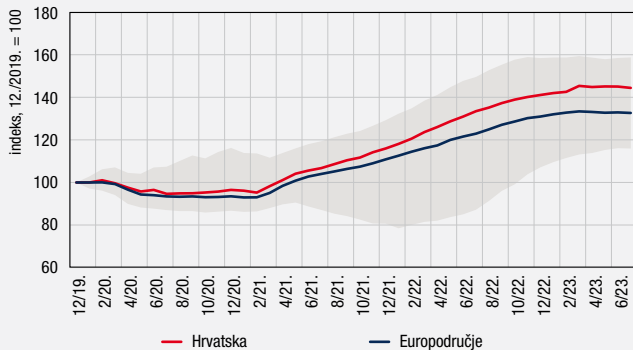
Opisana kretanja mogu odražavati manju izloženost domaćega izvoznog sektora inozemnim šokovima, zbog manje integriranosti u opskrbne lance ili pak zbog manje energetske intenzivnosti izvoznog sektora²², ali mogu biti povezani i s relativnim poboljšanjem cjenovne i troškovne konkurentnosti domaćega gospodarstva u odnosu na trgovinske partnere. Kako bi se ocijenio mogući doprinos različitih čimbenika, u nastavku se daje pregled kretanja različitih pokazatelja cjenovne i troškovne konkurentnosti da bi se potom modelski pokušao ocijeniti relativan doprinos pojedinih čimbenika kretanju robnog izvoza.

Promjene cjenovne i troškovne konkurentnosti obično se prate pokazateljima poput nominalnih i realnih efektivnih tečajeva. ESB-ov harmonizirani pokazatelj konkurentnosti (engl. *harmonised competitiveness indicator*, HCI)²³ prilagođava uobičajenu metodologiju izračuna nominalnih i realnih efektivnih tečajeva deflaciranih potrošačkim i

22 Jedan od razloga slabije integriranosti hrvatskoga izvoznog sektora u globalne lance vrijednosti jest relativno slab priljev inozemnih izravnih ulaganja u sektor međunarodno razmjenjivih dobara tijekom tranzicije. Što se tiče manje energetske intenzivnosti izvoznog sektora, ona proizlazi iz razmjerno veće zastupljenosti proizvoda radno intenzivnih industrija poput tekstilne, a manje energetske intenzivnih industrija poput kemijske ili metalske.

Slika 4.1. Kretanje robnog izvoza u ostale zemlje europskog područja i tržišni udjeli

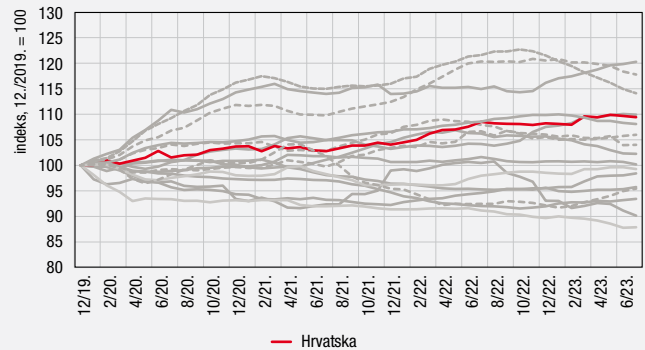
a) robni izvoz u ostale zemlje europskog područja



Napomena: Prikazani su nominalni pokazatelji te su isključeni energenti (SMTK 3). Sivom je bojom osjenčano područje koje označuje maksimalne i minimalne pokazatelje za pojedine članice europskog područja.

Izvor: Eurostat

b) udjeli robnog izvoza na tržištu europskog područja

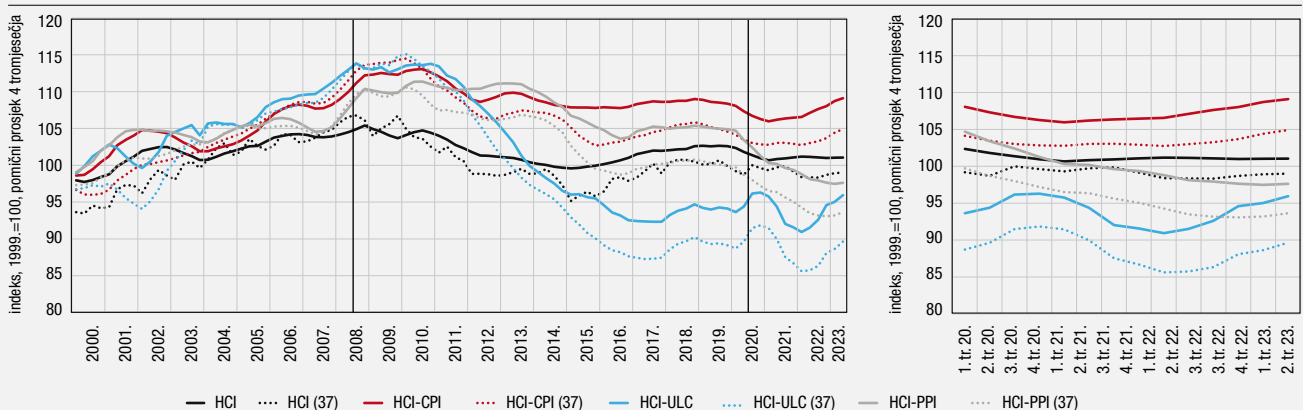


Napomena: Prikazani su nominalni pokazatelji te su isključeni energenti (SMTK 3). Isprekidanim su linijama prikazane nove, a punim linijama stare članice europskog područja.

Izvor: Eurostat

proizvođačkim cijenama te jediničnim troškovima rada za članice europskog područja s obzirom na to da one nemaju vlastite valute. Sveukupno gledano, HCI pokazatelji upućuju na blago pogoršanje cjenovne i troškovne konkurentnosti domaćeg izvoznog sektora u posljednje dvije godine, iako među pojedinačnim pokazateljima postoje razlike u intenzitetu ocijenjenog pogoršanja, a pojedini čak upućuju na poboljšanje konkurentnosti (Slika 4.2.).

Slika 4.2. Harmonizirani pokazatelji konkurentnosti (HCI) za Hrvatsku



Napomena: Porast pokazatelja označuje aprecijaciju. Okomite isprekidane linije označavaju početak globalne financijske krize 2008., odnosno pandemije koronavirusa 2020. godine. Osnovni su pokazatelji izračunati na osnovi kretanja indeksa u odnosu na ostalih 19 zemalja europskog područja, dok pokazatelji s oznakom (37) osim trgovinskih partnera u europskom području uključuju još 18 partnera izvan europskog područja.

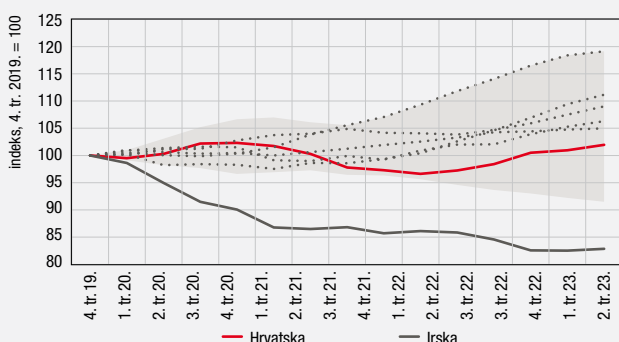
Izvor: ESB

23 HCI je harmonizirani pokazatelj cjenovne i troškovne konkurentnosti razvijen za zemlje europskog područja koji je usporediv s pokazateljem nominalnih i realnih efektivnih tečajeva eura. HCI je nominalni harmonizirani pokazatelj konkurentnosti, HCI-CPI je harmonizirani pokazatelj konkurentnosti deflaciran relativnim potrošačkim cijenama, HCI-PPI je harmonizirani pokazatelj konkurentnosti deflaciran relativnim proizvođačkim cijenama, a HCI-ULC je harmonizirani pokazatelj konkurentnosti deflaciran relativnim jediničnim troškovima rada.

Tako harmonizirani pokazatelj konkurentnosti deflacioniran jediničnim troškovima rada (HCI-ULC) pokazuje da se troškovna konkurentnost hrvatskoga gospodarstva blago pogoršala nakon pandemije te je sredinom 2023. bila za oko 2% slabija nego krajem 2019. (Slika 4.3.a). Nepovoljna kretanja osobito su se intenzivirala sredinom 2022. zbog ubrzanja rasta plaća u Hrvatskoj koji nije pratio podjednak rast proizvodnosti rada. No, pogoršanje troškovne konkurentnosti bilo je znatno blaže nego u drugim članicama europodručja iz Srednje i Istočne Europe u kojima je rast nominalnih plaća bio osobito izražen, kao što su Slovenija i tri baltičke zemlje, a osobito Litva, gdje je proizvodnost rada znatno zaostajala za rastom realnih plaća (Slika 4.3.b).

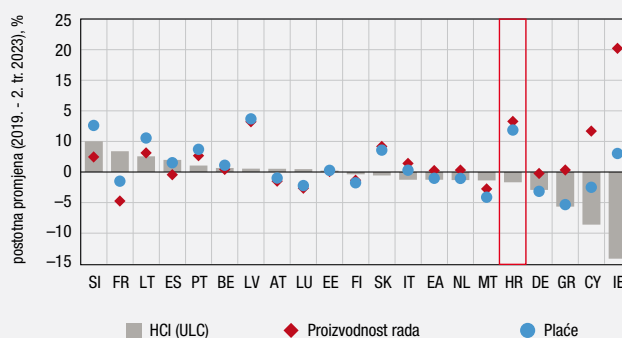
Slika 4.3. Pokazatelji troškovne konkurentnosti hrvatskoga gospodarstva

a) troškovna konkurentnost (HCI-ULC)



Napomena: Porast pokazatelja označuje realnu aprecijaciju. Sivom je bojom osjenčano područje koje se odnosi na maksimalne i minimalne pokazatelje za pojedine članice europodručja (zbog specifičnosti, Irska je prikazana zasebno). Isprekidanim linijama prikazane su članice europodručja iz Srednje i Istočne Europe.
Izvor: ESB

b) realni jedinični troškovi rada po zemljama



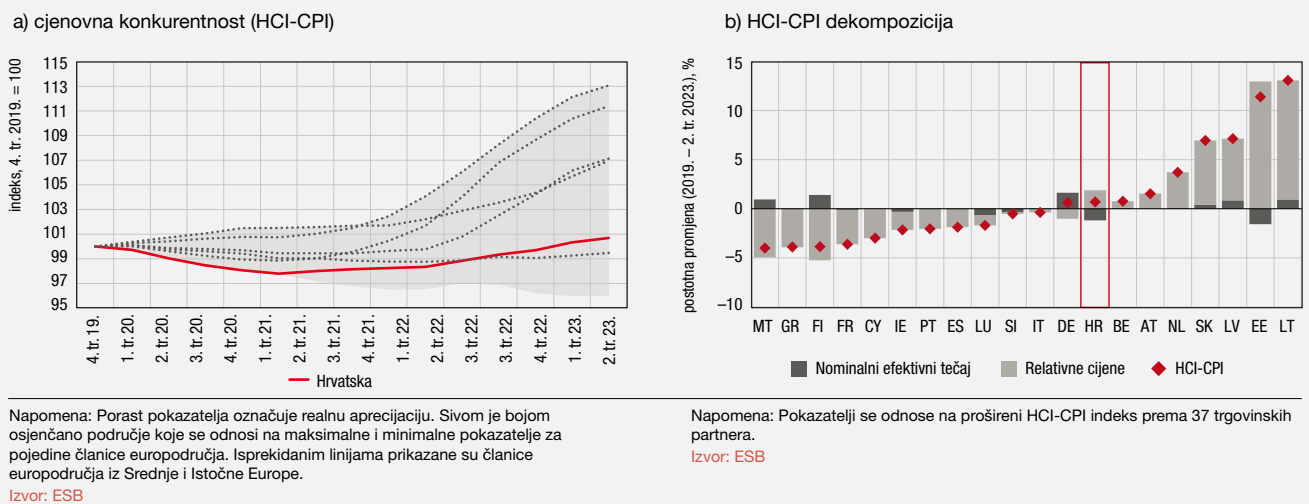
Napomena: Izračun je izveden iz podataka iz nacionalnih računa o bruto domaćem proizvodu i njegovim sastavnicama. Nominalne vrijednosti deflacionirane su deflatorom BDP-a.
Izvori: Eurostat, izračun HNB-a

Znatno manje pogoršanje konkurentnog položaja hrvatskoga gospodarstva u usporedbi s drugim članicama europodručja promatrano iz perspektive troškova rada, može se pripisati natprosječnom rastu proizvodnosti rada u Hrvatskoj (Slika 4.3.b). U razdoblju od kraja 2019. do sredine 2023. realne bruto plaće po zaposlenom u Hrvatskoj su porasle za oko 7%, ali je istodobno proizvodnost rasla malo brže (8%). Usporedbe radi, u drugim članicama europodručja (isključujući Irsku) realne su bruto plaće snižene za 1%, dok je proizvodnost rada stagnirala. Primjetno je i da se pozitivan jaz između rasta proizvodnosti rada i realnih plaća u Hrvatskoj u posljednjih nekoliko tromjesečja smanjuje. Ako realne plaće domaćih zaposlenika nastave rasti brže od plaća u trgovinskim partnerima tijekom dužega razdoblja, odnosno ako taj rast ne bude praćen podjednakim rastom proizvodnosti rada ili strukturnim poboljšanjem izvoza putem povećanja udjela proizvoda veće dodane vrijednosti, takvi trendovi mogu rezultirati dugotrajnijim troškovnim pritiscima i nagristi konkurentnost domaćega gospodarstva.

HCI pokazatelj deflacioniran potrošačkim cijenama (HCI-CPI) također pokazuje blago pogoršanje cjenovne konkurentnosti Hrvatske u odnosu na trgovinske partnere u

razdoblju nakon pandemije (Slika 4.4.a). I taj se pokazatelj nalazi osjetno ispod vrhunaca dosegnutih uoči globalne financijske krize, iako ne u istoj mjeri kao pokazatelj troškovne konkurentnosti (HCI-ULC). Kao što je ranije navedeno, pogoršanje je povezano sa širenjem inflacijskih diferencijala u europodručju te gotovo u cijelosti odražava pozitivan inflacijski diferencijal u odnosu na najvažnije trgovinske partnere (Slika 4.4.b). Taj se diferencijal počeo širiti sredinom 2022. godine uz relativno stabilan nominalni efektivni tečaj. Kao i u slučaju pokazatelja troškovne konkurentnosti, pogoršanje cjenovne konkurentnosti mjerene navedenim pokazateljem bilo je znatno izraženije u zemljama s višom kumulativnom inflacijom (primjerice baltičke zemlje) nego u Hrvatskoj.

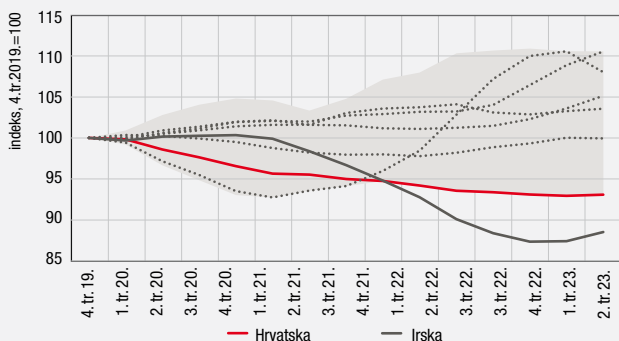
Slika 4.4. Pokazatelji cjenovne konkurentnosti hrvatskoga gospodarstva



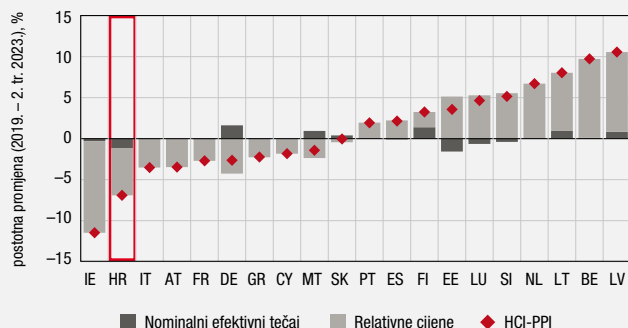
Za razliku od pokazatelja troškovne konkurentnosti i pokazatelja cjenovne konkurentnosti deflacioniranog potrošačkim cijenama (HCI-CPI), pokazatelj cjenovne konkurentnosti deflacioniran proizvođačkim cijenama (HCI-PPI), koji bolje odražava relativne cjenovne pritiske u sektoru razmjenjivih dobara, upućuje na poboljšanje cjenovne konkurentnosti Hrvatske u odnosu na glavne trgovinske partnere. Naime, Hrvatska je nakon Irske zemlja s najvećim padom relativnih proizvođačkih cijena (Slika 4.5.a), a realna deprecijacija ovoga pokazatelja za Hrvatsku u razdoblju od 2019. do sredine 2023. iznosila je oko 7%. U slučaju većine drugih članica europodručja domaće proizvođačke cijene rastle su brže nego u njihovim vanjskotrgovinskim partnerima, a osim u baltičkim zemljama, pogoršanje konkurentnosti proizvođača najizraženije je kod Belgije i Nizozemske (Slika 4.5.b). Pritom treba naglasiti kako utjecaj energetske šoka na proizvođačke cijene u pojedinim zemljama, osim o energetske intenzivnosti njihovih izvoznih sektora, ovisi i o snazi te trajanju fiskalnih i administrativnih mjera uvedenih radi ublažavanja posljedica rasta cijena energije. Isto tako, utjecaj mjera na proizvođačke cijene ovisi i o tome jesu li one uvedene kroz izravnu kontrolu cijena ili u obliku subvencija koje popravljaju konkurentnost, ali nisu izravno vidljive u indeksu cijena.

Slika 4.5. Pokazatelji cjenovne konkurentnosti hrvatskoga proizvodnog sektora

a) cjenovna konkurentnost (HCI-PPI)



b) HCI-PPI dekompozicija



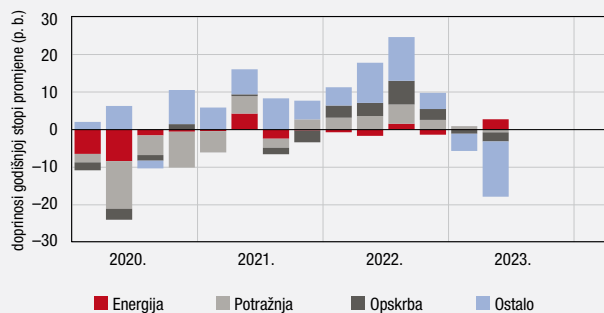
Napomena: Porast pokazatelja označuje realnu aprecijaciju. Sivom je bojom osjenčano područje koje se odnosi na maksimalne i minimalne pokazatelje za pojedine članice europodručja (zbog specifičnosti, Irska je prikazana zasebno). Isprekidanim linijama prikazane su članice europodručja iz Srednje i Istočne Europe.
Izvor: ESB

Napomena: Pokazatelji se odnose na prošireni HCI-PPI indeks prema 37 trgovinskih partnera.
Izvor: ESB

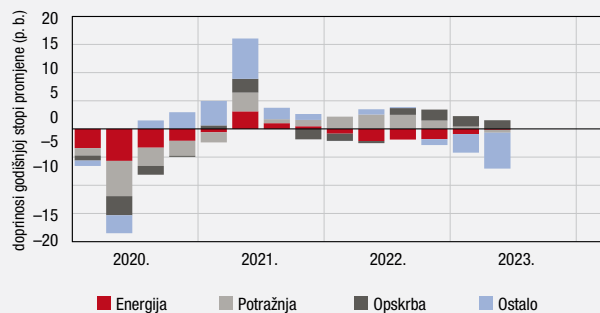
Doprinosi pojedinih čimbenika kretanju robnog izvoza ocijenjeni su na osnovi strukturalnoga vektorskoga autoregresivnog modela (engl. *structural vector autoregressive model*, SVAR) u kojemu je utjecaj različitih šokova na realni hrvatski robni izvoz ocijenjen na osnovi sljedećih varijabli: cijena nafte na svjetskom tržištu (USD/barel), svjetska proizvodnja nafte (barel), svjetski uvoz robe i usluga (realna godišnja stopa promjena), globalna inflacija (CPI indeks) i pritisci u globalnim lancima opskrbe (GSCPI indeks). Rezultati analize upućuju na to da su nepovoljni učinci pada inozemne potražnje u pandemijskoj recesiji, kao i poremećaja u globalnim lancima opskrbe vrlo brzo iščeznuli. Brz oporavak od pandemijske recesije i normalizacija opskrbenih lanaca tako su pridonosili rastu izvoza još od sredine 2021. godine (Slika 4.6.). No, ti su povoljni učinci postupno

Slika 4.6. Povijesna dekompozicija doprinosa šokova devijaciji godišnje stope rasta robnog izvoza

a) Hrvatska



b) europodručje



Napomena: Model SVAR zasniva se na globalnim podacima, podacima o hrvatskom realnom robnom izvozu i realnom robnom izvozu europodručja u razdoblju od prvog tromjesečja 2000. do drugog tromjesečja 2023. godine. Pretpostavljena ograničenja na predznak jesu sljedeća: energetski šok (ponuda energije) implicira manji robni izvoz u europodručju i u Hrvatskoj (-), rast svjetskih cijena nafte (+), pad globalne proizvodnje nafte (-), manji svjetski uvoz (-) i nepostojeći učinak na lance opskrbe (0); šok potražnje implicira rast robnog izvoza u europodručju i Hrvatskoj (+), rast svjetskih cijena nafte (+), rast globalne proizvodnje nafte (+), rast svjetskog uvoza (+), rast svjetskih cijena (+) i neutralan utjecaj na globalne lance opskrbe (0); šok opskrbe implicira manji robni izvoz u europodručju i Hrvatskoj (+) i postajanje pritiska u lancima opskrbe (+). Rezultati pokazuju odstupanja od ravnotežnog stanja.

Izvori: Eurostat; ESB; izračun HNB-a

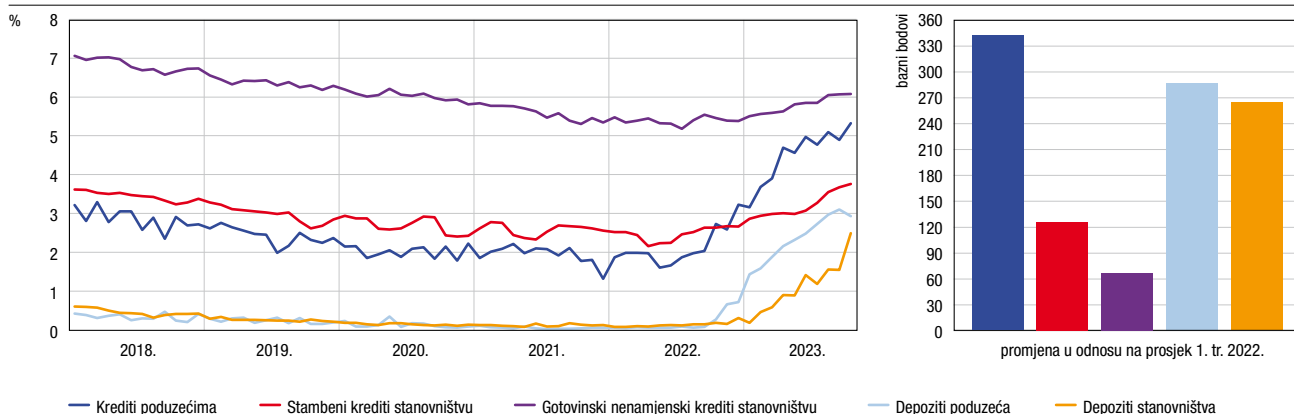
slabjeli u posljednjih nekoliko tromjesečja pod utjecajem slabljenja inozemne potražnje u uvjetima povećane neizvjesnosti i pogoršanja uvjeta financiranja. Analiza upućuje i na velik utjecaj ostalih (neidentificiranih) čimbenika, posebice u slučaju Hrvatske, koji su, nakon snažnog doprinosa rastu izvoza u 2021. i 2022. godini, početkom ove godine počeli prigušivati izvoz. Utjecaj tih čimbenika vjerojatno se može povezati s pogoršavanjem cjenovne i troškovne konkurentnosti kao i strukturnim nedostacima izvoznog sektora, primjerice relativno većom izloženošću slabije rastućim zemljama ili specijalizacijom u proizvodima niže dodane vrijednosti.

3.5. Bankovni sustav

Tijekom druge polovine 2023. učinci pooštavanja monetarne politike ESB-a nastavljaju se prelijevati na troškove financiranja poduzeća i stanovništva u domaćim bankama iako nešto slabijim intenzitetom u odnosu na prvih nekoliko mjeseci ove godine. Prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima dosegla je u listopadu 5,3% ili 36 baznih bodova više nego u lipnju ove godine (Slika 3.5.1.). Porastao je i trošak financiranja stanovništva te je prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene stambene kredite u listopadu iznosila 3,8% i 6,1% za gotovinske nenamjenske kredite, što je za 68 odnosno 23 bazna boda više u odnosu na prosječnu razinu iz lipnja tekuće godine. Porast kamatne stope na stambene kredite djelomično odražava i prestanak učinka državnog programa subvencioniranja stambenih kredita koji je spustio kamatne stope sredinom godine budući da se stambeni krediti u sklopu tog programa obično odobravaju uz nižu kamatnu stopu od tržišnih prosjeka. Promatrano u odnosu na razdoblje prije početka normalizacije monetarne politike ESB-a, znatnije pooštavanje uvjeta financiranja zabilježeno je kod poduzeća koja su se u listopadu zaduživala po 338 baznih bodova višoj kamatnoj stopi, a stanovništvo po 126 baznih bodova za stambene odnosno 67 baznih bodova za gotovinske nenamjenske kredite.

I kamatne stope na oročene depozite nastavile su rasti, posebice na depozite stanovništva. Tako je prosječna kamatna stopa na prvi put oročene depozite stanovništva u listopadu dosegla 2,5%, što je bilo za 107 baznih bodova više nego u lipnju ove godine, dok je u istom razdoblju kod poduzeća to povećanje iznosilo 45 baznih bodova uz kamatnu stopu od 2,9% (Slika 3.5.1.). Snažan rast prosječne kamatne stope u segmentu stanovništva odražava i prijenos depozita potaknut znatnim povećanjem kamatnih stopa pojedinih banaka na oročavanje sredstava. Kamatne stope na oročene depozite stanovništva tako su u listopadu bile više za 240 baznih bodova u odnosu na razdoblje prije početka normalizacije monetarne politike i približile su se porastu kamatnih stopa na oročene depozite poduzeća, koji je dosegnuo 287 baznih bodova.

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



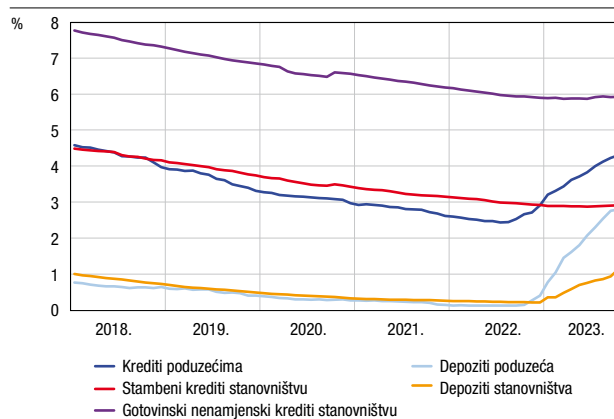
Napomena: Podaci do prosinca 2022. odnose se na kredite odnosno depozite u kunama, kunama s valutnom klauzulom uz euro i eurima, a od siječnja 2023. na kredite i depozite u eurima, pri čemu su kod depozita isključena oročenja do jednog mjeseca.

Izvor: HNB

Usporedno s povećanjem kamatnih stopa na nove poslove, povećavaju se i kamatne stope na postojeće kredite i depozite. Posebno je bio izražen rast kamatnih stopa na postojeće kredite poduzećima, i to zbog porasta kamatnih stopa uz koje se odobravaju novi krediti, i to uglavnom zbog zastupljenosti EURIBOR-a kao referentnog parametra u kreditima ugovorenima uz promjenjive kamatne stope (53% kredita poduzećima ugovoreno je uz promjenjive kamatne stope, a 75% tih kredita vezano je uz EURIBOR). Porast kamatnih stopa na postojeće kredite stanovništvu ograničavaju i odgađaju duža prosječna ročnost kredita, što smanjuje doprinos rasta kamatnih stopa na nove kredite, znatna zastupljenost kamatnih stopa koje su fiksne barem u određenom razdoblju (46% ima ugovorenu fiksnu kamatnu stopu tijekom određenog razdoblja ili čak do dospijeca), dominacija nacionalne referentne stope (NRS) među referentnim parametrima s udjelom od oko 68% te zakonska ograničenja kamatnih stopa na kredite ugovorene uz promjenjive kamatne stope (Slika 3.5.2.).

Na pooštavanje uvjeta financiranja poduzeća i stanovništva upućuju i rezultati Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka. Standardi odobravanja kredita poduzećima nastavili su se postroživati nešto snažnijim intenzitetom u odnosu na drugo tromjesečje 2023. godine (Slika 3.5.3.), na što su najviše utjecali niža razina tolerancije rizika banaka, troškovi izvora sredstava i bilančna ograničenja, pogoršanje izgleda industrije ili pojedinog poduzeća kao i očekivanja u vezi s općim gospodarskim

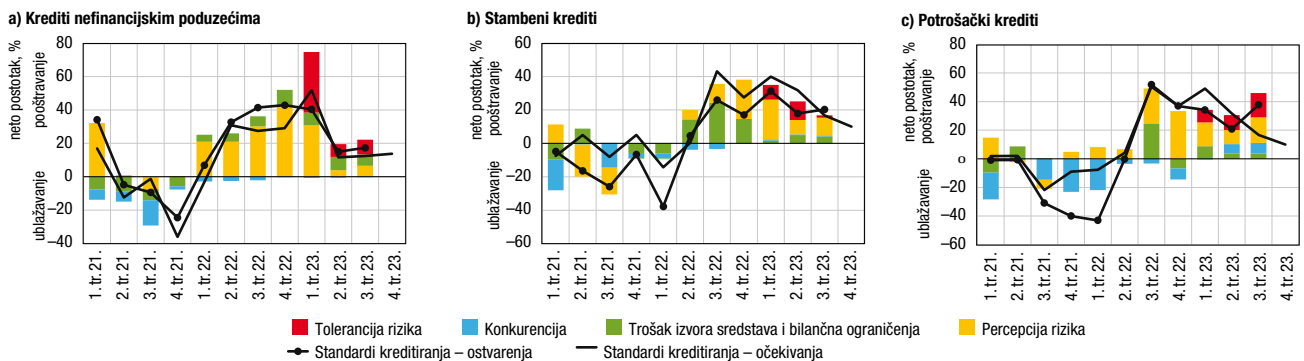
Slika 3.5.2. Kamatne stope na postojeće kredite te oročene depozite poduzeća i stanovništva



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

Izvori: HNB; izračuni HNB-a

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



Napomena: "Tolerancija rizika" uvedena je u prvom tromjesečju 2023., a odražava toleranciju banke na rizik koju primjenjuje u svojoj politici kreditiranja, a može se mijenjati ovisno o promjenama temeljne poslovne strategije banke. "Trošak izvora sredstava i bilančna ograničenja" jesu nevagani prosjek "kapitala banke i troškova vezanih uz kapitalnu poziciju banke", "mogućnosti financiranja na tržištu" i "likvidnosti banke". "Konkurencija" 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 kolateralna".

Izvor: HNB

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

Izvor: HNB

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

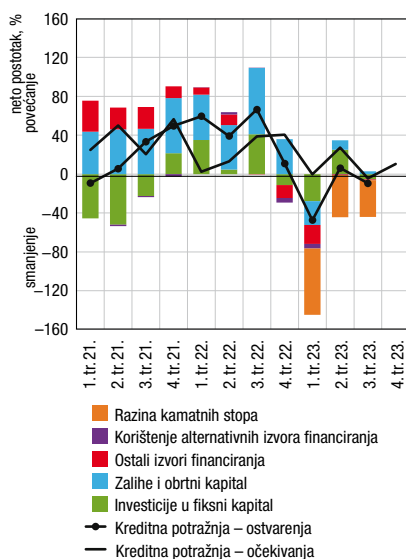
Izvor: HNB

kretanjima. Nastavili su se pooštavati i standardi odobravanja kredita stanovništvu, i to snažnijim intenzitetom u odnosu na prethodno tromjesečje, posebice kod potrošačkih i ostalih kredita. Činitelji koji su najznačajnije utjecali na postroživanje standarda jesu nepovoljna očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima, niža razina tolerancije rizika banaka kao i kreditna sposobnost klijenata te negativna perspektiva tržišta nekretnina. U četvrtom tromjesečju 2023. banke očekuju nastavak pooštavanja standarda odobravanja kredita poduzećima i stanovništvu, ali blažim intenzitetom nego u trećem tromjesečju.

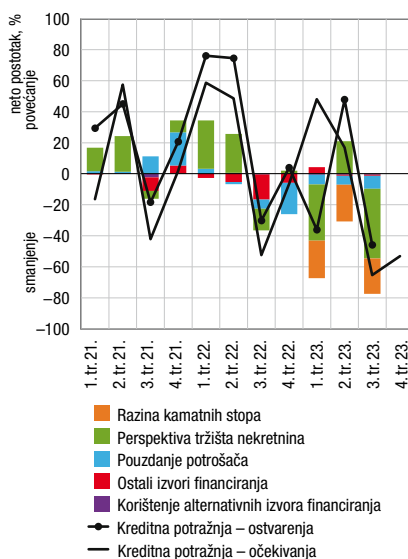
Više kamatne stope odrazile su se i na potražnju poduzeća i stanovništva za kreditima. Prema rezultatima Ankete banke su prijavile blago smanjenje potražnje poduzeća za kreditima, čemu je uglavnom pridonijela viša razina kamatnih stopa. Manja potreba poduzeća za financiranjem investicija također je imala negativan učinak, dok je potreba poduzeća za financiranjem zaliha i obrtnoga kapitala imala tek blagi pozitivan učinak (Slika 3.5.4.). Istodobno se potražnja stanovništva za stambenim kreditima smanjila, ponajviše potaknuta završetkom programa državnog subvencioniranja stambenih kredita, ali i rastom kamatnih stopa. S druge strane, prema percepciji banaka, potražnja za potrošačkim kreditima porasla je zbog povećane potrebe za financiranjem trajnih potrošnih dobara, dok su pouzdanje potrošača kao i rast kamatnih stopa djelovali u suprotnom smjeru. U posljednjem tromjesečju 2023. banke očekuju blagi rast potražnje poduzeća za kreditima, nastavak rasta potražnje za potrošačkim i ostalim kreditima, ali slabijim intenzitetom nego u prethodnom tromjesečju, te nastavak smanjenja potražnje za stambenim kreditima.

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

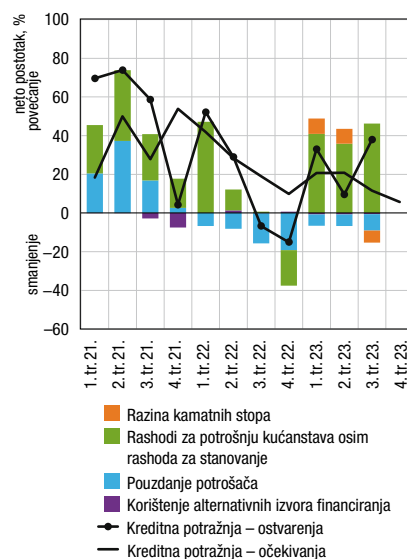
a) Krediti nefinancijskim poduzećima



b) Stambeni krediti



c) Potrošački krediti i ostali krediti



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

Izvor: HNB

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

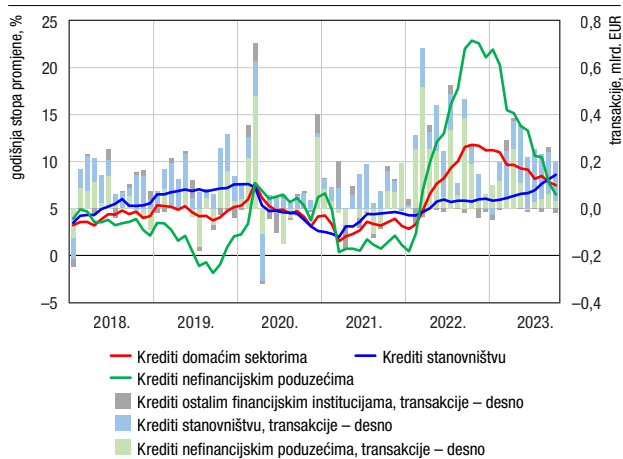
Izvor: HNB

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

Izvor: HNB

Nepovoljniji uvjeti financiranja i smanjenje potražnje rezultirali su prigušenim kreditiranjem poduzeća, dok su krediti stanovništvu nastavili razmjerno snažno rasti. Krediti poduzećima u razdoblju od srpnja do listopada 2023. porasli su za 0,2 mlrd. EUR (Slika 3.5.5.). Pritom su porasli krediti poduzećima u energetske sektoru te

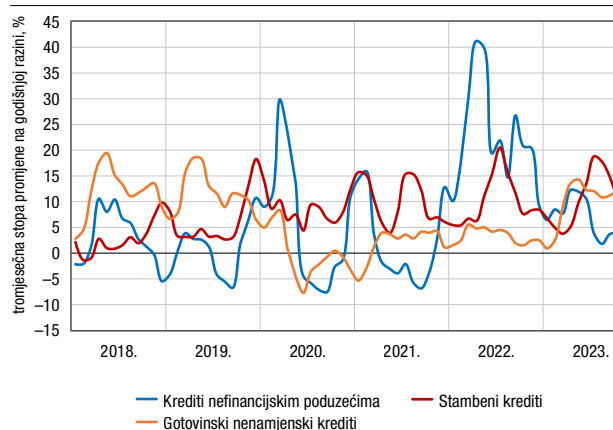
Slika 3.5.5. Krediti
transakcije i godišnje stope promjene na osnovi transakcija



Napomena: Krediti domaćim sektorima isključuju kredite općoj državi.

Izvor: HNB

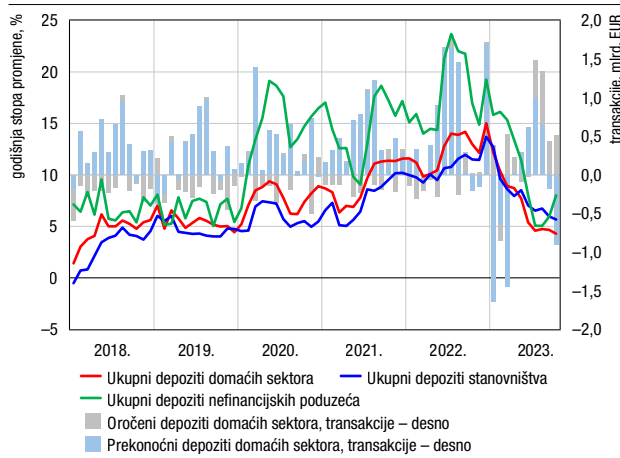
Slika 3.5.6. Moment (zamah) kredita poduzećima i stanovništvu (na osnovi transakcija)
transakcije i godišnje stope promjene na osnovi transakcija



Izvori: HNB; izračuni HNB-a

Slika 3.5.7. Depoziti

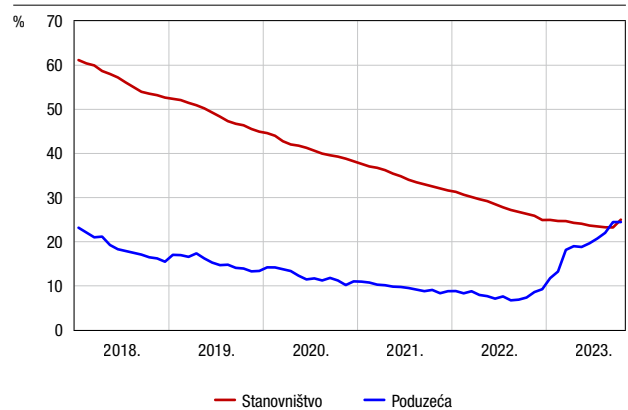
transakcije i godišnje stope promjene na osnovi transakcija



Napomena: Depoziti domaćih sektora isključuju depozite opće države.

Izvor: HNB

Slika 3.5.8. Udio oročenih depozita u ukupnim depozitima



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

Izvor: HNB

građevinarstvu, a s obzirom na namjenu kredita najviše su porasli krediti za investicije i krediti za obrtna sredstva. Promatrano na godišnjoj razini, rast kredita nastavio se usporavati i u listopadu (6,5%) bio je upola manji nego u lipnju (13,3%). S druge strane, krediti stanovništvu porasli su od srpnja do listopada 2023. za 0,8 mlrd. EUR, pri čemu se više od polovine tog rasta odnosi na stambene kredite (0,4 mlrd. EUR), uglavnom odobrene u sklopu novoga kruga dodjele državnih subvencija stambenih kredita, pogotovo tijekom ljetnih mjeseci. Snažno su rasli i gotovinski nenamjenski krediti (0,3 mlrd. EUR). Na jačanje kreditiranja u segmentu gotovinskih nenamjenskih kredita upućuje i pokazatelj kratkoročne dinamike kretanja kredita, koji je koristan rani pokazatelj promjene trendova (Slika 3.5.6.). Na godišnjoj su razini ukupni krediti stanovništvu ubrzali rast sa 6,6% u lipnju na 8,6% u listopadu, zahvaljujući ponajprije snažnom ubrzavanju rasta gotovinskih nenamjenskih kredita (sa 6,3% na 9,5%), dok su stambeni krediti nešto blaže ubrzali rast s 9,2% na 10,2%.

Porast kamatnih stopa pridonio je zaustavljanju višegodišnjeg pada udjela oročenih depozita u ukupnim depozitima poduzeća i stanovništva. Oročeni depoziti poduzeća porasli su od srpnja do listopada 2023. za 1,0 mlrd. EUR, a prekonočni depoziti za 0,2 mlrd. EUR. I stanovništvo je povećalo oročene depozite za 0,8 mlrd. EUR, a prekonočne depozite za 0,6 mlrd. EUR (Slika 3.5.7.). U usporedbi s listopadom prošle godine, stanje oročenih depozita poduzeća gotovo je četiri puta veće, dok su prekonočni depoziti smanjeni za oko 12%. Usto, u listopadu ove godine prvi su put nakon 2015. na godišnjoj razini porasli i oročeni depoziti stanovništva (0,3%), uz i dalje solidan, ali znatno sporiji rast prekonočnih depozita (7,6%). Poduzeća su u odnosu na stanovništvo bila motiviranija oročavati sredstva s transakcijskih računa zbog viših kamatnih stopa pa udio oročenih u ukupnim depozitima poduzeća raste već godinu dana (Slika 3.5.8.). Zbog sporijeg porasta kamatnih stopa kod sektora stanovništva, udio oročenih u ukupnim depozitima smanjivao se sve do druge polovine godine kad se najprije stabilizirao na razini od oko 23%, a

onda počeo i rasti. Tako je u listopadu stanje oročenih depozita stanovništva poraslo za 0,7 mlrd. EUR, dok se stanje prekonoćnih depozita smanjilo za 0,6 mlrd. EUR. Također, stanovništvo je upisalo 1,0 mlrd. EUR trezorskih zapisa Ministarstva financija uz prinos od 3,75%, što će se odraziti na stanje depozita stanovništva u studenome.

4. Projekcije za Hrvatsku

4.1. Temeljne pretpostavke

Prema pretpostavkama na kojima se zasniva prosinačka projekcija HNB-a očekuje se prigušena gospodarska aktivnost u zemljama okružja praćena i nadalje povišenim inflacijskim pritiscima. U uvjetima relativno povoljnih recentnih ostvarenja u najvećim gospodarstvima svijeta, očekivanja glede globalne gospodarske aktivnosti i dinamike globalne trgovine blago su poboljšana u odnosu na rujansku projekciju. Tako je očekivani rast globalnoga gospodarstva (isključujući europodručje) u tekućoj godini povećan na 3,3%, a slična dinamika očekuje se i u sljedeće dvije godine. Među razvijenim zemljama najizraženije poboljšanje odnosi se na SAD, gdje su se recentna gospodarska kretanja pokazala robusnijima od prethodnih očekivanja zahvaljujući snažnom investicijskom i potrošačkom pouzdanju. Gospodarska aktivnost u Kini također je malo snažnija od očekivanja, no u srednjem roku još prevladavaju negativni rizici zbog strukturnih ranjivosti kineskoga gospodarstva. Za razliku od toga očekivanja za zemlje Srednje i Istočne Europe koje su važni hrvatski vanjskotrgovinski partneri pogoršana su, a to bi moglo dodatno prigušiti inozemnu potražnju za hrvatskom robom i uslugama.

Očekivane cijene energenata i drugih sirovina i nadalje su relativno povišene i nisu se znatnije promijenile u odnosu na rujansku projekciju. Sirovom naftom na svjetskom tržištu trgovalo se tijekom protekla dva mjeseca po malo višim cijenama nego što se očekivalo u prošloj projekciji, a njihovoj kolebljivosti posljednjih tjedana dodatno je pridonijela i povećana geopolitička nestabilnost na Bliskom istoku. Ipak, sudeći prema terminskim ugovorima, cijene nafte mogle bi u ostatku projekcijskog horizonta prosječno biti niže za oko 2% u odnosu na projekciju iz rujna te se spustiti s prosječnih 84 USD za barel u 2023. na 77 USD za barel u 2025. godini. Očekuje se i pad cijena prehrambenih sirovina na globalnom tržištu, ali nešto sporiji nego u prošloj projekciji. Što se tiče cijena industrijskih sirovina (uglavnom metala), i nadalje se očekuje njihov umjeren rast i povratak na dugoročni trend krajem projekcijskog razdoblja, ponajviše zbog ograničenja na strani ponude i povećane potražnje za potrebe energetske tranzicije.

Očekivanja za europodručje malo su niža nego u prošloj projekciji, što upućuje na nešto izraženije slabljenje inflacijskih pritisaka i prigušeniji gospodarski rast. Prema najnovijim projekcijama ESB-a očekivana ukupna inflacija u europodručju u 2023. smanjena je na 5,4% (0,2 p. b. manje nego u projekciji ESB-a iz rujna), i to ponajviše zbog znatno povoljnijih ostvarenja u listopadu i studenome. Uz potporu restriktivne monetarne politike proces usporavanja inflacije trebao bi se nastaviti i nadolazećem razdoblju, pri čemu će učinci ranijih poskupljenja energije i sirovina polako iščezavati, a rast troškova rada postati glavna odrednica kretanja inflacije.

Očekuje se da će se inflacija u 2024. usporiti na 2,7% i u 2025. dosegnuti ciljanu razinu od 2%. Projicirani gospodarski rast europodručja u 2023. smanjen je na 0,6% (za 0,1 p. b. manje u odnosu na prošlu projekciju) jer nepovoljni uvjeti financiranja te slabljenje pouzdanja i konkurentnosti sve više prigušuju gospodarsku aktivnost. Nakon toga očekuje se postupno ubrzavanje rasta na 1,5% krajem projekcijskog razdoblja. Pritom će postupan pad inflacije i oporavak realnih dohodaka poduprti snažnim tržištem rada osnaživati osobnu potrošnju stanovništva, a jačanje inozemne potražnje i smanjenje neizvjesnosti pridonosit će oporavku prerađivačkog sektora.

Tablica 4.1.1. Pretpostavke projekcije o međunarodnom okruženju i cijenama sirovina

	Tekuća projekcija				Odstupanja od prethodne projekcije			
	2023.	2024.	2025.	2026.	2023.	2024.	2025.	
Međunarodno okruženje								
Globalni gospodarski rast (isklj. EA)	3,3	3,1	3,2	3,2	0,1	0,1	0,0	
SAD	2,4	1,7	1,5	1,7	0,4	0,9	0,2	
Kina	5,2	4,4	4,1	4,0	0,3	0,1	-0,1	
Globalna trgovina	1,1	3,0	3,0	3,2	0,9	-0,3	-0,2	
Inozemna potražnja (EA)	0,8	2,6	2,9	3,1	0,7	-0,4	-0,1	
Inozemna potražnja (HR)	-0,1	2,9	3,4	3,3	-0,9	0,0	0,1	
Cijene sirovina								
Cijene nafte	USD	84,0	80,1	76,5	73,6	1,3	-1,7	-1,3
	EUR	77,8	73,9	70,6	67,9	1,8	-0,9	-0,6
Cijene struje	EUR/MWh	105,0	116,5	110,8	97,7	-10,1	-26,0	-12,5
Cijene plina	EUR/MWh	41,5	47,4	44,2	36,9	-1,4	-6,8	-3,3
Cijene sirovina (isklj. energente), % promjene	USD	-13,2	-2,3	2,4	1,7	0,4	0,8	-0,8
cijene prehrambenih sirovina	USD	-11,5	-3,7	-0,7	-1,6	1,0	2,9	-2,8
cijene ostalih sirovina	USD	-14,6	-1,2	4,8	4,1	0,1	-0,6	0,8
Europodručje								
Gospodarski rast		0,6	0,8	1,5	1,5	-0,1	-0,2	0,0
Inflacija		5,4	2,7	2,1	1,9	-0,2	-0,5	0,0

Napomena: Pretpostavke za izradu projekcije odnose se na prosinački projekcijski ciklus ESB-a (Decembar BMPE), a zaključene su s danom 24. studenoga 2023.

Izvor: ESB

4.2. Projekcije makroekonomskih varijabli

Unatoč padu inozemne potražnje i pooštrenim uvjetima financiranja, hrvatsko je gospodarstvo u 2023. godini nastavilo rasti znatno iznad prosjeka EU-a i europodručja. Takva kretanja odraz su više čimbenika, koji poglavito uključuju snažnu potražnju za turističkim uslugama, na koje se Hrvatska uvelike oslanja, intenziviranje korištenja sredstava fondova EU-a te ekspanzivno usmjerenu fiskalnu politiku. U takvim okolnostima nastavljena su povoljna kretanja na tržištu rada, što je podržalo nastavak solidnog rasta osobne potrošnje. U 2024. rast bi mogao ojačati, zbog očekivanog oporavka vanjske potražnje i nastavka relativno ekspanzivnog usmjerenja fiskalne politike, a u nastavku projekcijskog horizonta očekuje se blago usporavanje prema prosječnoj stopi od 2,6%.

Realna gospodarska aktivnost mogla bi ove godine biti veća za 2,6% u odnosu na 2022. Takva kretanja poglavito su odraz relativno snažne domaće potražnje i izvoza usluga. Pritom bi najveći doprinos rastu u 2023. mogla dati osobna potrošnja podržana nastavkom rasta zaposlenosti te snažnim povećanjem nominalnih plaća, što je u uvjetima usporavanja inflacije rezultiralo rastom realnih raspoloživih dohodaka. Osim toga, očekuje se osjetno jačanje rasta državne potrošnje te investicijske aktivnosti, no poglavito zbog većih javnih investicija zbog dinamiziranja korištenja sredstava fondova EU-a, dok bi privatne investicije mogle biti potisnute. Izvoz robe i usluga mogao bi se, nakon iznimno snažnog rasta u 2022., smanjiti na godišnjoj razini zbog pada izvoza robe, a izvoz usluga mogao bi nastaviti rasti. Unatoč očekivanom padu ukupnog izvoza, doprinos neto izvoza rastu mogao bi biti pozitivan zbog očekivanoga snažnog pada uvoza. Nakon znatne akumulacije zaliha u 2022., što je bila posljedica nastojanja poduzeća da si osiguraju adekvatne količine robe u uvjetima otežanih dobavnih lanaca i snažnog rasta cijena, doprinos promjene zaliha u tekućoj godini mogao bi biti negativan.

U 2024. godini rast realnog BDP-a Hrvatske mogao bi blago ojačati te iznositi

Tablica 4.2.1. Projekcije ključnih makroekonomskih varijabli

godišnje stope rasta

	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.
Realni BDP	6,3	2,6	3,0	2,7	2,6
Osobna potrošnja	6,7	2,9	3,9	2,8	2,7
Potrošnja države	2,7	4,0	2,9	2,7	2,2
Investicije u kapital	0,1	4,3	2,2	2,4	3,1
Izvoz robe i usluga	27,0	-3,0	2,3	2,5	2,5
Uvoz robe i usluga	26,5	-4,8	2,8	2,6	2,6
Doprinosi rastu BDP-a^a					
Domaća potražnja	4,5	3,4	3,3	2,7	2,6
Izvoz robe i usluga	13,4	-1,8	1,3	1,3	1,3
Uvoz robe i usluga	-13,9	3,1	-1,6	-1,4	-1,4
Zalihe	2,4	-2,1	0,0	0,1	0,0
Tržište rada					
Promjena zaposlenosti	2,3	2,3	1,8	1,5	1,3
Stopa nezaposlenosti (ILO) ^b	7,0	6,4	6,0	5,7	5,5
Nominalna bruto plaća	8,3	14,5	8,7	4,5	3,5
Realna bruto plaća	-2,4	6,1	4,7	2,0	1,5
Jedinični trošak rada	6,7	14,2	7,4	3,3	2,2
Inflacija (HIPC)					
Ukupno	10,7	8,4	4,0	2,5	2,0
HIPC bez energije i hrane	7,6	8,8	4,8	2,8	2,2
Hrana	13,0	11,5	4,4	2,6	2,1
Energija	19,2	0,1	-0,2	1,1	1,0

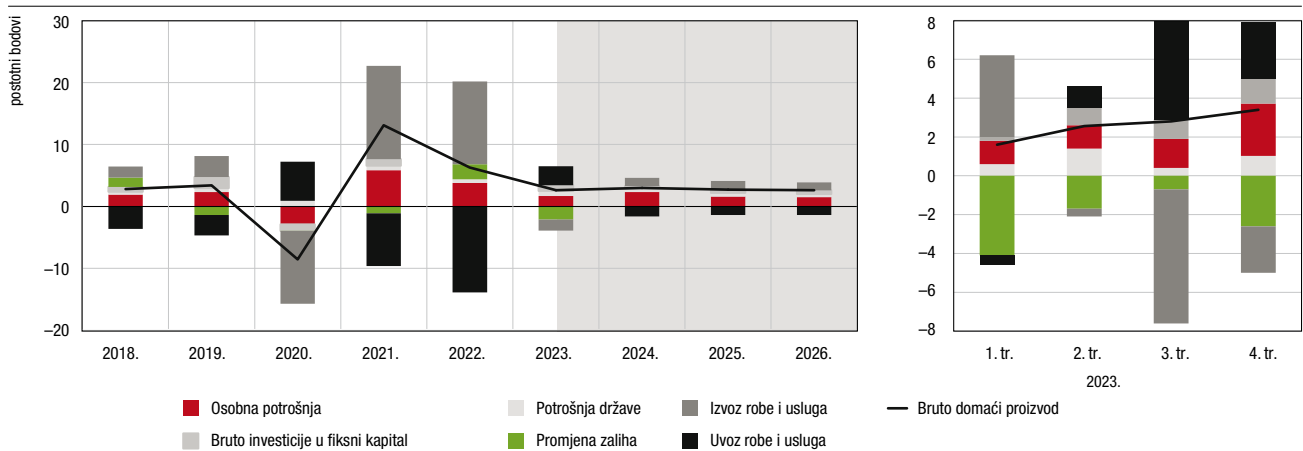
^a U postotnim bodovima

^b U postotku radne snage

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

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

Slika 4.2.1. BDP i njegove sastavnice doprinosi



Izvori: DZS; ocjene i projekcije HNB-a

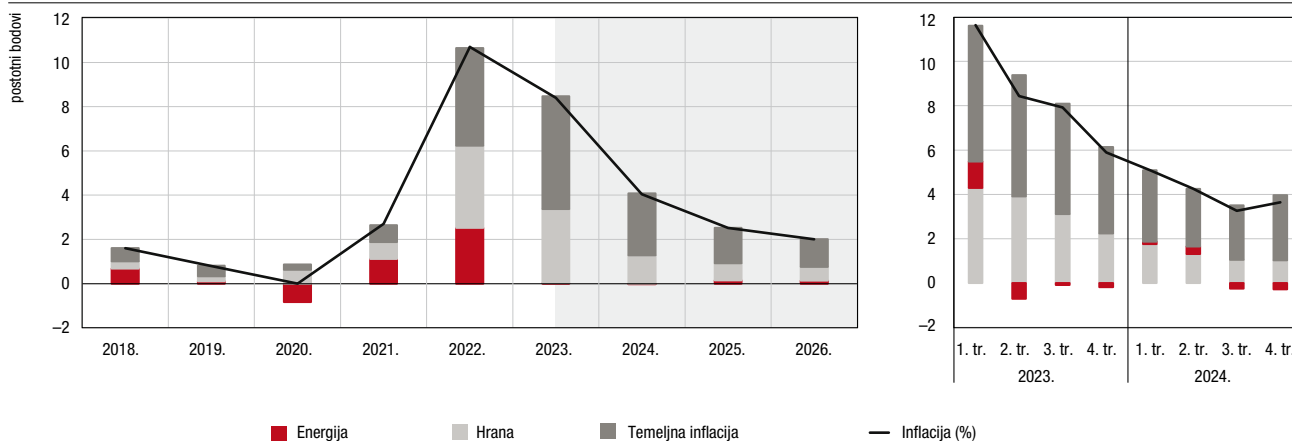
3,0%, nakon čega se u 2025. i 2026. očekuje njegovo usporavanje na prosječnu stopu od 2,6%. Očekivano dinamiziranje rasta u 2024. djelomice odražava projicirani oporavak vanjskotrgovinske potražnje, što će povoljno djelovati na kretanje robnoga izvoza. Osim toga, rast osobne potrošnje mogao bi ojačati na godišnjoj razini zbog intenziviranja rasta realnoga raspoloživog dohotka, što uvelike zrcali očekivani porast proračunskih rashoda za socijalne naknade, kao i nastavak relativno snažnog rasta realnih plaća u uvjetima usporevanja inflacije. Stopa štednje mogla bi nastaviti rasti unatoč jačanju potrošnje i dosegnuti pretpandemijske razine. Nakon iznimno snažnog rasta u 2023., investicije opće države mogle bi se u sljedećoj godini djelomično smanjiti, zbog čega će se usporiti i rast ukupnih investicija. Osim toga, mogao bi se usporiti i rast izvoza usluga, s obzirom na iznimno povoljna kretanja u turizmu nakon 2020. godine te dosegnute visoke razine dolazaka i noćenja stranih turista. Kao odraz jačanja domaće i samo postupnog oporavka inozemne potražnje, doprinos neto izvoza ukupnom rastu mogao bi biti blago negativan. U nastavku projekcijskog horizonta rast bi se mogao usporiti na 2,6%, pri čemu se očekuje relativno ujednačen rast pojedinih sastavnica.

Rizici povezani sa središnjom projekcijom realnoga rasta Hrvatske čine se blago negativnima. Zbog prisutnih geopolitičkih napetosti i mogućnosti njihove eskalacije, gospodarska kretanja u međunarodnom okružju te kretanja cijena sirovina i energenata i nadalje su vrlo neizvjesna. Osim toga, nepovoljan učinak pooštrenih uvjeta financiranja, koji odražavaju potrebu suzbijanja i nadalje povišene inflacije, na gospodarska kretanja u Hrvatskoj i europodručju mogao bi biti snažniji od sadašnjih očekivanja. Nasuprot tome, ulazak Hrvatske u Schengen i europodručje mogao bi u uvjetima i nadalje prisutne visoke potražnje za turističkim uslugama u srednjem roku rezultirati još povoljnijim kretanjima fizičkih i financijskih pokazatelja u turizmu u odnosu na projekcije. Također, u slučaju smirivanja geopolitičkih napetosti kretanje vanjske potražnje moglo bi biti bolje od očekivanja i povoljno djelovati na izvoz robe, a snažan očekivani rast realnoga raspoloživog dohotka mogao bi potaknuti i veći rast osobne potrošnje nego što se trenutno očekuje.

Inflacija mjerena HIPC-om u 2023. mogla bi se usporiti na 8,4% (s 10,7% u 2022.), a nastavak usporavanja očekuje se i u 2024., kada bi ona mogla iznositi 4,0% (Slika 4.2.2.). Zbog slabljenja tekućih inflacijskih pritisaka i iščezavanja učinaka snažnog poskupljenja svih glavnih komponenata inflacije u prethodnoj godini, inflacija se gotovo kontinuirano usporavala tijekom prvih jedanaest mjeseci 2023., a takav se trend očekuje i u 2024.

Usporavanje inflacije u 2023. u prvom bi redu moglo biti rezultat znatno niže inflacije cijena energije, koja bi nakon 19,2% u 2022., u 2023. mogla iznositi 0,1%, a onda se u 2024. zadržati na niskoj razini i iznositi –0,2%. Cijena sirove nafte na svjetskom tržištu tijekom 2023. uglavnom je bila znatno niža u odnosu na 2022., što se odrazilo na niže cijene naftnih derivata. Usto, cijene plina i električne energije za kućanstva koje se administrativno utvrđuju ostale su nepromijenjene u 2023. godini, nakon što su 2022. godine osjetno porasle²⁴, što se odrazilo na znatno usporavanje godišnjeg rasta cijena tih dviju potkomponenta zbog iščezavanja učinka baznog razdoblja. Uz pretpostavku nepromijenjenih cijena struje i plina u 2024. te uz očekivano blago smanjivanje cijene sirove nafte na svjetskom tržištu prema kraju 2024., na što upućuju cijene na terminskim tržištima, inflacija cijena energije u 2024. mogla bi ostati niska te iznositi –0,2%.

Slika 4.2.2. Projekcija harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena



Izvori: Eurostat, ocjene i projekcije HNB-a

U manjoj mjeri, usporavanju inflacije u 2023. moglo bi pridonijeti smanjenje inflacije cijena hrane, s 12,9% u 2022. na 11,5% u 2023. godini, a znatno izraženije smanjenje očekuje se u 2024., kada bi ona mogla iznositi 4,4%. Niže cijene energije i prehrambenih sirovina, popuštanje pritisaka na strani ponude te iščezavanje statističkog učinka snažnog poskupljenja cijena hrane tijekom 2022. godine pridonijeli su postupnom usporavanju inflacije cijena hrane tijekom 2023., što za rezultat ima nižu očekivanu

²⁴ Prosječno mjesečno poskupljenje plina u travnju 2022. iznosilo je 16%, a električne energije 9,6%.

prosječnu godišnju inflaciju cijena hrane. Trend usporavanja inflacije cijena hrane očekuje se i tijekom 2024., pa bi se inflacija cijena hrane prema kraju godine mogla usporiti na razinu od oko 3%.

Učinak usporavanja inflacije cijena energije i hrane u 2023. djelomice bi moglo poništiti očekivano povećanje temeljne inflacije (koja ne uključuje cijene energije i hrane) sa 7,6% u 2022. na 8,8% u 2023. godini. Nasuprot tome, u 2024. godini očekuje se primjetno usporavanje temeljne inflacije, koja bi na razini godine mogla iznositi 4,8%. Vrhunac temeljne inflacije pritom je izmjeren početkom godine²⁵, nakon čega se ona do studenoga postupno usporavala do 6,8%²⁶. Do kraja 2023. te tijekom 2024. godine očekuje se nastavak usporavanja temeljne inflacije kao rezultat prelijevanja nižih cijena energije i drugih sirovina koje se rabe u procesu proizvodnje industrijskih dobara i pružanja usluga na potrošačke cijene tih komponenata. Ipak, zbog izraženih pritisaka s tržišta rada (niske nezaposlenosti te snažnoga očekivanog rasta nominalnih plaća), kao i snažne očekivane osobne potrošnje, usporavanje temeljne inflacije moglo bi biti manje izraženo u usporedbi s inflacijom cijena hrane te bi se tijekom 2024. mogla zadržati na razini iznad 4%. Promatrano po komponentama, ubrzavanje temeljne inflacije u 2023. godini trebalo bi odražavati povećanje prosječne godišnje inflacije cijena usluga, što bi djelomice moglo ublažiti očekivano usporavanje inflacije cijena industrijskih proizvoda. S druge strane, u 2024. godini očekuje se usporavanje obiju komponenata temeljne inflacije.

U ostatku projekcijskog horizonta očekuje se nastavak usporavanja inflacije, na 2,5% u 2025. te 2,0% u 2026. godini. Niži rast potražnje u uvjetima povišenih kamatnih stopa mogao bi pridonijeti usporavanju temeljne inflacije prema kraju projekcijskog horizonta. To bi, uz očekivano vraćanje inflacije cijena hrane i energije na nisku i stabilnu razinu do kraja 2024. te njihovo očekivano zadržavanje na tim razinama u nastavku projekcijskog horizonta, moglo rezultirati povratkom ukupne inflacije na ciljanu razinu u srednjem roku.

Rizici povezani s ostvarivanjem predviđene inflacije još su izraženi, ali se ocjenjuju uravnoteženima. Geopolitičke su napetosti i nadalje moguć izazov u opskrbi energijom i drugim sirovinama na svjetskom tržištu, što bi moglo rezultirati povećanjem njihovih cijena. Osim toga, nepovoljni vremenski uvjeti mogu dodatno potaknuti neočekivan porast cijena prehrambenih sirovina, voća i povrća. S obzirom na važnost kretanja cijena hrane i energije za percepciju inflacije i očekivanja kućanstava, u slučaju rasta tih cijena usporavanje inflacijskih očekivanja moglo bi biti manje izraženo nego što se predviđa, što bi moglo rezultirati jačim i/ili dugotrajnijim pritiskom za povećanjem plaća. Inflacija bi mogla biti viša i u slučaju da ne dođe do očekivanog smanjenja doprinosa profita inflaciji, koje bi u određenoj mjeri kompenziralo utjecaj snažnog rasta plaća. S druge strane, slabiji gospodarski rast i time slabija potražnja, jači učinci pooštavanja monetarne politike te

25 Vrhunac temeljne inflacije bio je u siječnju 2023., kada je ona iznosila 11,3%.

26 Prema prvoj procjeni Eurostata

izrazitije prelijevanje pada cijena energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu na potrošačke cijene dobara i usluga od trenutačno očekivanog, rizici su koji bi mogli utjecati na to da inflacija bude niža od projicirane.

U odnosu na projekciju HNB-a iz rujna rast gospodarske aktivnosti Hrvatske za 2023. revidiran je naniže, a u 2024. blago je povećan (Tablica 4.2.2.). Revizija BDP-a naniže u 2023. gotovo u cijelosti odražava reviziju povijesnih podataka iz listopada ove godine, kada je godišnji rast ekonomske aktivnosti u prvoj polovini ove godine smanjen za 0,6 postotnih bodova. S obzirom na nižu bazu, malo povoljnija očekivanja kretanja krajem godine te ekspanzivniju fiskalnu politiku u odnosu na prethodna očekivanja, rast BDP-a u 2024. revidiran je na 3,0%, s 2,6% projiciranih u rujnu, što, gledajući po sastavnicama, poglavito proizlazi iz revizije rasta osobne potrošnje.

U usporedbi s prethodnom projekcijom, prosječna godišnja inflacija mogla bi biti niža za 0,4 postotna boda u 2023. i za 0,6 postotnih bodova u 2024. To u najvećoj mjeri odražava zamjetno niža ostvarenja od očekivanja ugrađena u rujansku projekciju, što je djelomično ublaženo revizijom naviše projekcije osobne potrošnje i nominalnih plaća. Nasuprot tome, projekcija inflacije u 2025. godini revidirana je blago naviše, što se može pripisati očekivanju o ustrajnijoj temeljnoj inflaciji, u skladu s očekivanim nastavkom snažne osobne potrošnje i rasta nominalnih plaća.

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

	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.
Realni BDP					
Prosinac 2023.	6,3	2,6	3,0	2,7	2,6
Rujan 2023.	6,2	2,9	2,6	2,6	
Razlika (p. b.)		-0,3	0,4	0,1	
Inflacija (HIPC)					
Prosinac 2023.	10,7	8,4	4,0	2,5	2,0
Rujan 2023.	10,7	8,8	4,7	2,4	
Razlika (p. b.)		-0,4	-0,6	0,2	-

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

Kratice i znakovi

Kratice

APN	– Agencija za pravni promet i posredovanje nekretninama
APP	– programi kupnje vrijednosnih papira (engl. <i>Asset Purchase Programme</i>)
BDP	– bruto domaći proizvod
BEA	– Ured SAD-a za ekonomske analize (engl. <i>U. S. Bureau of Economic Analysis</i>)
BLS	– Anketa o kreditnoj aktivnosti banaka (engl. <i>Bank Lending Survey</i>)
BMPE	– projekcijski ciklus Europske središnje banke (engl. <i>Broad Macroeconomic Projection Exercise</i>)
BVAR	– Bajesov model vektorske autoregresije
DFR	– kamatna stopa na novčani depozit, (engl. <i>deposit facility rate</i>)
DG Agri	– Glavna uprava za poljoprivredu i ruralni razvoj (engl. <i>DG for Agriculture and Rural Development</i>)
DZS	– Državni zavod za statistiku
EA	– europodručje (engl. <i>eurozone, euroarea</i>)
EK	– Europska komisija
engl.	– engleski
ESB	– Europska središnja banka
ESI	– ekonomski pokazatelj pouzdanja (engl. <i>Economic Sentiment Indicator</i>)
EU	– Europska unija
EUR	– euro
EURIBOR	– referentna kamatna stopa koja se utvrđuje na europskom međubankarskom tržištu (engl. <i>Euro Interbank Offered Rate</i>)
€STR	– referentna eurska kratkoročna kamatna stopa
Fed	– američka središnja banka (engl. <i>Federal Reserve System</i>)
G7	– savjetodavni forum sedam najznačajnijih industrijskih zemalja svijeta
GSCPI	– indeks pritisaka u globalnim lancima dobave (engl. <i>Global Supply Chain Pressure Index</i>)
HICP	– harmonizirani indeks potrošačkih cijena (engl. <i>Harmonized Index of Consumer Prices</i>)
HNB	– Hrvatska narodna banka
HWWI	– Institut za međunarodnu ekonomiju u Hamburgu (njem. <i>Hamburgisches Weltwirtschaftsinstitut</i>)
HZMO	– Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje
HZZ	– Hrvatski zavod za zapošljavanje
HZZO	– Hrvatski zavod za zdravstveno osiguranje
ILO	– Međunarodna organizacija rada (engl. <i>International Labour Organization</i>)
Ina	– Industrija nafte d.d.
INET-41	– indeks nominalnoga efektivnog tečaja eura prema 41 najvažnijem trgovinskom partneru europodručja

ind.	– industrijski
IPC	– indeks potrošačkih cijena (engl. <i>Consumer Price Index</i>)
LSI	– indikator ponude kredita (engl. <i>Loan Supply Indicator</i>)
MF	– Ministarstvo financija
MLF	– mogućnost posudbe na kraju dana, (engl. <i>marginal lending facility</i>)
mil.	– milijun
mlrd.	– milijarda
MMF	– Međunarodni monetarni fond
MRO	– glavne operacije refinanciranja, (eng. <i>main refinancing operations</i>)
MWh	– megavatsat
NBS	– Nacionalni ured za statistiku (engl. <i>National Bureau of Statistics</i>)
NKD	– Nacionalna klasifikacija djelatnosti
OECD	– Organizacija za gospodarsku suradnju i razvoj (engl. <i>Organization for Economic Cooperation and Development</i>)
OPEC+	– Organizacija 23 zemlje izvoznice nafte (engl. <i>Organization of the Petroleum Exporting Countries</i>)
p. b.	– postotni bod
PDV	– porez na dodanu vrijednost
PEPP	– hitni program kupnje vrijednosnih papira zbog pandemije (engl. <i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i>)
PMI	– indeks menadžera nabave (engl. <i>Purchasing Manager Index</i>)
RH	– Republika Hrvatska
SAD	– Sjedinjene američke države
SDR	– posebna prava vučenja, (engl. <i>special drawing rights</i>)
SMA	– Anketa o monetarnim analizama (engl. <i>Survey of Monetary Analysts</i>)
SPF	– Anketa stručnjaka za ekonomske prognoze (engl. <i>Survey of Professional Forecasters</i>)
tis.	– tisuća
TLTRO III	– treća runda programa dugoročnijeg refinanciranja (engl. <i>targeted longer-term refinancing operations</i>)
TPI	– transmisijski instrument zaštite (engl. <i>Transmission Protection Instrument</i>)
tr.	– tromjesečje
TZ	– trezorski zapisi
val.	– valutni
UBS	– United Bank of Switzerland
UNCTAD	– Konferencija Ujedinjenih naroda o trgovini i razvoju (engl. <i>United Nations Conference on Trade and Development</i>)

Troslovne oznake za valute

CHF	– švicarski franak
CNY	– juan renminbi
EUR	– euro

GBP	– funta sterlinga
JPY	– jen
USD	– američki dolar
XDR	– posebna prava vučenja

Dvoslovne oznake za zemlje

AT	– Austrija
BE	– Belgija
BG	– Bugarska
CY	– Cipar
CZ	– Češka
DE	– Njemačka
DK	– Danska
EE	– Estonija
ES	– Španjolska
FI	– Finska
FR	– Francuska
GB	– Velika Britanija
GR	– Grčka
HR	– Hrvatska
HU	– Mađarska
IE	– Irska
IT	– Italija
LT	– Litva
LV	– Letonija
MT	– Malta
NL	– Nizozemska
PL	– Poljska
PT	– Portugal
RO	– Rumunjska
SI	– Slovenija
SK	– Slovačka
UK	– Ujedinjena Kraljevina

Znakovi

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







ISSN 2459-8089

