



HNB

EUROSUSTAV

# Makroekonomska kretanja i prognoze

godina IX · broj 16 · lipanj 2024.





IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka  
Trg hrvatskih velikana 3  
10000 Zagreb

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

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

ISSN 2459-8089 (online)

# Sadržaj

---

<b>Sažetak</b>	<b>5</b>
<b>1. Svjetsko gospodarstvo</b>	<b>8</b>
<b>2. Europodručje</b>	<b>11</b>
2.1. Realna kretanja	11
2.2. Cjenovna kretanja	12
Okvir 1. Utjecaj oscilacija tečaja na inflaciju europodručja u uvjetima mogućeg razilaženja monetarnih politika Fed-a i ESB-a	15
2.3. Monetarna politika	19
Okvir 2. Novi okvir za provedbu monetarne politike ESB-a	22
2.4. Financijska tržišta i bankovni sustav	25
<b>3. Hrvatsko gospodarstvo</b>	<b>28</b>
3.1. Realna kretanja	28
3.2. Tržište rada	30
3.3. Cjenovna kretanja	33
3.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom	37
3.5. Bankovni sustav	39
<b>4. Projekcije za Hrvatsku</b>	<b>45</b>
4.1. Temeljne pretpostavke	45
4.2. Projekcije makroekonomskih varijabli	46
<b>Kratice i znakovi</b>	<b>52</b>
Kratice	52
Troslovne oznake za valute	53
Dvoslovne oznake za zemlje	54
Znakovi	54



## Sažetak

---

**Globalna gospodarska aktivnost ostala je prigušena početkom 2024., ali s vidljivim znakovima poboljšanja, posebice u zemljama s tržištima u nastajanju.** Unatoč geopolitičkoj neizvjesnosti i pooštrenim uvjetima financiranja globalna gospodarska aktivnost nadmašila je očekivanja. Kinesko gospodarstvo ostvarilo je tromjesečni rast od 1,6% u prva tri mjeseca 2024. zahvaljujući otpornosti industrijske proizvodnje, dok se rast američkoga gospodarstva usporio na 0,4%. Globalni kompozitni indeks menadžera nabave dodatno se poboljšao na početku drugog tromjesečja te signalizira daljnje jačanje svjetske gospodarske aktivnosti. Opskrbni lanci većim su se dijelom normalizirali, a globalna trgovina počela je jačati, potaknuta potražnjom za robom vezanom uz energetske tranziciju. Cijene nafte i ostalih sirovina porasle su zbog geopolitičke neizvjesnosti, dok su se cijene plina u Europi dodatno smanjile. Trend globalne dezinflacije blago se usporio, s ustrajnom inflacijom cijena usluga, a inflacija cijena robe stabilizirala se na niskim razinama. U takvim uvjetima većina središnjih banaka zadržala je ključne kamatne stope na povišenim razinama.

**Realna gospodarska aktivnost u europodručju pozitivno je iznenadila na početku 2024.** Nakon blage recesije u drugoj polovini prošle godine, u prva tri mjeseca 2024. zabilježen je tromjesečni rast realnog BDP-a od 0,3%. Pritom su sva četiri najveća gospodarstva europodručja, uključujući Njemačku, premašila tržišna predviđanja. Iako je oporavak nadmašio očekivanja, rast je bio skroman zbog slabosti u prerađivačkoj industriji, posebno pogođenoj energetske krizom, pa je tako uslužni sektor i dalje glavni pokretač rasta. Tržište rada europodručja ostalo je snažno s visokom zaposlenošću, stabilnom nezaposlenošću i rastom nominalnih plaća. Manjak radne snage u industrijskom se sektoru smanjio, ali se ponovno povećao u građevinarstvu i sektoru usluga. Trend usporavanja inflacije u europodručju se nastavio uvelike zahvaljujući smanjenim troškovnim pritiscima, dok još uvijek razmjerno visok rast plaća pridonosi ustrajnosti inflacije cijena usluga. Ukupna inflacija potrošačkih cijena tako se usporila s 2,9% u prosincu 2023. na 2,6% u svibnju 2024. godine, a temeljna inflacija s 3,4% na 2,9%.

**Upravno vijeće ESB-a smanjilo je ključne kamatne stope za 25 baznih bodova na sastanku održanom 6. lipnja, nakon što ih je od rujna prethodne godine držalo stabilnima.** Upravno vijeće tako je u lipnju nešto ublažilo stupanj restriktivnosti monetarne politike slijedeći najsnažniji ciklus pooštavanja od uvođenja eura kao valute, tijekom kojeg su ključne kamatne stope u razdoblju od srpnja 2022. do rujna 2023. godine porasle za 450 baznih bodova. Ključne kamatne stope ESB-a zadržat će se na restriktivnim razinama koliko god bude potrebno da se inflacija skoro spusti na ciljanu razinu, pri čemu će se odluke i nadalje zasnivati na pristiglim podacima. Na obvezničkom tržištu prinosi na dugoročne državne obveznice uglavnom su rasli do kraja travnja, a zatim su do sredine svibnja vrlo blago pali. Toj korekciji pridonijeli su objava pokazatelja stanja na tržištu

rada u SAD-u koji su početkom svibnja bili slabiji od očekivanih i smanjenje cijena nafte, a što je utjecalo na pad prinosa na američke državne obveznice.

**Nakon što su kamatne stope na kredite domaćih banaka dosegnule vrhunac na prijelazu iz prošle godine u 2024., vidljivo je njihovo blago smanjenje zbog očekivanja da će ESB spustiti ključne kamatne stope, a i kamatne stope na depozite nalaze se ispod maksimalnih zabilježenih razina.** Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima i gotovinske nenamjenske kredite stanovništvu postupno se smanjuju s najviših razina dosegnutih prije nekoliko mjeseci. S druge strane, stambeno zaduživanje nije još pojeftinilo, što proizlazi iz specifičnosti stambenih kredita, prvenstveno njihove duge ročnosti i velike zastupljenosti fiksnih stopa, zbog čega su manje osjetljive na promjene kratkoročnih kamatnih stopa. Rezultati Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka također upućuju na postupno slabljenje intenziteta pooštavanja uvjeta financiranja poduzeća i stanovništva, osim kada je riječ o zaduživanju stanovništva za potrošnju. Usto je potražnja poduzeća za kreditima i stanovništva za potrošačkim i ostalim kreditima bila stabilna uz naznake jačanja, dok se potražnja za stambenim kreditima nastavila smanjivati. Oporavak potražnje i stabilizacija uvjeta financiranja rezultirali su blagim ubrzavanjem rasta kreditiranja poduzeća, a krediti stanovništvu nastavili su razmjerno snažno rasti. Kada je riječ o depozitima, viša razina kamatnih stopa na oročene depozite nastavila je poticati poduzeća i kućanstva na oročavanje sredstava u bankama pa se udio oročenih u ukupnim depozitima nastavio povećavati.

**Hrvatsko je gospodarstvo na početku godine nastavilo razmjerno snažno rasti te se ocjenjuje da bi se u 2024. rast realnog BDP-a mogao blago ubrzati u odnosu na 2023., nakon čega se očekuje njegovo postupno usporavanje.** Prema prvim procjenama DZS-a realni BDP u prvom se tromjesečju povećao za 1,0% u odnosu na kraj 2023., pri čemu su glavni generatori rasta i dalje bili uslužne djelatnosti i građevinarstvo, što odražava snažnu osobnu potrošnju u uvjetima nastavka rasta zaposlenosti i realnih plaća, daljnji rast investicija te povoljna kretanja u turizmu. Na razini cijele 2024. očekuje se da će se rast realnog BDP-a ubrzati na 3,3%, s 3,1% koliko je iznosio u 2023.<sup>1</sup> Očekivano intenziviranje gospodarske aktivnosti u 2024. odražava projicirani nastavak snažnog rasta osobne potrošnje, djelomično podržan ekspanzivnom fiskalnom politikom, jačanje vanjske potražnje te oporavak robnog izvoza i investicija poduzeća. Dinamiziranje godišnjeg rasta povezano je i s kretanjima u prošloj godini, poglavito osobne potrošnje, kada se ona, nakon snažnog pada krajem 2022., kontinuirano povećavala, što je rezultiralo pozitivnim učinkom prijenosa u 2024. U nastavku projekcijskoga horizonta očekuje se razmjerno ujednačen porast glavnih sastavnica BDP-a zbog daljnjeg rasta vanjske potražnje, povoljnih kretanja na tržištu rada te nastavka priljeva razmjerno visokih iznosa sredstava iz fondova EU-a, no ukupni bi se agregat u uvjetima očekivanog poboljšanja strukturnog salda opće države mogao postupno usporavati prema prosječnoj stopi od 2,7%.

<sup>1</sup> U skladu s rokovima određenima u okviru lipanjskoga projekcijskog procesa zemalja članica Eurosustava i ESB-a (*June 2024 BMPE*) konačan nadnevak za slanje ESB-u makroekonomskih projekcija za Hrvatsku bio je 22. svibnja, pri čemu su u finalizaciji projekcije uzeti u obzir podaci objavljeni do (uključujući) 20. svibnja 2024.

**Nakon što se inflacija u Hrvatskoj u prvih pet mjeseci 2024. dodatno smanjila, na razini cijele 2024. također se očekuje primjetno niža inflacija nego prethodne godine, uz daljnje usporavanje inflacije u sljedeće dvije godine.** Ukupna inflacija mjerenom harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena usporila se s 5,4% u prosincu 2023. na 4,3% u svibnju 2024. godine, zahvaljujući slabljenju utjecaja prošlih inflatornih šokova (poput porasta cijena energenata i drugih sirovina te poremećaja u lancima nabave), a koji se ogledaju u niskim godišnjim stopama promjene proizvođačkih cijena intermedijarnih proizvoda, hrane i drugih proizvoda za široku potrošnju. Istodobno je, unatoč usporavanju od jeseni prošle godine, inflacija cijena usluga i dalje visoka, što odražava veću osjetljivost cijena usluga na porast plaća u odnosu na ostale komponente inflacije u uvjetima snažne domaće i inozemne potražnje za ugostiteljskim i smještajnim uslugama. U skladu s time tekuća inflacija umjereno je povišena isključivo u segmentu usluga. Na razini cijele 2024. ukupna inflacija mogla bi se više nego prepoloviti i iznositi 3,8%, a takva dinamika zrcali usporavanje inflacije cijena svih glavnih komponenata osim energije. U ostatku projekcijskoga horizonta očekuje se daljnje usporavanje inflacije u Hrvatskoj, na 2,6% u 2025. i 2,1% u 2026. godini.

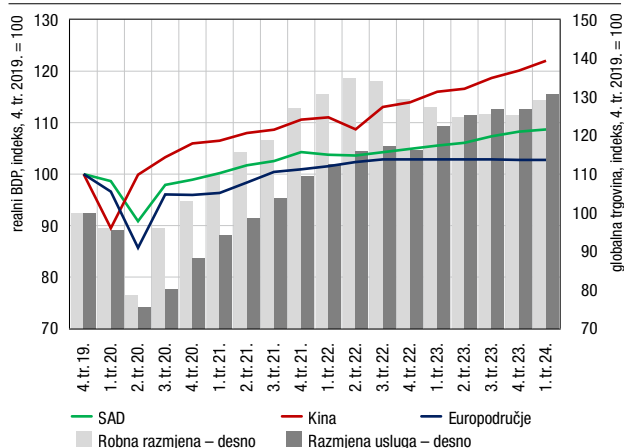
## 1. Svjetsko gospodarstvo

**Globalna gospodarska aktivnost ostala je prigušena na početku 2024., ali uz vidljive znakove poboljšanja pa su ostvarenja nešto nadmašila prijašnja očekivanja.** Unatoč povećanoj geopolitičkoj neizvjesnosti, pooštrenim uvjetima financiranja te i nadalje prisutnim cjenovnim pritiscima globalna gospodarska aktivnost rasla je u prvim mjesecima 2024. brže od očekivanja, posebno u zemljama s tržištima u nastajanju. Kinesko je gospodarstvo, unatoč poteškoćama na tržištu nekretnina i fiskalnim ograničenjima, u prvom tromjesečju 2024. ostvarilo tromjesečni rast od 1,6% (Slika 1.1.1), i to ponajviše zahvaljujući otpornoj industrijskoj proizvodnji. Istodobno se tromjesečni rast američkoga gospodarstva u prvom tromjesečju 2024. usporio na 0,4%, što je najslabije ostvarenje još od sredine 2022. Ipak, u SAD-u se zamjetno usporila jedino državna potrošnja, dok je zamah osobne potrošnje i investicijske aktivnosti američkih poduzeća bio snažniji od očekivanja.

**Globalni kompozitni indeks menadžera nabave dodatno se poboljšao na početku drugog tromjesečja i signalizira daljnje jačanje svjetske gospodarske aktivnosti.** Pritom je nešto brži oporavak sektora usluga nadoknadio blago usporavanje u proizvodnom sektoru (Slika 1.1.2.). Ipak, indeks PMI za prerađivački sektor zadržao se u području ekspanzije, u koje je prešao početkom godine prvi put nakon početka energetske krize 2022. godine. Tome su najviše pogodovali pad cijena energije i normalizacija globalnih lanaca opskrbe koji su prije uvelike prigušivali proizvodni sektor. Osim toga, postupni oporavak globalne potražnje za potrošačkom robom pomogao je prerađivačkom sektoru i smanjio njegov zaostatak u odnosu na sektor usluga.

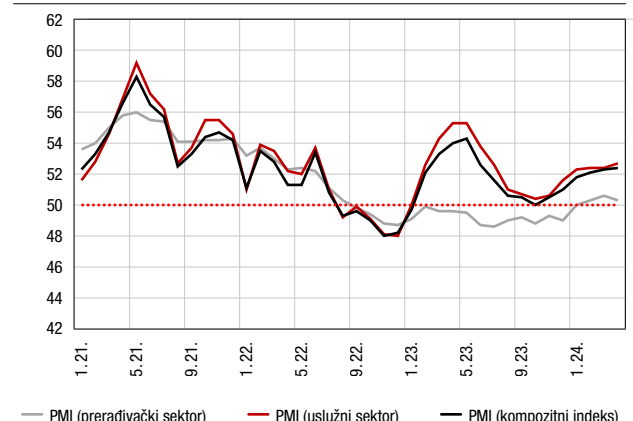
**Globalna je trgovina počela jačati s iščezavanjem negativnih učinaka preusmjerenja potražnje s robe prema uslugama koji su je prigušivali u godinama nakon**

Slika 1.1.1. Gospodarska aktivnost na najvećim tržištima i globalna trgovina



Napomena: Podatak o globalnoj trgovini za 1. tr. 2024. ocjena je UNCTAD-a.  
Izvori: Eurostat; BEA; NBS; UNCTAD

Slika 1.1.2. Pokazatelji pouzdanja za globalno gospodarstvo



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

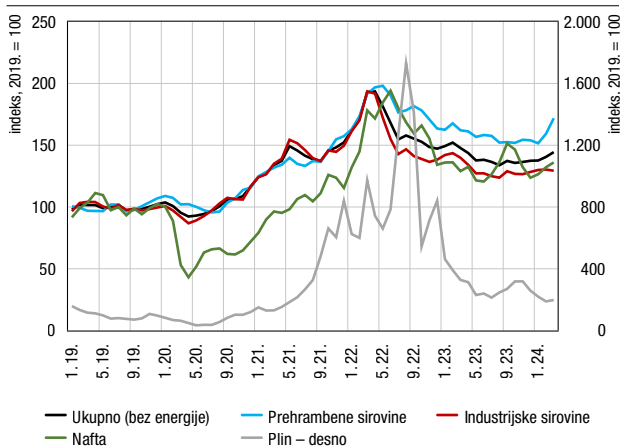


**pandemije.** Osim što su vidljive naznake jačanja globalne potražnje za robom, posebno u segmentu robe vezane uz energetska tranziciju, rastu globalne trgovine pridonosi i dalje snažna potražnja u trgovinski intenzivnim uslugama poput turizma. Postupno trošenje zaliha koje su poduzeća otprije akumulirala također pridonosi jačanju potražnje za robom iz uvoza, a time i globalne trgovine. Opskrbni lanci najvećim su se dijelom već potpuno normalizirali, a napadi na trgovačke brodove u Crvenom moru tijekom siječnja i veljače pridonijeli su tek kratkotrajnom rastu troškova prijevoza te produljenju vremena isporuke, no to nije dovelo do većih nestašica robe jer su brodarske kompanije vrlo brzo uspostavile alternativne trgovinske pravce. Unatoč opisanim kretanjima globalna se trgovina još uvijek nije vratila na pretpandemijsku putanju rasta, a i u sljedećem bi je razdoblju mogla nastaviti prigušivati povećana neizvjesnost i geopolitičke napetosti.

### **Cijene nafte primjetno su porasle u prvim mjesecima 2024. zbog geopolitičke neizvjesnosti povezane sa sukobima na Bliskom istoku i ograničenjima na strani ponude.**

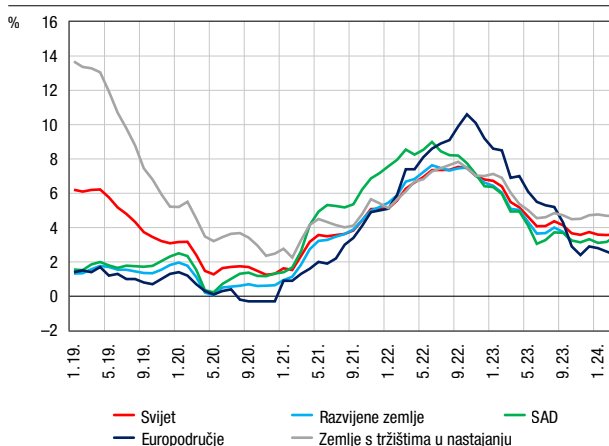
Cijene nafte bile su prilično kolebljive tijekom spomenutog razdoblja i dosegnule razinu od oko 85 USD/barel sredinom svibnja, zbog bojazni glede razvoja događaja na Bliskom istoku i mogućeg širenja sukoba na širu regiju, što bi moglo znatno utjecati na globalnu opskrbu naftom. U isto vrijeme zemlje članice organizacije OPEC+ produžile su sporazum o smanjenju proizvodnje na drugo tromjesečje 2024., a to je dodatno pridonijelo cjenovnim pritiscima. S druge strane, i nadalje razmjerno slaba globalna potražnja prigušivala je znatniji porast cijena nafte. Cijene plina u Europi smanjile su se tijekom prva četiri mjeseca za 18% u odnosu na kraj 2023. i kretale su se na razmjerno niskim razinama od oko 30 EUR/MWh. Nižim cijenama pogodovale su visoke razine uskladištenog plina, kao i činjenica da je potražnja za plinom u Europi povijesno niska zbog slabe industrijske aktivnosti u sektorima s intenzivnom potrošnjom plina, povoljnih vremenskih prilika i promjena u strukturi potrošnje kućanstava i poduzeća nakon plinske krize. Nasuprot tome, prekidi opskrbe iz Norveške i Sjedinjenih Američkih Država, kao i ograničenja izvoza ukapljenoga prirodnog plina iz Katar pod utjecajem poremećaja u Crvenom moru stvarali su tek blage pritiske na rast cijena.

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 također su porasle, u čemu prednjače cijene prehrambenih sirovina.** Rast cijena prehrambenih sirovina uglavnom odražava porast cijena kakaa, koje su se više nego udvostručile u prva četiri mjeseca tekuće godine s obzirom na izraženu nestašicu u opskrbi iz zemalja Zapadne Afrike uzrokovanu nepovoljnim klimatskim prilikama. Loš urod, poremećaji u opskrbi i vrlo niske globalne zalihe razlog su i snažnog rasta cijena kave u spomenutom razdoblju. Rast cijena žitarica bio je znatno umjereniji, a i dalje ga je nastavila poticati neizvjesnost glede opskrbe iz Rusije i Ukrajine. Nakon pada u prošloj godini porasle su i cijene metala, djelomično zbog poremećaja u proizvodnji bakra i aluminija, kao i niskih zaliha na tržištu te jake potražnje povezane s energetsom tranzicijom (Slika 1.1.3.).

**Trend postupne dezinflacije na globalnoj razini blago se usporio u prvim mjesecima 2024.** Blaga promjena trenda primjetna je kod razvijenih zemalja, poglavito u SAD-u, ali i u nekim zemljama s tržištima u nastajanju (Slika 1.1.4.). Pritom se u većem broju zemalja posebno ustrajnom pokazala inflacija cijena usluga, čemu pridonose pritisci s tržišta rada u radno intenzivnim uslužnim djelatnostima te i dalje robusna potražnja za uslugama. Istodobno se globalna inflacija cijena robe stabilizirala na vrlo niskoj razini. Osim ponovnog rasta cijena energije, riziku jačanja inflacije u segmentu robe pridonose mogući novi poremećaji u opskrbnim lancima zbog geopolitičkih napetosti. U takvim okolnostima većina središnjih banaka nije mijenjala referentne kamatne stope, a tek ih je nekoliko smanjilo (Švicarska, Švedska, Češka i Mađarska).

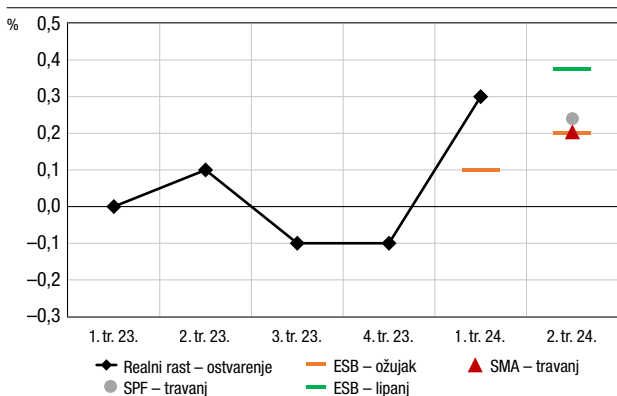
## 2. Europodručje

### 2.1. Realna kretanja

**Nakon blage recesije u drugoj polovini prošle godine, u prva tri mjeseca 2024. vidljiv je oporavak realne aktivnosti europodručja.** U trećem i četvrtom tromjesečju 2023. za gospodarstvo europodručja zabilježena je kontrakcija realnog BDP-a od 0,1% (Slika 2.1.1.). Rast gospodarske aktivnosti u prva tri mjeseca tekuće godine od 0,3% bio je zamjetno snažniji nego što je pretpostavljala većina projekcija, koje su se kretale oko 0,1%. Pritom su ostvarenim rastom sva četiri najveća gospodarstva europodručja premašila tržišna očekivanja, uključujući Njemačku (0,2%), koja je u posljednjem tromjesečju prošle godine zabilježila izraženu kontrakciju (-0,5%). U drugom se tromjesečju očekuje nastavak oporavka pa se čini izglednim da je europodručje tijekom ciklusa pooštavanja monetarne politike izbjeglo snažniju kontrakciju gospodarske aktivnosti.

**Iako pozitivan, realan rast europodručja bio je razmjerno skroman zbog izraženih slabosti u pojedinim ekonomskim sektorima.** To se posebno odnosi na prerađivačku industriju, koja se već duže vrijeme nalazi u fazi kontrakcije, a nepovoljna kretanja posebno su izražena u energetski intenzivnim industrijskim djelatnostima, koje su znatno pogođene energetskom krizom. Dostupni visokofrekventni pokazatelji, poput indeksa menadžera nabave (PMI) i indeksa ekonomskog raspoloženja (ESI), upućuju na nastavak kontrakcije u industriji i u drugom tromjesečju 2024. Istodobno, srednjoročni izgledi za oporavak europske industrije također se čine skromni s obzirom na to da recentni pad industrijske aktivnosti vjerojatno nije isključivo cikličke prirode, već djelomično odražava strukturne manjkavosti i slabu konkurentnost. Uslužni sektor nastavio je nadomještati slabosti u proizvodnom sektoru i tako ostao glavni pokretač gospodarskog rasta europodručja (Slika 2.1.2.).

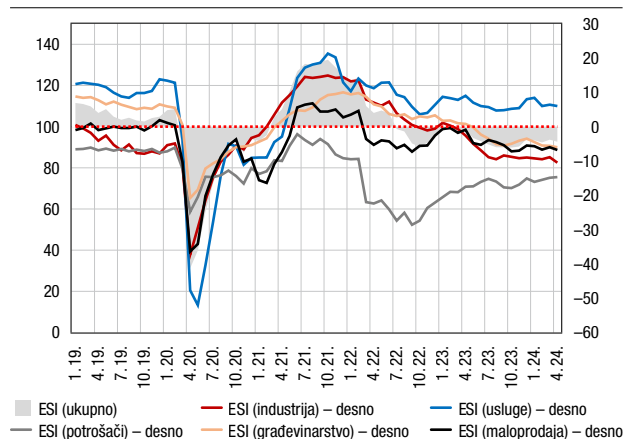
Slika 2.1.1. Gospodarska aktivnost u europodručju



Napomena: Kratica ESB – ožujak odnosi se na ESB-ovu projekciju iz ožujka 2024., ESB – lipanj iz lipnja iste godine. Kratice SMA (engl. *Survey of Monetary Analysts*) i SPF (engl. *Survey of Professional Forecasters*) odnose se na rezultate ESB-ovih anketa tržišnih sudionika iz travnja.

Izvor: Eurostat

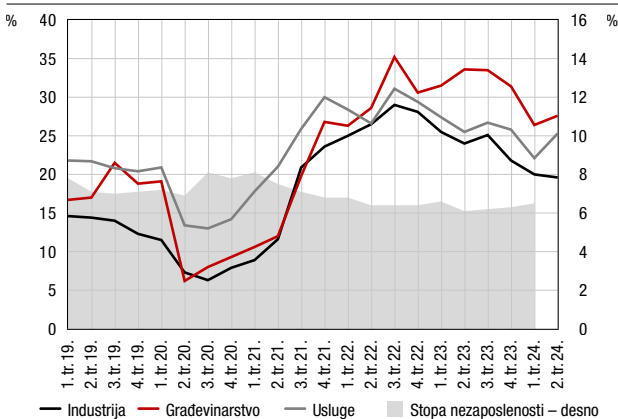
Slika 2.1.2. Pokazatelji pouzdanja za europodručje



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

Izvor: Eurostat

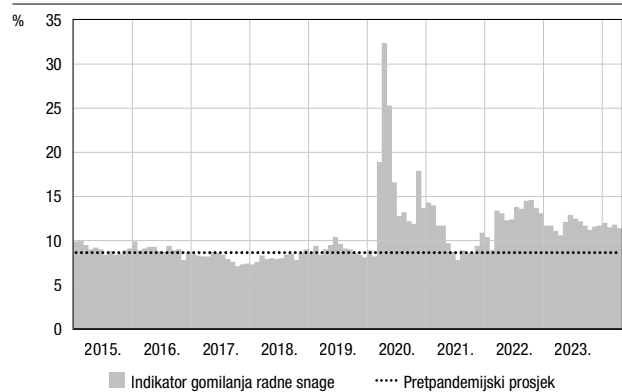
Slika 2.1.3. Manjak radne snage i stopa nezaposlenosti u europodručju



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. Indikator gomilanja radne snage u europodručju



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

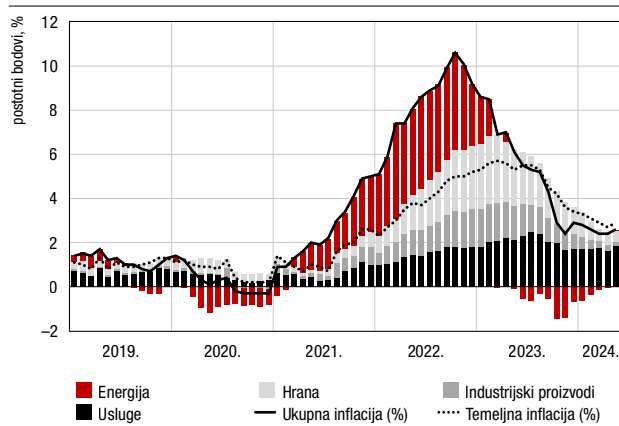
Izvor: Europska komisija

**Prigušena realna aktivnost europodručja tek se djelomično odrazila na pokazatelje tržišta rada.** Ukupno gledajući, tržište rada europodručja i nadalje je vrlo snažno s visokom stopom zaposlenosti, stabilnom nezaposlenosti, izraženim manjkom radne snage te primjetnim rastom nominalnih plaća. Pokazatelji manjka radne snage u industriji pritom su se nastavili smanjivati s razmjerno visoke razine, dok se u građevinarstvu i uslužnim djelatnostima manjak nešto povećao, usporedno s naznakama oporavka aktivnosti početkom godine (Slika 2.1.3.). Otpornost europskog tržišta rada tijekom ciklusa pooštavanja monetarne politike djelomično se može objasniti i iznadprosječnim gomilanjem radne snage od strane poduzeća zbog rizika da bi u ponovnoj fazi ekspanzije problemi s pronalaskom kvalificirane radne snage mogli biti još izrazitiji (Slika 2.1.4.).

## 2.2. Cjenovna kretanja

**Trend usporavanja inflacije u europodručju nastavio se tijekom prvih pet mjeseci 2024., premda nešto slabijim intenzitetom nego prethodne godine.** Inflacija, mjeren na harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena, prema prvoj procjeni Eurostata u svibnju se smanjila na 2,6% (s 2,9% u prosincu 2023.), što je ponajviše bilo rezultat snažnog usporavanja inflacije cijena hrane na 2,6% u svibnju (sa 6,1% u prosincu, Slika 2.2.1.), u uvjetima znatno nižih cijena energije i prehrambenih sirovina u odnosu na razine zabilježene na njihovu vrhuncu tijekom 2022. godine. Nasuprot tome, inflacija cijena energije povećala se na 0,3%, nakon -6,7% zabilježenih u prosincu, što odražava nepovoljne bazne učinke (budući da znatna mjesečna smanjenja tih cijena zabilježena od veljače do svibnja 2023. više ne utječu na izračun godišnje stope promjene cijena energije), rast cijena sirove nafte na svjetskom tržištu, kao i ukidanje dijela fiskalnih potpora kućanstvima kojima je cilj bilo ublažavanje učinaka prijašnjih poskupljenja energenata.

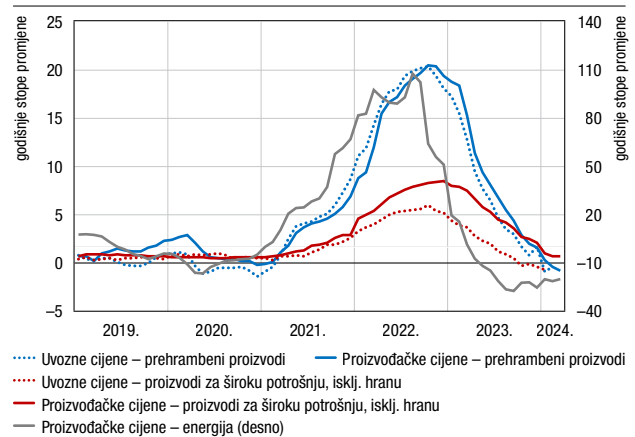
Slika 2.2.1. Pokazatelji inflacije u europodručju



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

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 2.2.2. Pokazatelji inflacijskih pritisaka u cjenovnom lancu u europodručju

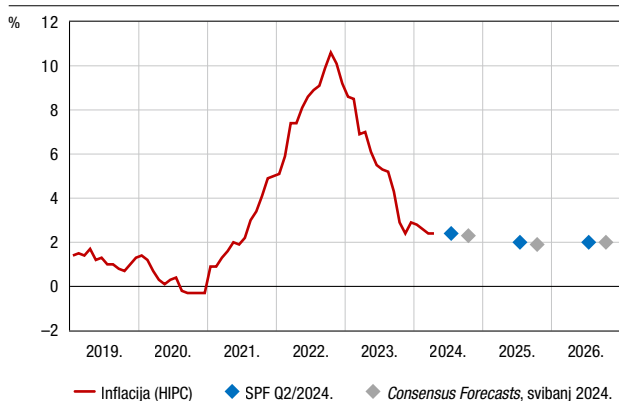


Napomena: Proizvođačke cijene odnose se na domaće tržište. Cijene prehrambenih proizvoda uključuju pića i duhan.

Izvor: Eurostat

**Temeljna inflacija (koja isključuje cijene energije i hrane) u europodručju se tijekom prvih pet mjeseci 2024. usporila, pri čemu se inflacija cijena industrijskih proizvoda smanjila na 0,8% (s 2,5% u prosincu), dok se inflacija cijena usluga blago povećala (na 4,1% s 4,0% u prosincu). Premda se rast plaća u europodručju usporava na godišnjoj razini, još uvijek je razmjerno visok te bitno pridonosi postojanosti inflacije cijena usluga. Inflacija cijena industrijskih proizvoda u europodručju usporava se uvelike zahvaljujući jeftinijim energentima i drugim sirovinama na svjetskom tržištu i popuštanju inflatornih pritisaka u prethodnim fazama cjenovnog lanca, što se odražava na pad uvoznih cijena te nisku godišnju stopu rasta proizvođačkih cijena proizvoda za široku potrošnju na domaćem tržištu (Slika 2.2.2.). Zamah ukupne inflacije u europodručju, odnosno analizirana tromjesečna stopa inflacije koja je pokazatelj tekućih inflatornih pritisaka, smanjio se početkom godine na samo 0,5%, uvelike zbog vrlo negativnog zamaha cijena energije. Nakon toga zamah ukupne inflacije povećao se i dosegao u svibnju 3,0% te je treći mjesec**

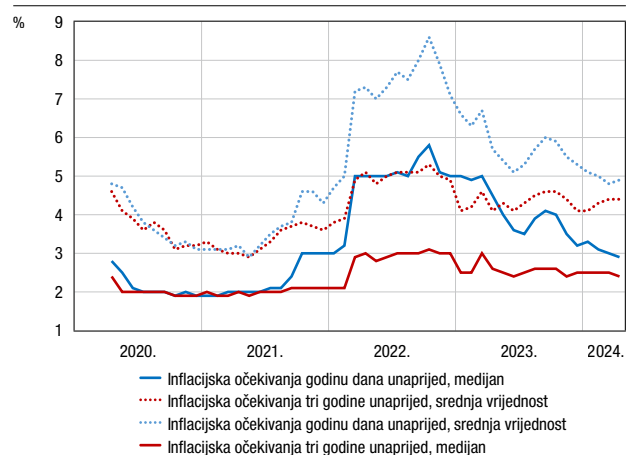
Slika 2.2.3. Kratkoročna i srednjoročna inflacijska očekivanja stručnjaka za prognoziranje u europodručju



Napomena: SPF Q2/2024. (engl. Survey of Professional Forecasters) odnosi se na rezultate ESB-ove ankete stručnjaka za prognoziranje koja je provedena od 18. do 21. ožujka 2024.

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) – ožujak 2024., ESB; 28. svibnja 2024.

zaredom bio iznad dugoročnog prosjeka. To je uglavnom bilo rezultat jačanja zamaha inflacije cijena energije (na 3,5% u svibnju nakon -11,7% u siječnju) i usluga (na 5,5% u svibnju nakon 2,3% u siječnju).

**Na temelju rezultata ankete za drugo tromjesečje 2024. koju provodi ESB, vidljivo je da stručnjaci za prognoziranje očekuju usporavanje prosječne godišnje stope inflacije u europodručju na 2,4% u 2024. te na 2,0% u 2025. i 2026. (Slika 2.2.3.).** Stručnjaci smatraju da su otpornost tržišta rada i rast plaća još uvijek visoki, ali očekuju da će njihovo daljnje usporavanje u znatnoj mjeri pridonijeti povratku inflacije na ciljane razine. Kada je riječ o potrošačima, ESB-ova anketa provedena u travnju 2024. (Slika 2.2.4.) upućuje na to da kratkoročna inflacijska očekivanja (za godinu dana unaprijed, medijan) iznose 2,9% te su nešto niža u usporedbi s onima zabilježenima krajem 2023. Nadalje, srednjoročna inflacijska očekivanja potrošača (za tri godine unaprijed, medijan) u travnju su se blago smanjila, na 2,4%, nakon što su u prethodna četiri mjeseca stagnirala na razini od 2,5%.

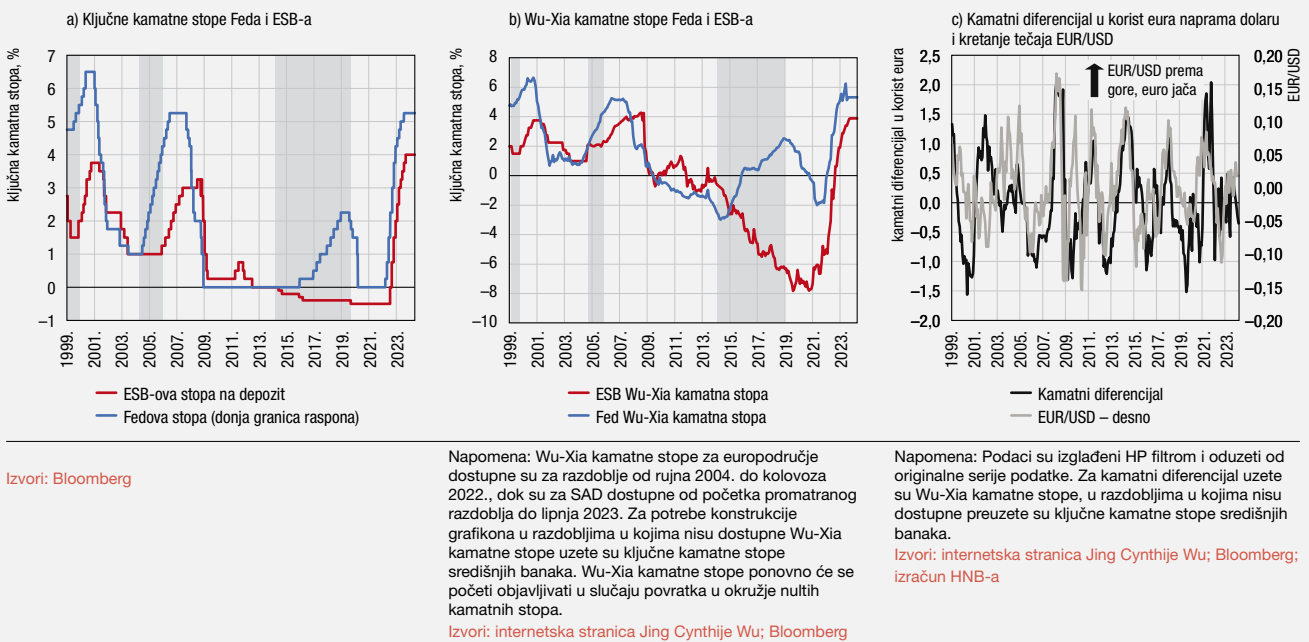
## Okvir 1. Utjecaj oscilacija tečaja na inflaciju europodručja u uvjetima mogućeg razilaženja monetarnih politika Fed-a i ESB-a

Sporiji gospodarski rast europodručja i brže smanjivanje inflacije u europodručju u odnosu na inflaciju u SAD-u potaknuli su očekivanja financijskih tržišta da će ESB, suprotno dosadašnjoj praksi, predvoditi ciklus spuštanja kamatnih stopa te da će doći do divergencije monetarnih politika Fed-a i ESB-a. Takvo razilaženje monetarnih politika, ako do njega dođe, može utjecati na gospodarstvo europodručja kroz više kanala. S jedne strane, restriktivnija monetarna politika Fed-a i pooštreni financijski uvjeti mogli bi djelovati na pooštavanje financijskih uvjeta i u europodručju te tako smanjiti inflacijske pritiske. Nasuprot tome, kao odraz većega kamatnog diferencijala u korist dolara, može se očekivati slabljenje eura u odnosu na dolar, a onda i sporije spuštanje inflacije u europodručju prema ciljanoj razini. Analiza prijenosa promjene tečaja EUR/USD na cijene u europodručju potvrđuje dosadašnje nalaze kako se intenzitet prijenosa tečaja na cijene smanjuje duž lanca određivanja cijena. Utjecaj je promjene tečaja najveći za uvozne cijene na granici, ali izrazito je slab za konačne potrošačke cijene. Taj će utjecaj vjerojatno donekle ublažiti prelijevanje pooštrenih uvjeta financiranja iz SAD-a na europodručje. Stoga se može pretpostaviti da bi ukupan učinak mogućeg razilaženja monetarnih politika Fed-a i ESB-a na cijene u europodručju bio vrlo ograničen.

**Monetarna je politika ESB-a, uz određeni vremenski odmak, dosad uglavnom bila usklađena s monetarnom politikom Fed-a.** Povećan volumen globalne trgovine, jačanje globalnih financijskih tokova i globalni šokovi (globalna financijska kriza, pandemija bolesti COVID-19) u posljednjih su nekoliko desetljeća povećali ovisnost među zemljama i ojačali sinkroniziranost realnih i financijskih ciklusa. To je djelovalo i na veću sinkroniziranost monetarnih politika. Fed je obično predvodio u prilagodbi monetarne politike stanju globalnoga ekonomskog ciklusa i prvi pomicao ključnu kamatnu stopu. Od osnivanja ESB-a monetarne politike Fed-a i ESB-a razišle su se značajnije samo u nekoliko navrata<sup>2</sup>, i to uglavnom tijekom vrlo kratkih razdoblja (slike 1.a. i 1.b., siva područja). Prva takva epizoda odigrala se 1999. godine, neposredno nakon uvođenja eura. ESB se tada nakon devet mjeseci priključio ciklusu podizanja ključnih kamatnih stopa koji je započeo Fed. U drugoj epizodi, koja je počela 2004. godine, ESB je počeo slijediti Fed nakon 17 mjeseci. Jedina epizoda trajnijeg razilaženja monetarnih politika tih dviju središnjih banaka odvijala se između 2014. i 2019. godine, nakon europske dužničke krize. ESB je tada dodatno ojačao već iznimno ekspanzivan karakter monetarne politike pokušavajući potaknuti gospodarsku aktivnost i povećanje inflacije prema ciljanoj razini. S druge strane, Fed je pooštavao monetarnu politiku kako bi ublažio inflacijske pritiske, koji su

2 Pod značajnijim razilaženjima monetarnih politika Fed-a i ESB-a smatraju se ona koja su dovela do kamatnog diferencijala većeg od 2,50% u korist bilo koje valute.

Slika 1. Kamatne stope u SAD-u i europodručju



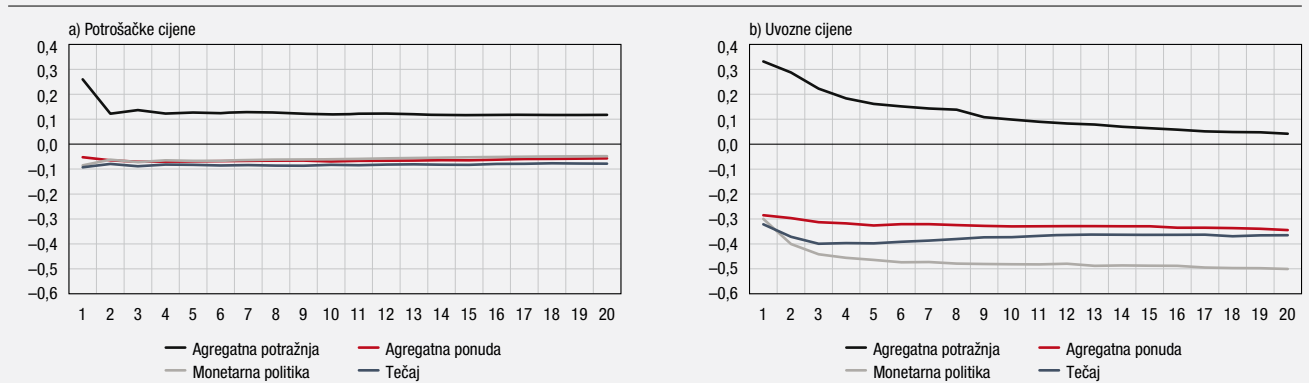
tada jačali u SAD-u. Razilaženje monetarnih politika u tom je razdoblju još očitije ako se promatraju pokazatelji monetarne politike (Slika 1.b.) koji ključne kamatne stope korigiraju za učinak nekonvencionalnih mjera monetarne politike, kao što su programi otkupa obveznica (tzv. *shadow rate*).

Zbog sporijega gospodarskog rasta europodručja i bržeg smanjivanja inflacije u europodručju u odnosu na SAD financijska tržišta trenutačno očekuju divergenciju monetarnih politika Fedu i ESB-a. Gospodarstvo SAD-a trenutačno karakterizira snažno tržište rada i jaka potrošnja. Takvi bi se trendovi mogli odraziti i na europodručje u smislu povećane strane potražnje za izvoznim dobrima, što bi moglo povećati pritisak na rast cijena u europodručju. Na takav inflatorni utjecaj razilaženja u gospodarskim kretanjima moglo bi se nadovezati i razilaženje monetarnih politika Fedu i ESB-a, koje utječe na gospodarstvo europodručja kroz više kanala s različitim djelovanjem na gospodarsku aktivnost i inflaciju:

- **Financijski kanal.** Odgađanje spuštanja ključne kamatne stope u SAD-u ne utječe samo na stanje američkoga gospodarstva već se zbog veličine i integriranosti američke ekonomije u globalni financijski sustav te zbog važnosti dolara kao dominantne globalne valute znatno odražava i na ostatak svijeta. Može se stoga očekivati da će zadržavanje monetarne politika Fedu u restriktivnijem području nepovoljno djelovati na uvjete financiranja u europodručju, prigušujući pritom gospodarski rast i inflacijske pritiske.
- **Kanal deviznog tečaja.** Razlika u kamatnim stopama (tzv. kamatni diferencijal) kratkoročno je važna odrednica promjene deviznog tečaja u kratkom roku (Slika 1.c.). No, uz kamatne stope na tečaj djeluju i brojni drugi činitelji<sup>3</sup> čiji utjecaj može prevagnuti. Valuta koja nosi višu kamatnu stopu u odnosu na valutu koja nosi nižu



Slika 2. Uvjetna korelacija tečaja i cijena kao rezultat pojedinih šokova



Napomene: Uvjetna korelacija tečaja i cijena jest omjer kumulativnih reakcija promjena cijena i promjena tečaja nakon svakog od identificiranih šokova. Rezultati se temelje na (B)VAR modelima s restrikcijama na predznak na funkcije impulsnog odaziva. Model se sastoji od pet varijabla: relativnog BDP-a europskog područja i SAD-a, relativnog indeksa potrošačkih cijena europskog područja i SAD-a, relativnog indeksa uvoznih cijena europskog područja i SAD-a, kamatnog diferencijala konstruiranog s pomoću Wu-Xia kamatnih stopa te tečaja EUR/USD. Analizom je obuhvaćeno razdoblje od 1. tromjesečja 1999. do 4. tromjesečja 2023. Strategija identifikacije temelji se na srodnoj empirijskoj literaturi (vidjeti primjerice Communale i Kunovac, 2017.).

Izvor: izračun HNB-a

kamatnu stopu, uz pretpostavku slične rizičnosti zemalja, može lakše privući kapital, što dovodi do aprecijacije te valute. Divergencija u monetarnim politikama može, stoga, potaknuti oscilaciju tečaja. Ako se kamatni diferencijal smanji u korist eura i ta determinanta prevagne na tečaj EUR/USD, slabiji bi euro preko viših uvoznih cijena mogao potaknuti inflacijske pritiske, učinak suprotan onome iz financijskoga kanala.

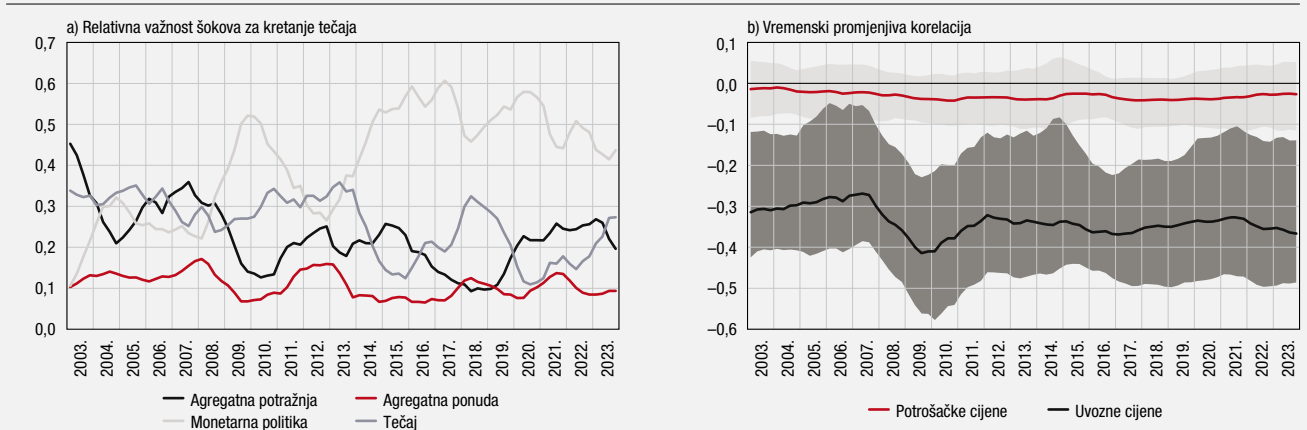
**Djelovanje tečajnoga kanala može usporiti i odgoditi povratak inflacije u europskom području na ciljanu razinu.** Intenzitet djelovanja tečajnoga kanala ovisi o vezi između tečaja<sup>4</sup> i cijena, odnosno prijenosu promjene tečaja na uvozne cijene, a onda i inflaciju. Provedena analiza pokazuje da je korelacija kretanja tečaja i inflacije negativna pri šokovima monetarne politike, tečaja<sup>5</sup> i agregatne ponude, odnosno da deprecijaciju eura prati rast cijena u europskom području u uvjetima djelovanja takvih šokova. S druge strane, pri šokovima agregatne potražnje ta veza je pozitivna, odnosno povećanu potražnju pratit će rast cijena i aprecijacija eura jer središnja banka na povišenu inflaciju reagira podizanjem kamatne stope, što istodobno potiče aprecijaciju tečaja (Slika 2.a.). Rezultati su kvalitativno vrlo slični kada se umjesto potrošačkih promatraju uvozne cijene, pri čemu je (očekivana) negativna korelacija tečaja i cijena kod šokova monetarne politike i tečaja znatno veća (Slika 2.b.). S obzirom na to da pri različitim makroekonomskim šokovima korelacija tečaja i cijena može biti i pozitivna i negativna, veza tečaja i inflacije u određenom trenutku

3 Determinante su kretanja deviznog tečaja brojne: od faze ekonomskog ciklusa, inflacije, kamatne stope, karaktera monetarne politike, produktivnosti, priljeva inozemnoga kapitala, javnih financija, političke stabilnosti zemlje do investitorskih špekulacija i zauzimanja pozicija radi zaštite od valutnog rizika. U skladu s time postoji niz teoretskih okvira koji objašnjavaju kretanje deviznog tečaja na različite rokove.

4 U ovom okviru tečaj je definiran kao broj jedinica dolara po jedinici eura, što znači da rast tečaja označuje aprecijaciju eura prema dolaru.

5 Šok tečaja nepredvidiva je promjena tečaja koja nema uporište u fundamentima (primjerice u kamatnom diferencijalu). To može biti neki šok pouzdanja. Tako je, primjerice, kretanje američkog dolara nerijetko teško objasniti kretanjem standardnih odrednica tečaja zbog statusa dolara kao valute "sigurnog utočišta" (engl. *safe haven*) zbog kojeg su fluktuacije dolara često rezultat promjena raspoloženja trgovaca valutama na deviznom tržištu.

Slika 3. Veza tečaja i cijena (dvogodišnji pomični prosjek)

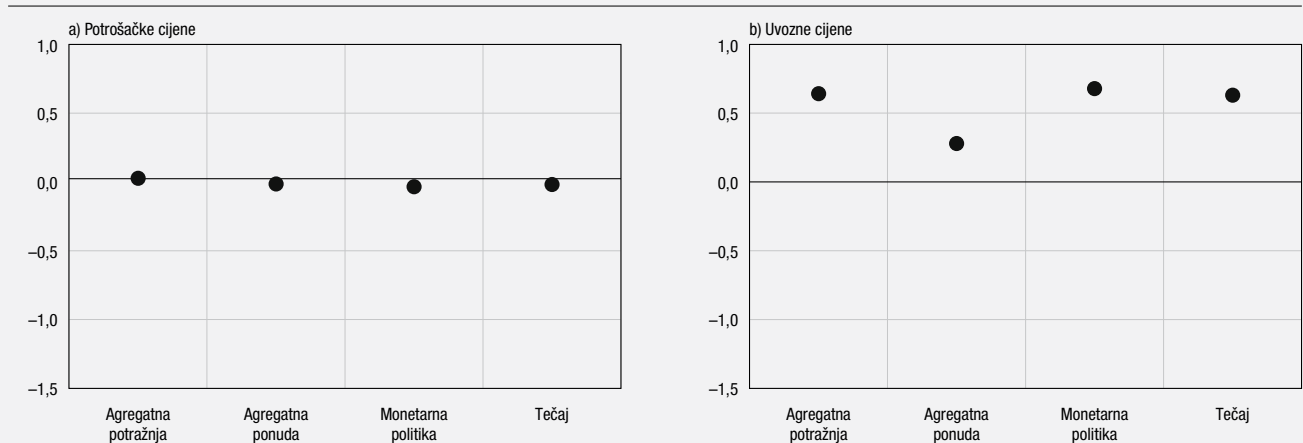


ovisit će o tome koji šokovi dominantno utječu na gospodarstvo (Slika 3.a.). Tako se vidi da su nakon 2014., u razdoblju najizraženijeg razilaženja monetarnih politika Feda i ESB-a, upravo promjene u monetarnoj politici imale najvažniju ulogu u objašnjavanju negativne korelacije tečaja i uvoznih cijena. Međutim, dok je negativna korelacija s uvoznim cijenama bila razmjerno snažna i uglavnom stabilna, za potrošačke cijene ona se kretala oko nule.

**Sama korelacija tečaja i cijena može upućivati na njihovo usporedno kretanje pod utjecajem trećih varijabli, ali isto tako i na pravi, kauzalni učinak promjene tečaja na inflaciju u različitim okolnostima.** Kako bi se izolirao stvarni učinak tečaja na potrošačku i uvoznju inflaciju, modelski je konstruiran hipotetski scenarij u kojem se pretpostavlja da tečaj ostaje stabilan. Razlike u reakciji potrošačke i uvozne inflacije između dva modela mogu se pripisati upravo promjeni tečaja, jer se u hipotetskom scenariju pretpostavlja da tečaj ne reagira na ekonomske šokove, čime se neutralizira njegov utjecaj na transmisiju ekonomskih šokova na potrošačke i uvozne cijene.

**Rezultati analize potvrđuju kako promjene tečaja znatno pojačavaju prijenos različitih ekonomskih šokova na uvozne cijene, ali nemaju znatnu ulogu u prijenosu šokova na potrošačke cijene.** Ocjene pokazuju da je prijenos tečaja na uvozne cijene razmjerno snažan, odnosno da deprecijacija eura pri šokovima monetarne politike od jedne standardne devijacije uzrokuje dodatni porast uvoznih cijena za 0,68 postotnih bodova, a kod šokova agregatne potražnje za 0,64 postotna boda u europodručju. Navedeni je učinak tek nešto slabiji kod šokova agregatne ponude, kod kojih deprecijacija eura rezultira dodatnim porastom uvoznih cijena od 0,28 postotnih bodova u odnosu na scenarij u kojem nema deprecijacije. S druge strane, tečaj ne igra znatniju ulogu u prijenosu ekonomskih šokova na potrošačke cijene s obzirom na to da su razlike između reakcije relativne inflacije u dva spomenuta scenarija blizu nuli (Slika 4.a.).

Slika 4. Prijenos tečaja na cijene



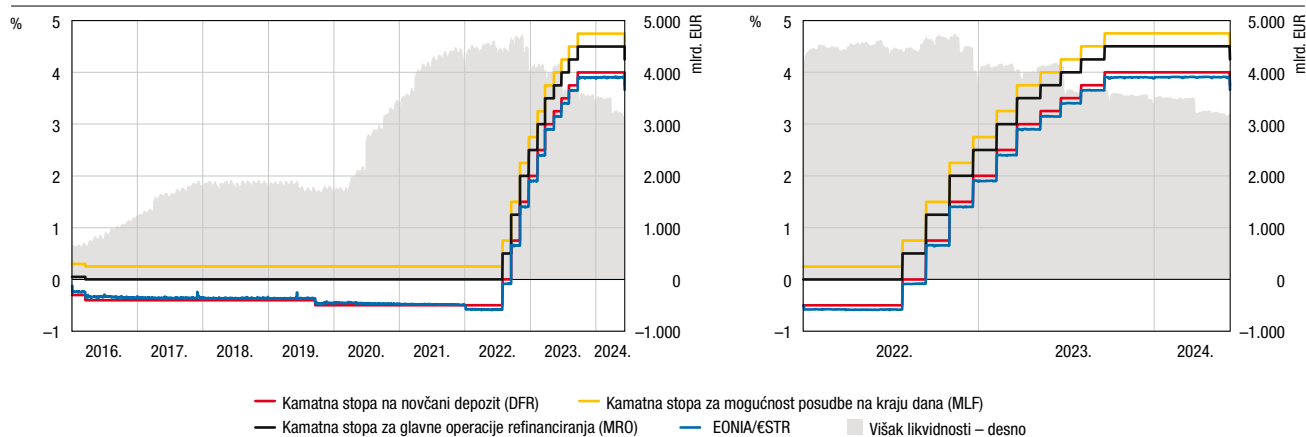
Izvor: izračun HNB-a

Iz navedenog se može zaključiti da promjene tečaja brzo utječu na cijene uvoza, no taj utjecaj slabi kako se približavamo cijenama koje plaćaju krajnji potrošači. Budući da financijski kanal divergencije djeluje u smjeru ublažavanja inflacijskih pritisaka, a da tečajni kanal pokazuje izrazito slab prijenos na rast potrošačkih cijena, iz svega navedenog proizlazi da bi učinak potencijalne divergencije monetarnih politika Fed-a i ESB-a na inflaciju naposljetku mogao biti vrlo ograničen. Ipak, treba napomenuti kako analizirano razdoblje karakterizira relativno niska inflacija, tako da bi se potencijalni učinci divergencije monetarnih politika kroz kanal deviznog tečaja mogli razlikovati u trenutačnom okruženju razmjerno visoke inflacije. Osim toga, treba napomenuti da bi i sama snažnija potražnja u SAD-u mogla povećati potražnju za europskom robom i uslugama i tako potaknuti inflatorne pritiske.

### 2.3. Monetarna politika

Upravno vijeće ESB-a smanjilo je ključne kamatne stope za 25 baznih bodova na sastanku održanom 6. lipnja, nakon što ih je od rujna prethodne godine držalo stabilnim, čime je zabilježeno prvo spuštanje stopa od rujna 2019. kada je smanjena kamatna stopa na novčani depozit. Upravno vijeće tako je u lipnju nešto ublažilo stupanj restriktivnosti monetarne politike slijedeći najsnažniji ciklus pooštavanja od uvođenja eura kao valute, tijekom kojeg su ključne kamatne stope u razdoblju od srpnja 2022. do rujna 2023. godine porasle za 450 baznih bodova. Pritom je naglašeno da se inflacija od sastanka u rujnu 2023. smanjila za više od 2,5 postotnih bodova uz poboljšanje izgleda za njezino spuštanje na ciljanu razinu. Također se smanjila temeljna inflacija, što dodatno upućuje na slabljenje cjenovnih pritisaka, a spustila su se i inflacijska očekivanja.

Slika 2.3.1. Ključne kamatne stope ESB-a

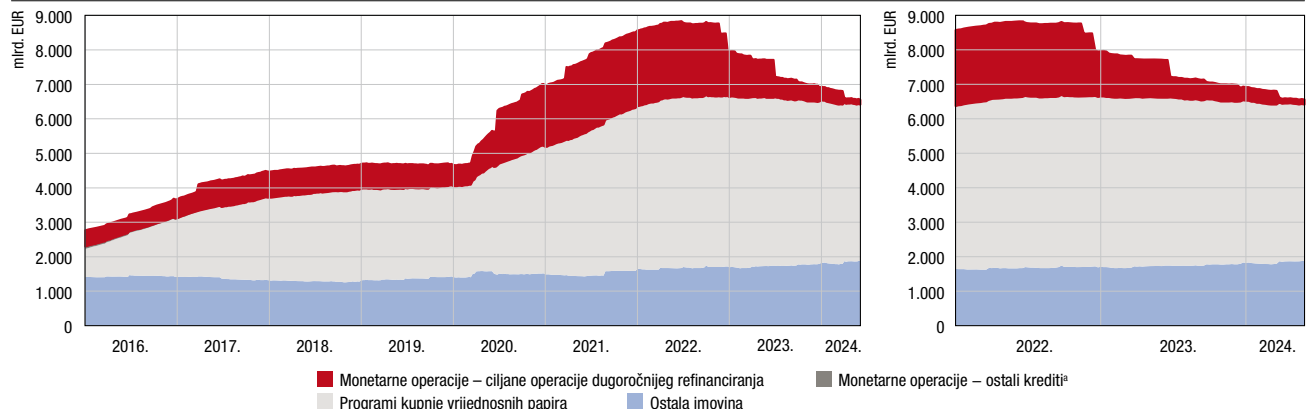


Izvor: ESB

Navedenom je odlukom kamatna stopa na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke (engl. *deposit facility rate*, DFR, koja je u trenutnim uvjetima visokih viškova likvidnosti relevantan pokazatelj monetarne politike ESB-a) smanjena s 4,00% na 3,75%, kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja (engl. *main refinancing operations*, MRO) s 4,50% na 4,25% te kamatna stopa na mogućnost posudbe na kraju dana (engl. *marginal lending facility*, MLF) s 4,75% na 4,50%. Ključne kamatne stope ESB-a zadržat će se na restriktivnim razinama koliko god bude potrebno da se inflacija skoro spusti na ciljnu razinu, pri čemu će se odluke i nadalje zasnivati na pristiglim podacima (engl. *data-dependent approach*). Pritom se Upravno vijeće ne opredjeljuje unaprijed za određenu dinamiku promjene stopa.

**Istodobno se nastavio proces postupnog smanjivanja bilance Eurosustava.** Banke i nadalje otplaćuju iznose pozajmljene u sklopu ciljanih operacija dugoročnijeg

Slika 2.3.2. Bilanca Eurosustava



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

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

Izvor: ESB

refinanciranja, a i portfelj nastao u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (engl. *asset purchase programme*, APP) Eurosustava nastavlja se smanjivati umjerenom i predvidivom dinamikom, pri čemu se glavnice dospjelih vrijednosnih papira od srpnja 2023. više ne reinvestiraju. Što se tiče hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase programme*, PEPP), Upravno vijeće na lipanjskom je sastanku potvrdilo da će se portfelj PEPP-a u drugoj polovini godine početi smanjivati, i to prosječno za 7,5 mlrd. EUR mjesečno, a na kraju 2024. namjerava se potpuno obustaviti reinvestiranje u sklopu PEPP-a. U razdoblju do kraja 2024., do kada će se reinvestiranja provoditi, glavnice dospjelih vrijednosnih papira u portfelju PEPP-a prema potrebi će se reinvestirati fleksibilno radi smanjenja rizika za transmisijski mehanizam monetarne politike povezanih s pandemijom.

## Okvir 2. Novi okvir za provedbu monetarne politike ESB-a

Operativni okvir za provedbu monetarne politike ESB-a odnosi se na skup načela, postupaka i instrumenata koji se primjenjuju za provedbu odluka monetarne politike. U ožujku 2024. Upravno vijeće ESB-a odobrilo je izmjene operativnog okvira kako bi se prilagodio uvjetima normalizacije bilance Eurosustava, odnosno postupnom smanjivanju viška likvidnosti s vrlo visokih razina. Kamatna stopa na novčani depozit ostaje glavni instrument monetarne politike jer se očekuje da će se kratkoročne kamatne stope na tržištu novca kretati blizu te stope. Eurosustav će osiguravati likvidnost širokim skupom instrumenata, uključujući kratkoročne kreditne operacije, tj. glavne operacije refinanciranja, i tromjesečne operacije dugoročnijeg refinanciranja te, u kasnijoj fazi, strukturne dugoročnije kreditne operacije i strukturni portfelj vrijednosnih papira. Pritom bi glavne tjedne operacije refinanciranja trebale imati središnju ulogu u podmirivanju potreba banaka za likvidnošću u sljedećim godinama. Upravno vijeće preispitat će, na temelju stečenog iskustva, ključne parametre operativnog okvira u 2026., a spremno je, po potrebi, i ranije prilagoditi obilježja i parametre okvira kako bi se monetarna politika i nadalje provodila u skladu s utvrđenim načelima.

**Višak likvidnosti europodručja smanjuje se od studenoga 2022. u okružju pooštavanja monetarne politike s ciljem skorog spuštanja inflacije na ciljanu razinu.** Mjere koje je Upravno vijeće donijelo tijekom ciklusa pooštavanja postupno će smanjivati višak likvidnosti, iako bi taj višak još nekoliko godina mogao ostati obilan. No, potrebe banaka za pričuvama središnje banke zbog niza su razloga, koji uključuju povećanu nesklonost banaka riziku, segmentaciju novčanog tržišta, razvoj platnih sustava i evoluciju prudencijalne regulative, vjerojatno veće nego prije globalne financijske krize. Stoga postoji rizik da smanjenje viška likvidnosti u nekom trenutku počne utjecati na povećanu kolebljivost kamatnih stopa na prekonocnom novčanom tržištu, što bi moglo imati nepoželjan utjecaj na karakter monetarne politike.

**ESB je krajem 2022. započeo proces preispitivanja operativnog okvira za provedbu monetarne politike upravo kako bi umanjio rizik da postupno smanjivanje bilance u nekom trenutku rezultira nepoželjnim učincima na karakter monetarne politike.** U tom su procesu razmotrena iskustva stečena u različitim režimima likvidnosti i opcije koje bi mogle osigurati neometanu provedbu monetarne politike u uvjetima smanjivanja likvidnosti. Sredinom ožujka 2024. Upravno je vijeće definiralo izmjene operativnog okvira kojima se utvrđuju načini usmjeravanja kratkoročnih kamatnih stopa na tržištu novca europodručja kako bi one odražavale odluke Upravnog vijeća o monetarnoj politici. Pritom su utvrđena ključna načela, parametri i obilježja za provedbu monetarne politike i pružanje likvidnosti središnje banke u uvjetima postupnog smanjivanja viška likvidnosti.

**Provedba monetarne politike i u budućnosti će se voditi na temelju nekoliko ključnih načela, među kojima se posebno izdvajaju djelotvornost, pouzdanost, fleksibilnost,**

**učinkovitost, usklađenost s otvorenim tržišnim gospodarstvom te mogućnost ostvarivanja ESB-ova sekundarnog cilja potpore općim ekonomskim politikama Europske unije.** Glavna svrha operativnog okvira jest *djelotvorna provedba monetarne politike* u skladu s odredbama Ugovora o EU-u. Poželjan karakter monetarne politike najbolje se može provesti usmjeravanjem kratkoročnih stopa na tržištu novca. Pritom se tolerira određena kolebljivost stopa na tržištu novca ako to ne zamagljuje signal o željenom karakteru monetarne politike. Operativni okvir mora biti *pouzdan* u različitim postavkama monetarne politike kao i različitim financijskim uvjetima i uvjetima likvidnosti. Osim toga, mora omogućavati uporabu instrumenata monetarne politike koji su predviđeni ESB-ovom strategijom monetarne politike. Eurosustav se namjerava služiti širokim skupom instrumenata kako bi osigurao djelotvoran, fleksibilan i stabilan izvor likvidnosti za bankovni sustav te time ujedno pridonio financijskoj stabilnosti. Bankarski sektor europodručja velik je i raznovrstan glede veličine, poslovnog modela i zemljopisne lokacije banaka pa je elastična ponuda pričuva središnje banke, ovisno o potrebama banaka, najdjelotvorniji način usmjeravanja likvidnosti kroz cijeli bankovni sustav europodručja i pridonosenja fleksibilnom apsorpiranju šokova likvidnosti.

Načelo *učinkovitosti* operativnog okvira podrazumijeva da on omogućava provedbu željenoga karaktera monetarne politike, a da ga pritom ne mijenja, poštujući načelo razmjernosti, te da ga postiže uz minimum nepovoljnih popratnih učinaka, uključujući rizike za financijsku stabilnost. Pritom bi se okvirom trebala očuvati financijski snažna bilanca središnje banke koja pridonosi njezinoj neovisnosti i time omogućuje neometanu provedbu monetarne politike. Nadalje, operativni okvir mora biti u skladu s *neometanim i urednim funkcioniranjem tržišta*, uključujući tržište novca, koje je blisko povezano s provedbom monetarne politike. Time se pridonosi učinkovitoj raspodjeli resursa, djelotvornom mehanizmu utvrđivanja cijena i neometanoj transmisiji monetarne politike. Konačno, ako postoje različite postavke operativnog okvira koje jednako pridonose djelotvornom postizanju željenoga karaktera monetarne politike, operativni okvir trebao bi omogućiti ostvarivanje ESB-ova *sekundarnog cilja potpore općim ekonomskim politikama Europske unije*, posebno prelasku na zeleno gospodarstvo, pritom ne dovodeći u pitanje ESB-ov primarni cilj održavanja stabilnosti cijena. Zato će se operativni okvir oblikovati tako da omogući uključivanje razmatranja povezanih s klimatskim promjenama u strukturne operacije monetarne politike.

**U skladu s navedenim načelima Upravno vijeće utvrdilo je niz ključnih parametara i obilježja operativnog okvira.** Tako će karakter monetarne politike i dalje određivati kamatna stopa na novčani depozit. Naime, očekuje se da će se kratkoročne kamatne stope na tržištu novca kretati blizu stope na novčani depozit, pri čemu se tolerira određena kolebljivost ako ne zamagljuje signal o poželjnom karakteru monetarne politike. Eurosustav će osiguravati likvidnost širokim skupom instrumenata, uključujući kratkoročne kreditne operacije, tj. glavne operacije refinanciranja, i tromjesečne operacije dugoročnijeg refinanciranja te, u kasnijoj fazi, strukturne dugoročnije kreditne operacije i strukturni portfelj vrijednosnih papira. Glavne tjedne operacije refinanciranja i nadalje će se provoditi

putem raspodjele punog iznosa likvidnosti na aukcijama s nepromjenjivom stopom (engl. *fixed rate full allotment*, FRFA) i trebale bi imati središnju ulogu u podmirivanju potreba banaka za likvidnošću. Tromjesečne operacije dugoročnijeg refinanciranja također će se i dalje provoditi putem raspodjele punog iznosa likvidnosti na aukcijama s nepromjenjivom stopom.

**Razlika između stope za glavne operacije refinanciranja i stope na novčani depozit smanjit će se s trenutačnih 50 baznih bodova na 15 baznih bodova prilagodbom stope za glavne operacije refinanciranja.** Manjom će se razlikom potaknuti sudjelovanje banaka u tjednim operacijama pa je izgledno da će se kratkoročne stope na tržištu novca zadržati blizu stope na novčani depozit i da će se ujedno smanjiti raspon eventualne ko-lebljivosti kratkoročnih stopa na tržištu novca. Istodobno će se ostaviti prostor aktivnosti na tržištu novca i pružiti poticaji bankama da se financiraju na tržištu. Prilagodit će se i stopa za mogućnost posudbe na kraju dana tako da će razlika između stope za mogućnost posudbe na kraju dana i stope za glavne operacije refinanciranja ostati nepromijenjena te će i dalje iznositi 25 baznih bodova. Te će promjene stupiti na snagu u šestom razdoblju održavanja pričuva u 2024., koje počinje 18. rujna 2024.

**Nove strukturne operacije dugoročnijeg refinanciranja i strukturni portfelj vrijednosnih papira uvest će se u kasnijoj fazi,** kada bilanca Eurosustava ponovno počne održivo rasti, usporedno s nastavkom smanjivanja portfelja stečenih u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (engl. *asset purchase programme*, APP) i hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase programme*, PEPP). Tim će se operacijama dati znatan doprinos podmirivanju strukturnih potreba za likvidnošću bankarskog sektora koje proizlaze iz autonomnih činitelja i minimalnih obveznih pričuva. Strukturne operacije refinanciranja i strukturni portfelj vrijednosnih papira kalibrirat će se u skladu s utvrđenim načelima, pri čemu će se ujedno nastojati izbjeći utjecaj na karakter monetarne politike. Stopa minimalnih obveznih pričuva banaka od 1% ostaje nepromijenjena, kao i stopa remuneracije minimalnih pričuva koja ostaje na 0%. Kako bi banke iz različitih država i s različitim poslovnim modelima imale dovoljno kolateralna za pristup likvidnosti, kao kolateral za operacije refinanciranja i dalje će se prihvaćati širok raspon utržive i neutržive imovine.

Kako se financijska tržišta i institucije budu prilagođavali promjenama u razini likvidnosti usporedno sa smanjivanjem bilance Eurosustava, Upravno vijeće pomno će pratiti kretanje i raspodjelu viška likvidnosti, određivanje stopa na tržištu novca, kretanje potražnje banaka za pričuvama te funkcioniranje tržišta novca i širih financijskih tržišta unutar utvrđenih parametara okvira provedbe monetarne politike. Upravno vijeće preispitat će, na temelju stečenog iskustva, ključne parametre operativnog okvira u 2026., a spremno je, po potrebi, i prije prilagoditi obilježja i parametre okvira kako bi se monetarna politika nastavila provoditi u skladu s utvrđenim načelima. Osim toga, dubinski će se analizirati plan za provedbu novih operacija dugoročnijeg refinanciranja i stvaranje novoga strukturnog portfelja.



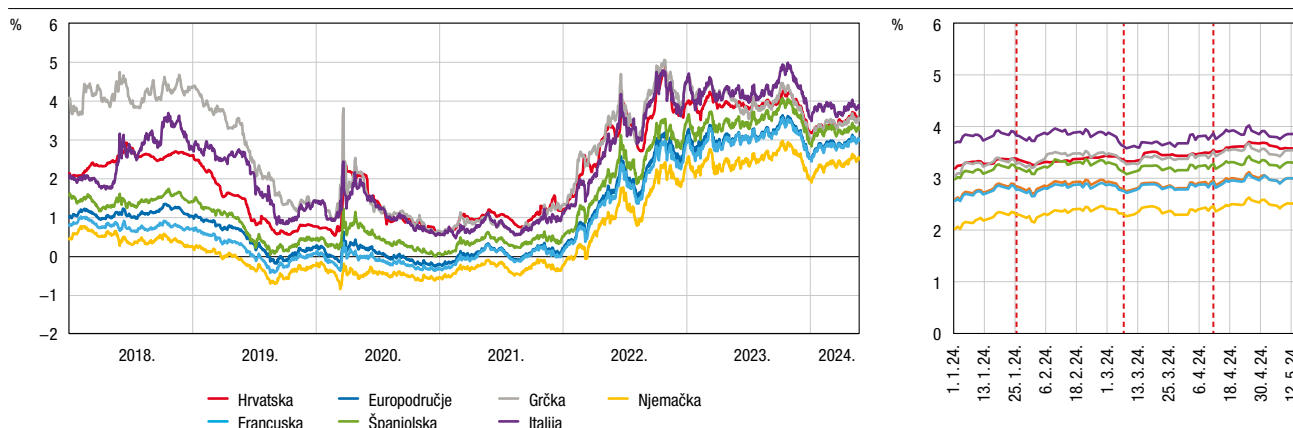
## 2.4. Financijska tržišta i bankovni sustav

**Upravno vijeće ESB-a na sastanku u travnju zadržalo je ključne stope na istoj razini pa ni na eurskom tržištu novca nije bilo većih promjena.** S obzirom na odluku Upravnog vijeća ESB-a na sastanku u travnju da ključne kamatne stope ostanu nepromijenjene, prekončna kamatna stopa na europskom tržištu novca €STR ostala je na razini od 3,9% (Slika 2.3.1.), na kojoj se nalazi od posljednjeg povećanja ključnih kamatnih stopa u rujnu 2023. Tromjesečna stopa EURIBOR nastavila se postupno spuštati prema razini od 3,8% s jačanjem očekivanja da će ESB na sljedećem sastanku spustiti ključne kamatne stope. Na hrvatskom novčanom tržištu također nije bilo većih promjena, a prekončna kamatna stopa na trgovanje banaka depozitnim novcem kretala se u razmjerno uskom rasponu oko 3,7% u uvjetima i nadalje visoke likvidnosti u domaćem bankovnom sustavu.

**Nakon što su snažno pali krajem prošle godine, prinosi na dugoročne državne obveznice uglavnom su rasli do kraja travnja, a zatim su do sredine svibnja vrlo blago pali.** Pozornost sudionika na svjetskim financijskim tržištima već je neko vrijeme usmjerena na nove statističke objave pokazatelja inflacije od kojih očekuju navještaj trenutka i brzine spuštanja ključnih kamatnih stopa. U europodručju se inflacija nastavila usporavati, što je učvrstilo očekivanja da će ESB smanjiti ključne kamatne stope u lipnju. S druge strane, pokazatelji inflacije i rasta zaposlenosti i plaća u SAD-u uglavnom su premašivali prognoze, što je ojačalo zabrinutost glede ponovnog intenziviranja inflatornih pritisaka. Geopolitičke napetosti, koje su utjecale i na porast cijena nafte, dodatno su pojačale te bojazni i odgodile očekivani početak procesa spuštanja ključnih kamatnih stopa u SAD-u. Prinos na dugoročne američke državne obveznice stoga se od početka godine uglavnom povećavao, posebice u travnju. U takvim okolnostima porasli su i prinosi na dugoročne državne obveznice članica europodručja, koji su u posljednjim danima travnja dosegli najviše razine od početka godine (Slika 2.4.1.). Nakon toga, objava pokazatelja stanja na tržištu rada u SAD-u, koji su početkom svibnja bili slabiji od očekivanih, i smanjenje cijena nafte utjecali su na pad prinosa na američke državne obveznice. Usporedno su pali i prinosi na državne obveznice u europodručju te su se do sredine svibnja vratili na razinu iz sredine travnja, što je i dalje bilo nešto više od razine prinosa s kraja prošle godine.

**Na svjetskom deviznom tržištu euro je uglavnom slabio prema američkom dolaru od početka godine, no nominalni tečaj eura bio je razmjerno stabilan u efektivnom iskazu.** Nominalni efektivni tečaj eura prema košarici valuta glavnih trgovinskih partnera europodručja sredinom svibnja bio je tako na približno istoj razini kao i na kraju prošle godine (Slika 2.4.2.). Pritom je slabljenje eura prema američkom dolaru bilo nadoknađeno jačanjem eura prema ostalim glavnim valutama, uključujući japanski jen, švicarski frank i švedsku krunu. Podršku američkom dolaru dala su povoljna ekonomska kretanja u SAD-u, ali i sporije smanjivanje inflacije u odnosu na prijašnja očekivanja, što je odgodilo očekivani početak proces smanjivanja ključnih kamatnih stopa. U isto je vrijeme i dalje razmjerno slab očekivani gospodarski rast u europodručju učvrstio očekivanja da bi

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



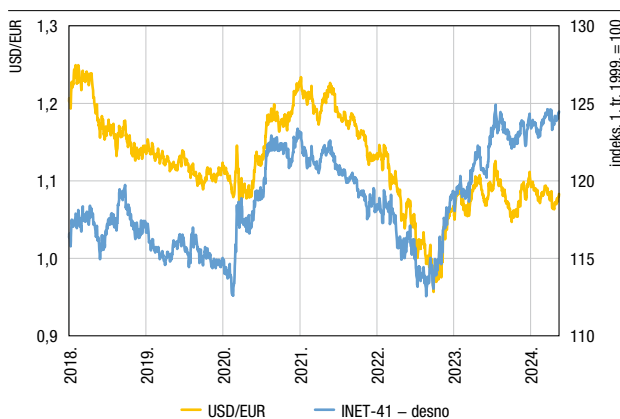
Napomena: Prinosi za europodručje ponderirani su udjelom u BDP-u uključenih zemalja. Europodručje ne uključuje podatke za Estoniju, Latviju, Luksemburg i Maltu. Crvenim isprekidanim okomitim linijama označeni su sastanci Upravnog vijeća ESB-a u siječnju, ožujku i travnju. Zadnji je podatak za 15. 5. 2024.

Izvori: Bloomberg; Eurostat; izračun HNB-a

ESB na sastanku u lipnju mogao smanjiti ključne kamatne stope, a to je pojačalo pritisak na slabljenje tečaja eura prema američkom dolaru. Nakon sastanka Upravnog vijeća ESB-a u travnju euro je dodatno oslabio prema američkom dolaru, no ubrzo je počeo postupno jačati te se do sredine svibnja vratio na razinu s početka travnja. Tečaj eura prema američkom dolaru sredinom svibnja iznosio je 1,08 USD/EUR, što je deprecijacija od 2,0% u odnosu na razinu s kraja prošle godine. U istom razdoblju nominalni efektivni tečaj eura prema košarici valuta glavnih trgovinskih partnera europodručja aprecirao je za 0,5%.

**Kamatne stope banaka na kredite poduzećima i stanovništvu u europodručju su se nastavile postupno smanjivati, dok je kreditiranje poduzeća i stanovništva ostalo prigušeno.** Na razini europodručja prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima iznosila je u ožujku 5,0% (Slika 2.4.3.), što je za 8 baznih

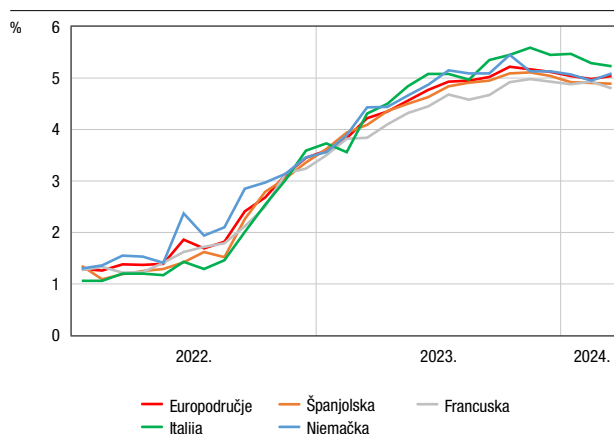
Slika 2.4.2. Tečajevi izabranih valuta prema euru i nominalni efektivni tečaj eura



Napomena: INET-41 je indeks nominalnoga efektivnog tečaja eura prema 41 najvažnijem trgovinskom partneru europodručja. Rast tečaja predstavlja aprecijaciju eura. Zadnji je podatak za 15. 5. 2024.

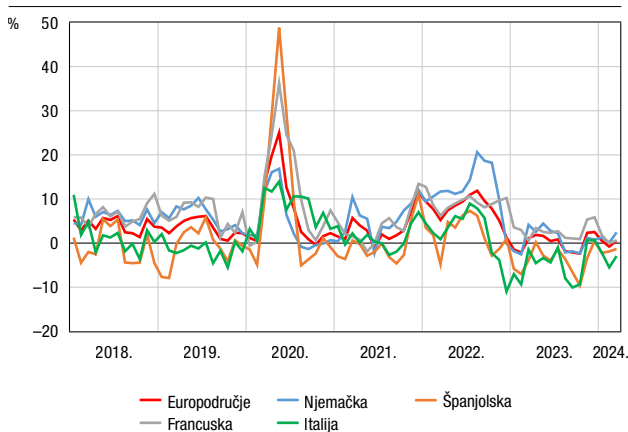
Izvor: ESB

Slika 2.4.3. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima



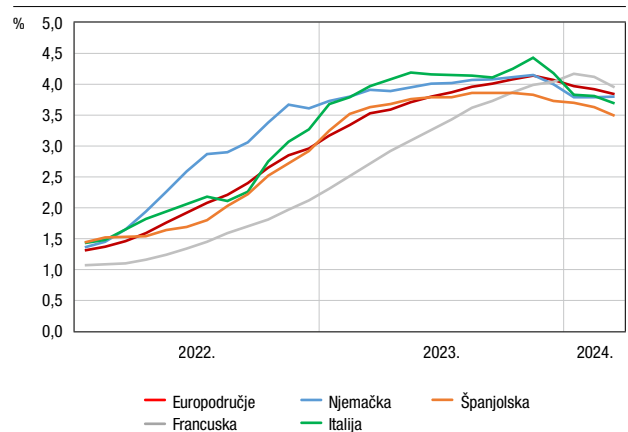
Izvor: ESB

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



Izvori: ESB; izračun HNB-a

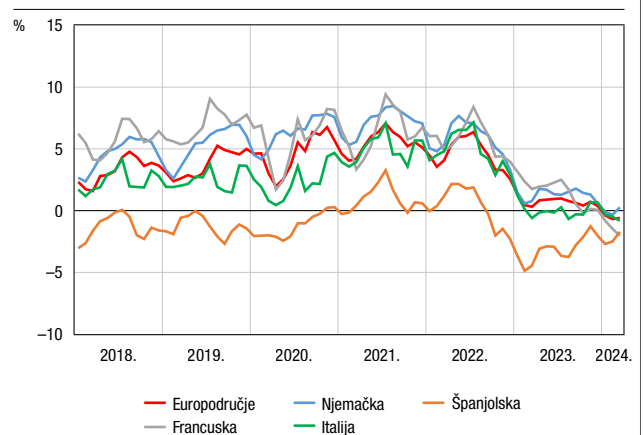
Slika 2.4.5. Kamatne stope na prvi put ugovorene stambene kredite stanovništvu



Izvor: ESB

bodova niže nego u prosincu 2023. godine. Kod stanovništva je prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene stambene kredite u ožujku iznosila 3,8% (Slika 2.4.5.), odnosno za 23 bazna boda niže nego na kraju prošle godine. Kreditiranje poduzeća i stanovništva ostalo je pritom prigušeno. Tromjesečne anualizirane stope rasta kredita nefinancijskim poduzećima (Slika 2.4.4.) i stambenih kredita (Slika 2.4.6.) bile su blago iznad nule ili negativne. Pritom su se u većini glavnih zemalja europodručja dodatno smanjile kod stambenih kredita i neznatno povećale kod nefinancijskih poduzeća u odnosu na prevladavajuće razine iz prošle godine.

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



Izvori: ESB; izračun HNB-a

## 3. Hrvatsko gospodarstvo

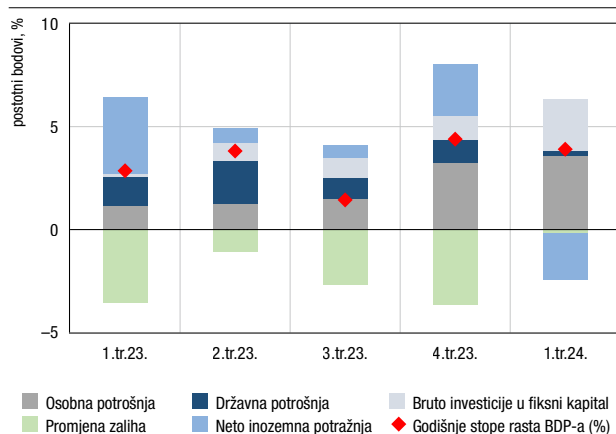
### 3.1. Realna kretanja

Početak 2024. godine obilježio je nastavak relativno snažne ekspanzije ekonomske aktivnosti u Hrvatskoj, pri čemu je rast i nadalje u najvećoj mjeri podržan povoljnim kretanjima u uslužnim djelatnostima te građevinarstvu, dok je aktivnost u prerađivačkoj industriji stagnirala. Gospodarski se rast na početku godine usporio u odnosu na kretanja krajem prošle godine, ali je i nadalje bio relativno snažan, pri čemu je godišnja stopa rasta realnog BDP-a iznosila 3,9%. Nastavak rasta na tromjesečnoj razini nastavlja uvelike zrcaliti snažnu domaću potražnju, i to poglavito rastuću osobnu potrošnju i ulaganja države, koji se, pak, osobito odražavaju na rast građevinarstva i segmenata uslužnog sektora. Osim toga, unatoč prigušenoj aktivnosti prerađivačke industrije, robni se izvoz nastavio oporavljati. Rast hrvatskoga gospodarstva nastavlja tako biti među naj-snažnijima u europodručju.

Osobna potrošnja nastavila je u prvom tromjesečju 2024. snažno rasti, po putanji po kojoj se kretala u proteklih godinu dana. Navedeno se može poglavito povezati s povoljnim kretanjima na tržištu rada, odnosno nastavkom rasta realnoga raspoloživog dohotka kućanstava. Tako se u prvom tromjesečju nastavio snažan rast zaposlenosti, koji je bio najviše koncentriran u dijelu uslužnih djelatnosti i građevinarstvu, a znatno su porasle i realne plaće, na što je, među ostalim, utjecalo i znatno povećanje minimalne plaće kao i porezno rasterećenje. Podaci pritom upućuju na to da je rast osobne potrošnje ipak bio sporiji od rasta realnoga raspoloživog dohotka, što bi moglo značiti da je, nakon porasta u 2023. i dostizanja dugoročnog prosjeka, stopa štednje kućanstava nastavila rasti i početkom ove godine.

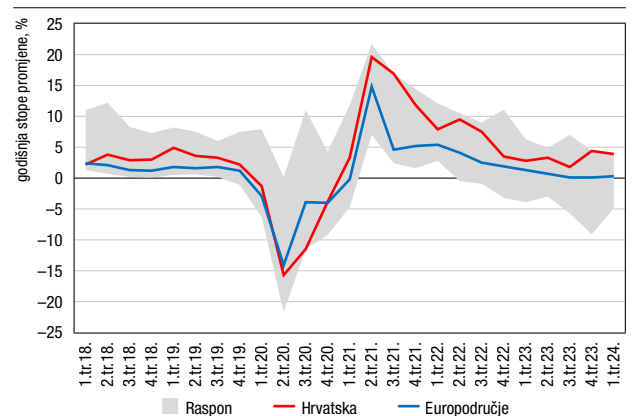
Istodobno, rast investicijske aktivnosti snažno se intenzivirao, što vjerojatno u najvećoj mjeri odražava javna ulaganja. Građevinska je aktivnost početkom godine

Slika 3.1.1. Doprinosi promjeni realne gospodarske aktivnosti



Izvor: Eurostat

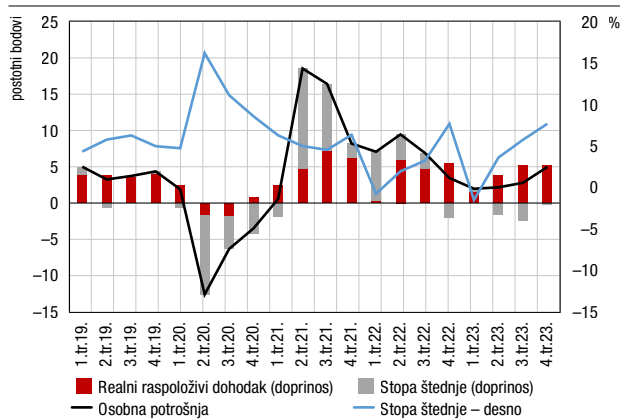
Slika 3.1.2. Kretanje gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj i europodručju



Napomena: Slika prikazuje raspon ostvarenja rasta realnog BDP-a pojedinih zemalja članica europodručja. Podaci za prvo tromjesečje 2024. nisu dostupni za sve zemlje europodručja.

Izvor: Eurostat

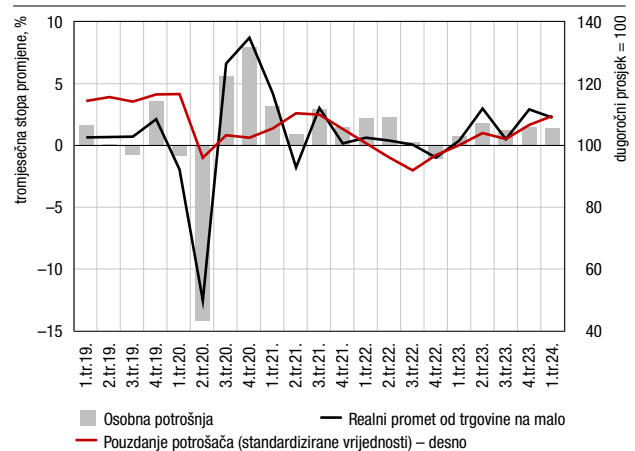
Slika 3.1.3. Doprinos raspoloživog dohotka i stope štednje godišnjaj promjeni osobne potrošnje



Napomena: Tromjesečne vrijednosti raspoloživog dohotka procijenjene su primjenom Chow-Linove metode i serija naknada zaposlenicima te bruto operativnog viška i mješovitog dohotka kao indikatora.<sup>6</sup>

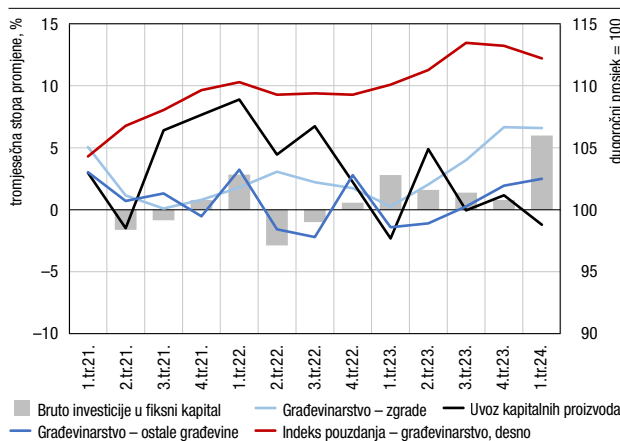
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

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



Izvori: DZS; Ipsos

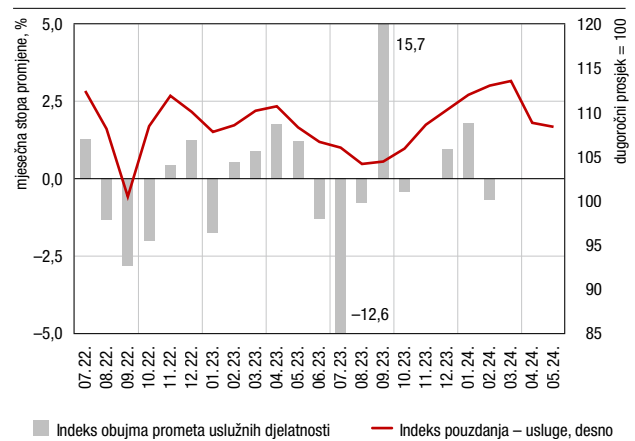
Slika 3.1.5. Pokazatelji investicijske aktivnosti i pouzdanje u sektoru građevinarstva



Napomena: Podaci o pouzdanju u sektoru građevinarstva za drugo tromjesečje 2024. odnose se na travanj i svibanj.

Izvori: DZS; Ipsos; HNB

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



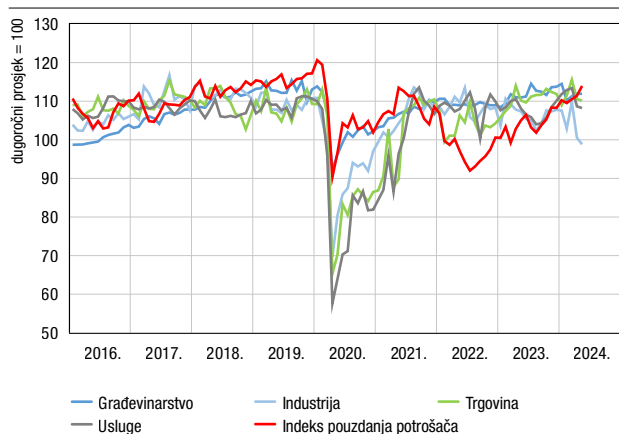
Napomena: Usluge uključuju sektore H, I, J, L, M i N.

Izvori: DZS; Ipsos; HNB

nastavila snažno rasti nakon iznimno povoljnih kretanja u 2023., pri čemu dostupni podaci upućuju na daljnji rast investicija javnoga sektora nakon što su u 2023. one povećane za više od 50%. Takva se kretanja čine znatnim dijelom povezana s povlačenjem sredstava iz europskih fondova, obnovom od potresa i sve jačom stanogradnjom. S druge strane, pad uvoza i proizvodnje kapitalnih proizvoda može upućivati na relativno slabe investicije privatnog sektora u strojeve i opremu.

6 Valja napomenuti kako izračun raspoloživog dohotka u okviru 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 najamnina upućuju na rast relativne važnosti 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.

Slika 3.1.7. Pouzdanje poduzeća i potrošača



Izvor: Ipsos (sezonska prilagodba HNB-a)

Početak godine nastavljen je i oporavak robnoga izvoza, dok je izvoz usluga vidno smanjen. Nakon oporavka započetoga krajem 2023., rast robnog izvoza u prvom se tromjesečju ove godine dodatno intenzivirao. Pritom detaljni nominalni podaci o robnoj razmjeni za siječanj i veljaču upućuju na vrlo dobra ostvarenja izvoza kapitalnih dobara, odnosno električnih strojeva i aparata te proizvoda tekstilne industrije, dok je, s druge strane, izvoz kemijskih te medicinskih i farmaceutskih proizvoda smanjen u odnosu na prosjek četvrtog tromjesečja 2023. godine. S druge strane, unatoč povoljnim kretanjima u turizmu, na što upućuju podaci o dolascima i

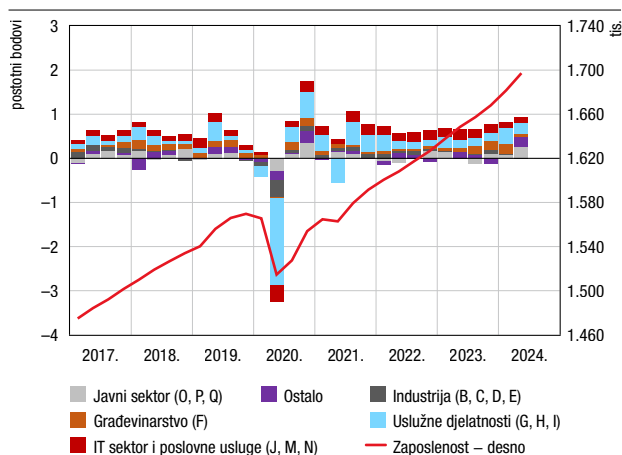
noćenjima stranih turista, izvoz usluga vidno je pao na početku godine, i na tromjesečnoj i na godišnjoj razini. Takva kretanja mogu se povezati s padom izvoza usluga oplemenjivanja robe. Ostvareni izvoz na toj osnovi znatno je porastao u prvom tromjesečju 2023. i premašivao je uobičajene razine, pa je pad u prvom tromjesečju ove godine posljedica negativnoga baznog učinka.

Valja spomenuti kako je, za razliku od potrošačkog optimizma, kretanje pouzdanja poduzeća u većini djelatnosti tijekom travnja i svibnja bilo relativno nepovoljno, što može upućivati na određeno usporavanje ekonomske aktivnosti u drugom tromjesečju 2024. Tako je posebno primjetan snažan pad pouzdanja u industriji, pri čemu se njegova razina smanjila ispod dugoročnog prosjeka. Osim toga, smanjio se i optimizam poduzeća u trgovini i uslugama, dok je u građevini stagnirao na razini prethodnog tromjesečja, no i nadalje se u tim djelatnostima nalazi vidljivo iznad dugoročnih prosjeka.

### 3.2. Tržište rada

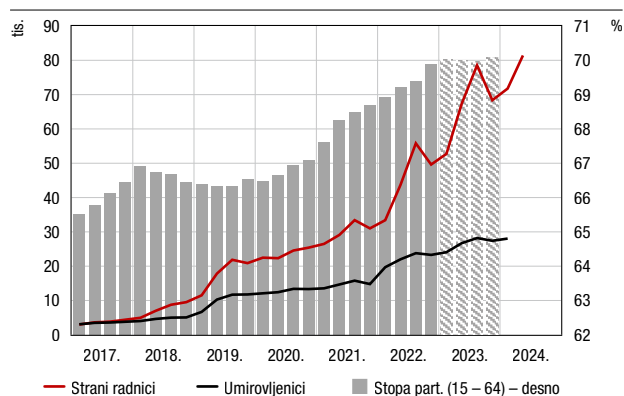
Daljnja ekspanzija gospodarske aktivnosti podržala je nastavak rasta broja zaposlenih osoba u Hrvatskoj na početku 2024. godine, pri čemu je porast bio malo izraženiji nego krajem prethodne godine. U razdoblju od siječnja do ožujka 2024. godine rast zaposlenosti ubrzao se na 0,8% u odnosu na posljednje tromjesečje 2023. Pritom je povećanje broja zaposlenih bilo široko rasprostranjeno, uz najveći doprinos uslužnih djelatnosti (trgovina, prijevoz, usluživanje smještaja i hrane) i građevinarstva (Slika 3.2.1.). Promatrano na godišnjoj razini, broj zaposlenih u prvom tromjesečju 2024. bio je viši za 2,7%. Podaci za travanj upućuju na blago ubrzavanje rasta zaposlenosti (0,9%), i to zbog intenziviranja povećanja broja zaposlenih u javnom sektoru u odnosu na prosjek prethodna tri mjeseca (za konačnu ocjenu treba pričekati kraj drugog tromjesečja) uz nastavak rasta zaposlenosti u privatnom sektoru. Pojačana potražnja za radom i nadalje se namiruje

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



Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2024. godine odnose se na travanj.  
Izvor: HZMO (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.2.2. Stopa participacije, zaposleni umirovljenici i strani radnici



Napomene: Podaci za drugo tromjesečje 2024. godine za radnike iz trećih zemalja odnose se na travanj. Kod anketnih pokazatelja, podaci od prvog tromjesečja 2023. nisu usporedivi s prethodnim tromjesečjima zbog prelaska na izračun pokazatelja temeljem rezultata Popisa stanovništva iz 2021. godine.

Izvori: DZS; HZMO

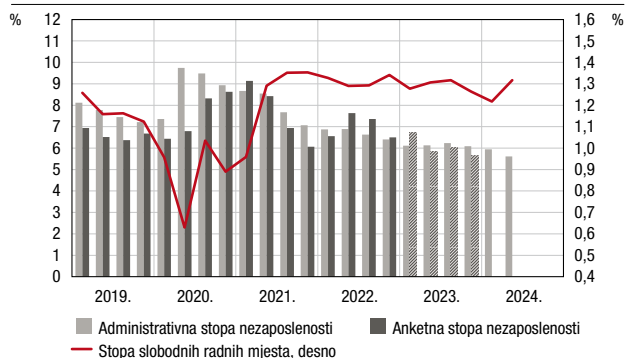
zapošljavanjem radnika iz trećih zemalja<sup>7</sup> (izvan Europske unije) te angažiranjem umirovljenika koji rade do polovine radnog vremena (Slika 3.2.2.). Pritom je porastao broj zaposlenika kao i broj obrtnika i zaposlenih u samostalnim profesionalnim djelatnostima.

**Pojačano zapošljavanje evidentiranih nezaposlenih osoba utjecalo je na smanjenje stope nezaposlenosti.** Administrativna stopa nezaposlenosti u prvom tromjesečju 2024. godine snizila se na 5,9% radne snage sa 6,1%, koliko je iznosila krajem 2023. godine. Uz daljnji pad broja nezaposlenih, administrativna je stopa nezaposlenosti u travnju iznosila 5,6%. Prema posljednjim dostupnim podacima sezonski prilagođena međunarodno usporediva (anketna) stopa nezaposlenosti u četvrtom tromjesečju 2023. snižena je na 5,6% radne snage sa 6,0% iz prethodna tri mjeseca (Slika 3.2.3.). Stopa slobodnih radnih mjesta početkom tekuće godine nastavila se smanjivati, a u travnju je zamjetno porasla na vrijednosti iznad 1,3%, što upućuje na i nadalje relativno snažnu potražnju za radom. Znatna dio poslodavaca i nadalje prijavljuje nedostatak radnika kao najvažniji ograničavajući čimbenik proizvodnje, što je djelomično ublaženo zapošljavanjem stranih radnika i umirovljenika. Najveći broj stranih radnika zapošljava se u djelatnostima građevinarstva te usluživanja hrane i smještaja, koje imaju vrlo visoke stope slobodnih radnih mjesta. Stopa slobodnih radnih mjesta najveća je i kontinuirano raste isključivo u zdravstvu, gdje je zaposleno vrlo malo stranih radnika (Slika 3.2.4.).

**Nakon umjerenog porasta plaća na početku 2024., u travnju je zabilježeno iznimno snažno povećanje nominalnih i realnih plaća.** Rast plaća u 2023. podržavala je snažna realna gospodarska aktivnost, želja za nadoknadom prethodno akumuliranih gubitaka kupovne moći kao i izraženi manjkovi radnika. U prvom tromjesečju 2024. rast se

<sup>7</sup> Podaci o stranim radnicima, koji se komentiraju u tekstu, obuhvaćaju samo osiguranike koje su poslodavci pri prijavi HZMO-u registrirali pod šifrom 37.

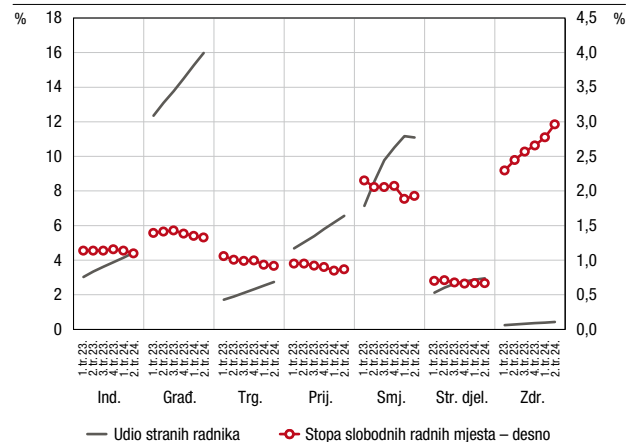
Slika 3.2.3. Stope nezaposlenosti i slobodnih radnih mjesta, sezonski prilagođeni podaci



Napomene: Podaci za drugo tromjesečje 2024. godine odnose se na travanj. 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 od prvog tromjesečja 2023. nisu usporedivi s prethodnim tromjesečjima zbog prelaska na izračun pokazatelja na osnovi rezultata Popisa stanovništva iz 2021. godine.

Izvori: DZS; HZZ; sezonska prilagodba i izračun HNB-a

Slika 3.2.4. Udio stranih radnika u ukupnom broju zaposlenih i stopa slobodnih radnih mjesta po djelatnostima, četveročlani pomični prosjeci



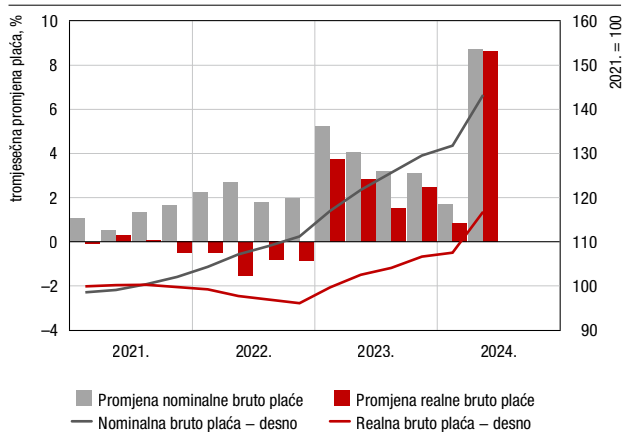
Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2024. godine odnose se na travanj.

Izvori: HZMO; HZZ; izračun HNB-a

nominalnih bruto plaća nastavio usporavati, slijedeći dinamiku iz prethodne godine, unatoč povećanju minimalne bruto plaće od 1. siječnja za 20%. Rast plaća usporio se tako u velikom broju djelatnosti, osim u industriji, u kojoj je rast plaća ostao nepromijenjen te u djelatnostima financija i nekretnina, koje bilježe snažniji rast plaća. Time se ostvarena tromjesečna stopa rasta (1,7%) spustila na razinu kakva je posljednji put zabilježena krajem 2021. godine (Slika 3.2.5.). Istodobno se usporio i tromjesečni rast realnih bruto plaća, koji je u prvom tromjesečju iznosio 0,8%. S druge strane, porast neto plaća dijelom se ubrzao pod utjecajem provedenih izmjena u sustavu poreza na dohodak, pa su nominalne neto plaće porasle za 3,1%, a realne za 2,2%. Naime, od siječnja 2024. godine povećao se osobni odbitak te je polovina jedinica lokalne samouprave smanjila porezno opterećenje.<sup>8</sup> U travnju 2024. ostvaren je iznimno snažan rast prosječne nominalne bruto plaće, što je

ponajprije rezultat provedene sveobuhvatne reforme sustava plaća u državnim i javnim službama. Istodobno se ubrzao i porast plaća u ostatku gospodarstva, ali znatno slabijim intenzitetom. Plaće u javnom sektoru tako su na mjesečnoj razini porasle za 17,4%, što je rast od 17,1% u odnosu na prosjek prethodnog tromjesečja. S druge strane, u privatnom sektoru mjesečni je rast plaća iznosio 3,3%, odnosno 5,3% u

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



Napomene: Podaci za drugo tromjesečje 2024. godine odnose se na travanj.

Izvori: DZS; sezonska prilagodba i izračun HNB-a

<sup>8</sup> Izmjenama Zakona o porezu na dohodak (NN, br. 114/2023.) od 1. siječnja 2024. povećao se osnovni osobni odbitak s 530 na 560 eura te odbitak za uzdržavane članove, unatoč smanjenju koeficijenta. Ukidaju se prirezi, ali lokalne vlasti mogu povećati stope poreza na dohodak i na taj način nadoknaditi gubitak prihoda od prireza, ali ne više od prethodnoga poreznog opterećenja.

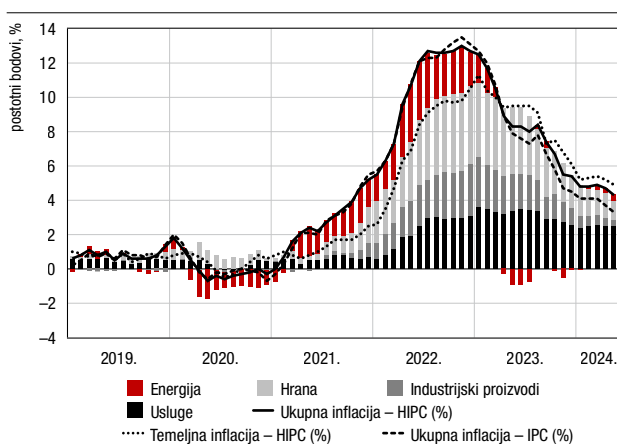


odnosu na prosjek prethodnog tromjesečja. U odnosu na travanj 2023. godine, i kao odraz snažnog rasta plaća u travnju ove godine, godišnja se stopa rasta znatno ubrzala, pa je tako prosječna nominalna bruto plaća bila viša za 17,9%, pri čemu su u javnom sektoru plaće porasle za 36,5%, a u ostatku gospodarstva za 11,5%.

### 3.3. Cjenovna kretanja

**Nakon primjetnog usporavanja tijekom 2023. godine, inflacija potrošačkih cijena u Hrvatskoj dodatno se smanjila i u prvih pet mjeseci 2024. godine.** Ipak, intenzitet usporavanja inflacije u prvom dijelu 2024. bio je slabiji nego prethodne godine. Prema prvoj procjeni Eurostata ukupna inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC-om) u svibnju 2024. iznosila je 4,3%, nakon 5,4% zabilježenih u prosincu 2023. godine (Slika 3.3.1).<sup>9</sup> Usporavanju ukupne inflacije najviše su pridonijele cijene hrane (uključujući alkohol i duhan) i cijene industrijskih proizvoda, kao rezultat slabljenja utjecaja prošlih inflatornih šokova (poput porasta cijena energenata i drugih sirovina te poremećaja u lancima nabave), a što se ogleda u niskim godišnjim stopama promjene proizvođačkih cijena intermedijarnih proizvoda, hrane te drugih proizvoda za široku potrošnju. Inflacija cijena hrane tako se u svibnju smanjila na 3,7%, čime je nastavljen trend njezina usporavanja s vrhunca od 16% dosegnutoga krajem 2022. godine. Istodobno je usporavanje inflacije cijena usluga bilo manje izraženo zbog još uvijek prisutnih tekućih pritisaka koji su dijelom poništili povoljne bazne učinke. Za razliku od toga, inflacija cijena energije ubrzala se s -0,5% u prosincu na 3,1% u svibnju kao rezultat poskupljenja naftnih derivata.

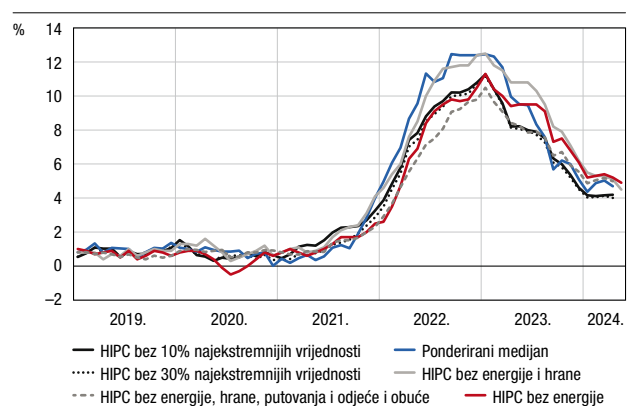
Slika 3.3.1. Pokazatelji inflacije u Hrvatskoj



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

Izvori: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

Slika 3.3.2. Pokazatelji temeljne inflacije u Hrvatskoj



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

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

<sup>9</sup> Inflacija mjerena nacionalnim indeksom potrošačkih cijena, koji ne obuhvaća potrošnju stranih gostiju i institucionalnih kućanstava (poput obrazovnih, zdravstvenih, vjerskih institucija i sl.), usporila se s 4,5% u prosincu 2023. na 3,3% u svibnju 2024. godine.

**Usporavanju temeljne inflacije najviše su pridonijele cijene industrijskih proizvoda, dok se inflacija cijena usluga usporila vrlo blago te je i nadalje povišena.** Temeljna inflacija, koja isključuje cijene hrane i energije, usporila se sa 6,1% u prosincu 2023. na 4,9% u svibnju 2024. godine. Pritom se inflacija cijena industrijskih proizvoda uglavnom kontinuirano usporavala od početka 2023. te je u svibnju 2024. iznosila 1,4%, što je pad od približno deset postotnih bodova u odnosu na vrhunac ostvaren krajem 2022. godine. Za razliku od toga, usluge su i nadalje glavna komponenta s najvećim pojedinačnim doprinosom ukupnoj inflaciji te su zaslužne za više od polovine ukupne inflacije (2,5 od ukupno 4,3 postotna boda). Unatoč usporavanju od jeseni prošle godine, inflacija cijena usluga i nadalje je visoka te je u svibnju iznosila 7,8%. Ustrajnost inflacije cijena usluga rezultat je njihove veće osjetljivosti na porast plaća u odnosu na ostale komponente inflacije u uvjetima snažne domaće i inozemne potražnje za ugostiteljskim i smještajnim uslugama. Alternativni pokazatelji temeljne inflacije, koji isključuju određene kolebljive komponente, također su se dodatno smanjili, ali sporijim intenzitetom nego prethodne godine, te se i nadalje nalaze na povišenim razinama (Slika 3.3.2.). Relativno visoke razine

Slika 3.3.3. Pokazatelji inozemnih i domaćih pritisaka na cijene

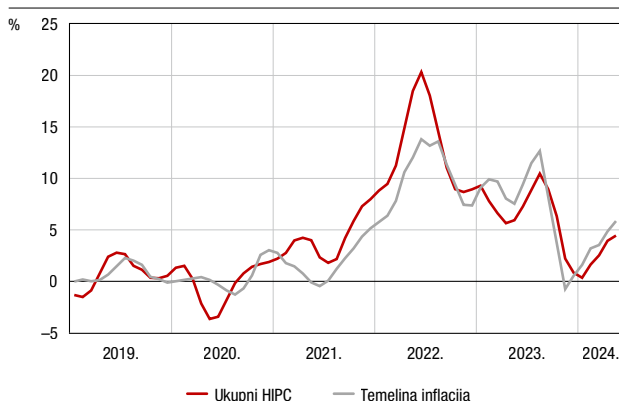
		2021.			2022.												2023.												2024.				
		X.	XI.	XII.	I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	X.	XI.	XII.	I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	X.	XI.	XII.	I.	II.	III.	IV.	
Inozemni inflatorni pritisci	Potražnja u europodručju	PMI EA Composite																															
		ESI EA																															
	Cijene energenata i sirovina na svjetskom tržištu	Sirova nafta Brent (USD/barel) <sup>a</sup>																															
		Prirodni plin (EUR/MWh) <sup>a</sup>																															
		Električna energija (EUR/MWh) <sup>a</sup>																															
		DG Agri <sup>a</sup>																															
Konkurentnost	Industrijske sirovine (HWWI) <sup>a</sup>																																
	Tečaj EUR/USD																																
Domaći inflatorni pritisci	Realna aktivnost i tržište rada	Indeks pritisaka u globalnim lancima dobave (GSCPI)																															
		Trgovina na malo <sup>a</sup>																															
		Stopa nezaposlenosti																															
		Nominalne neto plaće <sup>a</sup>																															
		Nedostatak radne snage																															
		Industrijska proizvodnja <sup>a</sup>																															
	Troškovi	Pouzdanje poduzeća u uslužnom sektoru																															
		Proizvođačke cijene na domaćem tržištu <sup>a</sup>																															
		Intermedijarni proizvodi <sup>a</sup>																															
		Energija <sup>a</sup>																															
		Kapitalni proizvodi <sup>a</sup>																															
		Trajni proizvodi za široku potrošnju <sup>a</sup>																															
	Inflacijska očekivanja	Netrajni proizvodi za široku potrošnju <sup>a</sup>																															
Hrana <sup>a</sup>																																	
Potrošači (12 mj. unaprijed)																																	
	Poduzeća – industrija (3 mj. unaprijed)																																
	Poduzeća – usluge (3 mj. unaprijed)																																

<sup>a</sup> Godišnja stopa promjene

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

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

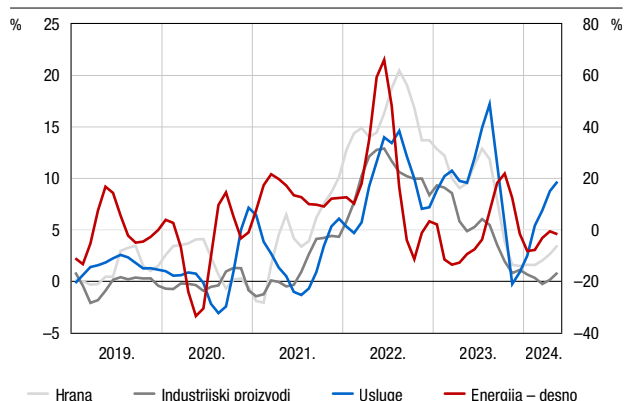
Slika 3.3.4. Momenti (zamasi) ukupne i temeljne inflacije



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

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 3.3.5. Momenti (zamasi) glavnih komponenata inflacije



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

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

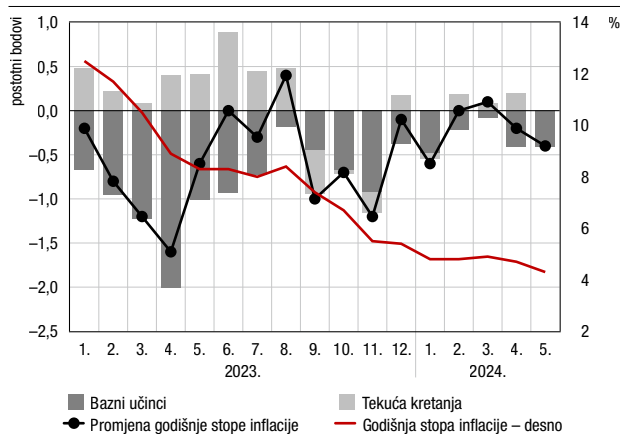
temeljne inflacije odražavaju domaće inflatorne pritiske, odnosno pritiske koji proizlaze iz snažnog tržišta rada, prije svega rasta plaća i solidne domaće potražnje (Slika 3.3.3.), kao i potražnju stranih gostiju za uslugama putovanja.

**Kratkoročni pokazatelji ukupne i temeljne inflacije, koji odražavaju tekuća kretanja, u prvih su pet mjeseci 2024. porasli, što je bilo posebno izraženo kod usluga.** Od rujna do prosinca 2023. kratkoročni su se pokazatelji inflacije (tzv. zamasi odnosno tromjesečne stope promjene izračunate iz sezonski prilagođenih podataka i izražene na godišnjoj razini) primjetno usporili zahvaljujući slabijem zamahu inflacije cijena svih glavnih komponenata (hrane, energije, industrijskih proizvoda i posebno usluga). Za razliku od toga, u 2024. zamasi ukupne i temeljne inflacije ubrzali su se (Slika 3.3.4.) poglavito kao odraz sve većeg zamaha inflacije cijena usluga. Ipak, zamah inflacije cijena usluga, unatoč primjetnom rastu u prvih pet mjeseci 2024., i nadalje je niži u odnosu na iznimno visoku razinu iz sredine 2023. godine (Slika 3.3.5.). Istodobno su zamasi inflacije cijena hrane i industrijskih proizvoda fluktuirali oko svojih dugoročnih prosjeka, dok se zamah inflacije cijena energije unatoč trendu rasta zadržao u negativnom području, što upućuje na stabiliziranje inflatornih pritisaka na niskoj razini.

**U uvjetima umjereno povišene tekuće inflacije, i to isključivo u segmentu usluga, usporavanju godišnje stope inflacije i nadalje pridonose povoljni bazni učinci.** Promjena godišnje stope inflacije od mjeseca do mjeseca ovisi o promjeni maloprodajnih cijena u odnosu na prošli mjesec (tj. tekućoj inflaciji) i o mjesečnoj stopi promjene cijena u istom mjesecu protekle godine (tzv. baznim učincima).<sup>10</sup> Usporavanje godišnje stope ukupne inflacije u prvih pet mjeseci 2024. tako odražava povoljan učinak baznog razdoblja

10 Za detaljnije pojašnjenje vidjeti HNBlog D. Kunovca i M. Luketine “Na putu prema dolje – uloga baznih učinaka u usporavanju potrošačke inflacije”.

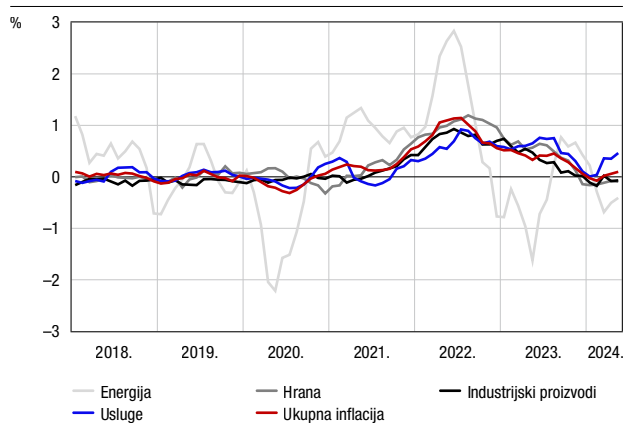
Slika 3.3.6. Doprinos baznih učinaka i tekućih kretanja promjeni godišnje inflacije



Napomena: Bazni učinci i tekuća kretanja prilagođeni su za uobičajena kretanja koja su relativno stabilna i ne utječu značajno na godišnju inflaciju.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 3.3.7. Odstupanja mjesečne stope promjene inflacije od uobičajenih kretanja



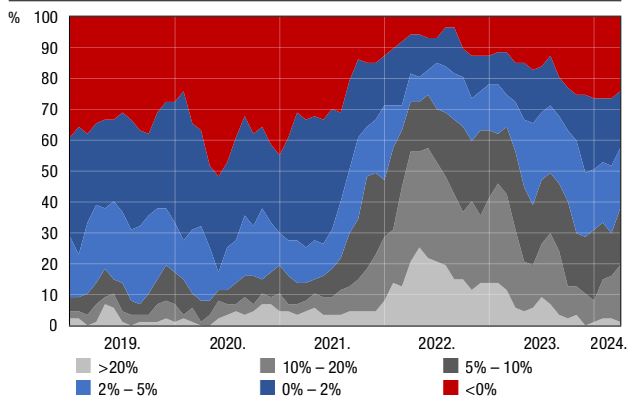
Napomena: Podaci se odnose na šestomjesečne prosjeke doprinosa neuobičajenih kretanja mjesečnoj stopi promjene.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

(Slika 3.3.6.) zbog visokoga mjesečnog porasta cijena u istom razdoblju prošle godine. Istodobno je tekuća inflacija samo umjereno povišena, i to uglavnom u segmentu inflacije cijena usluga. Za razliku od usluga, mjesečne stope inflacije ostalih komponenti trenutno ne odstupaju od svojih povijesnih uobičajenih vrijednosti i stoga ne utječu znatno na godišnju inflaciju (Slika 3.3.7).

**Popuštanje inflatornih pritisaka očituje se i u manjoj rasprostranjenosti inflacije** (Slika 3.3.8.), pri čemu se u prva četiri mjeseca 2024. udio potkomponentata u indeksu potrošačkih cijena čiji je godišnji rast veći od 2% kretao oko 53%, što je znatno manje u odnosu na oko 85% zabilježenih u trećem tromjesečju 2022., ali je i nadalje iznad pretpandemijske razine. Osim toga, u prvih pet mjeseci 2024. smanjila su se kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća (Slika 3.3.9). Unatoč smanjenju, kratkoročna su inflacijska očekivanja poduzeća i nadalje povišena u odnosu na pretpandemijsko razdoblje, što se posebno odnosi na uslužni sektor.

Slika 3.3.8. Rasprostranjenost inflacije potrošačkih cijena



Napomena: Slika prikazuje udio broja proizvoda čije su se cijene promijenile u određenom rasponu u ukupnom broju proizvoda, a prema tromjesečnim pomičnim prosjecima godišnjih stopa promjene sezonski prilagođenih indeksa cijena 87 komponentata harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

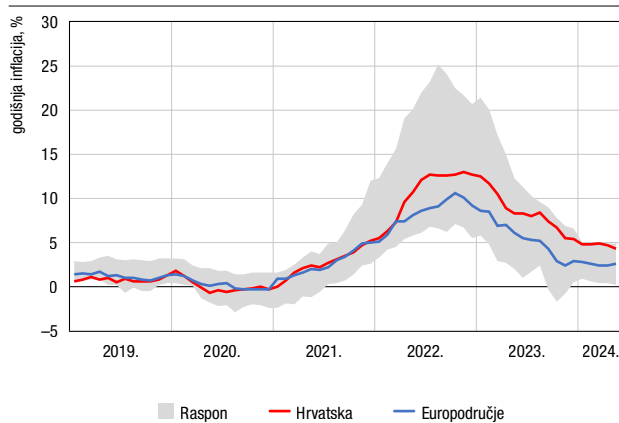
Slika 3.3.9. Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća



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

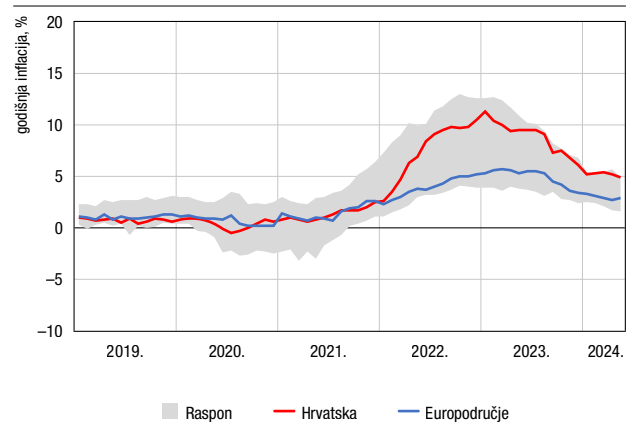
Izvori: Ipsos

Slika 3.3.10. Usklađenost ukupne inflacije u Hrvatskoj i europodručju



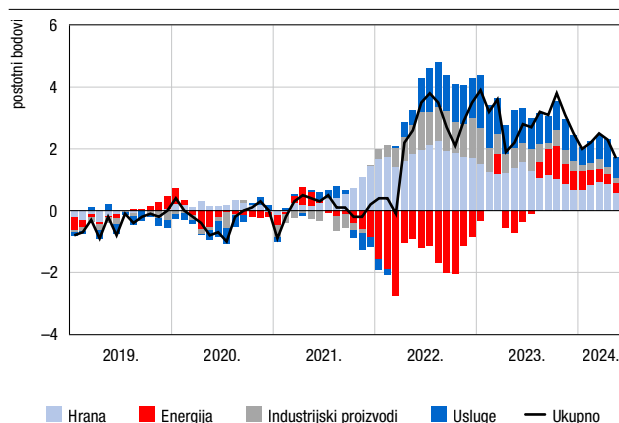
Napomena: Sivo osjenčano područje jest raspon ostvarenja pojedinih zemalja članica.  
Izvor: Eurostat

Slika 3.3.11. Usklađenost temeljne inflacije u Hrvatskoj i europodručju



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

Slika 3.3.12. Razlika između stopa ukupne inflacije i doprinosa pojedinih komponenata inflaciji potrošačkih cijena u Hrvatskoj i europodručju



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

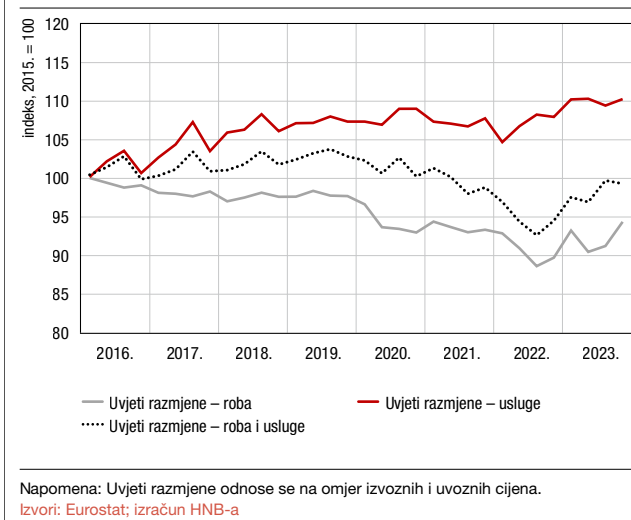
**Inflacija u Hrvatskoj u prvih se pet mjeseci 2024. smanjila više od inflacije na razini cijelog europodručja, zbog čega se smanjio inflacijski diferencijal.** U svibnju 2024. ukupna je inflacija u Hrvatskoj bila za 1,7 postotnih bodova viša od prosjeka europodručja (Slika 3.3.10.), a temeljna inflacija za 2,0 postotna boda (Slika 3.3.11.), što je za 0,8 odnosno 0,7 postotnih bodova manje nego u prosincu 2023. godine. Smanjenje inflacijskog diferencijala rezultat je smanjenja razlike u doprinosima svih glavnih komponenata inflacije (Slika 3.3.12.). Višoj inflaciji u Hrvatskoj od prosjeka europodručja pridonose, među ostalim, snažna turistička potražnja nerezidenata

praćena rastom gospodarske aktivnosti i osobne potrošnje, jači rast troškova rada, razlike u strukturi potrošačke košarice s većim udjelom hrane te nastavak procesa konvergencije razine cijena prema prosjeku europodručja.

### 3.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom

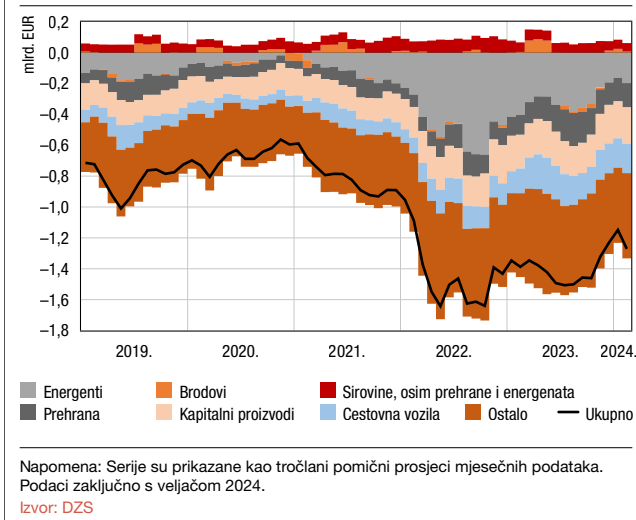
**Uvjeti trgovinske razmjene Hrvatske s inozemstvom nastavili su se oporavljati tijekom 2023., ali još nisu dostigli pretpandemijsku razinu.** Poboljšanje uvjeta razmjene u segmentu robe ponajprije je posljedica ublažavanja uvoznih cjenovnih pritisaka, odnosno pada cijena energenata na svjetskom tržištu. Iako su cijene energenata još na povišenoj razini, usporede li se s razinama prije ruske invazije na Ukrajinu, njihova normalizacija pridonijela je povoljnijim uvjetima razmjene robe te smanjenju vanjskotrgovinskog manjka.

Slika 3.4.1. Uvjeti razmjene s inozemstvom



**na oporavak dinamike robne razmjene već od kraja protekle godine.** Iako su izvoz i uvoz zabilježili gotovo podjednak pad na godišnjoj razini u 2023. godini (za 5,1% i 5,8%), zbog primjetno veće uvozne baze pad ukupnog uvoza u apsolutnom iznosu uvelike je premašio pad izvoza. S druge strane, robni izvoz i uvoz isključujući energente porasli su za 3,9% odnosno 6,2% na godišnjoj razini (Slika 3.4.2.). Pritom je usporevanje rasta suženog agregata u odnosu na godinu prije bilo izraženije kod izvoza nego kod uvoza, u skladu s padom potražnje ključnih vanjskotrgovinskih partnera iz europodručja. Pritom je najviše oslabio izvoz sirovina, proizvoda drvene i metalske industrije te pojedinih kategorija kapitalnih proizvoda. Istodobno, otpornost uvoza ostale robe (isključujući energente), koji je posebno vidljiv kod uvoza kapitalnih proizvoda i cestovnih vozila, odraz je snažne domaće potražnje. Bazni učinci povezani s pojeftinjenjem energenata nastavili su umanjivati godišnje stope promjene razmjene energenata i na početku 2024. godine, no promatra li se suženi agregat koji isključuje trgovinu energentima, vidljivo je ubrzavanje rasta i izvoza i uvoza. Tako desezonirani tromjesečni podaci pokazuju da se robna razmjena ostale robe (isključujući energente), nakon kontrakcije sredinom prošle godine, prema kraju godine počela oporavljati, a takav trend nastavljen je i na početku 2024.

Slika 3.4.2. Vanjskotrgovinski saldo



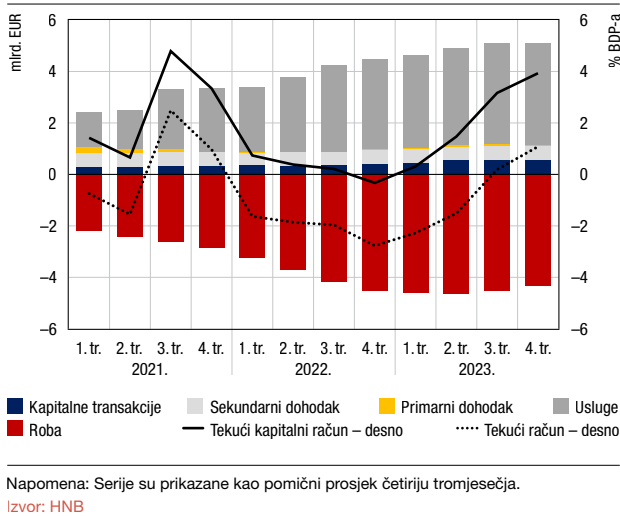
U 2023. godine bilježi se i oporavak uvjeta razmjene u segmentu usluga, ponajprije kao posljedica izraženog rasta izvoznih cijena usluga (Slika 3.4.1.). S obzirom na i nadalje nisku inflaciju industrijskih proizvoda te ustrajnu inflaciju usluga u domaćem gospodarstvu, koja je velikim dijelom pod utjecajem snažne potražnje nerezidenata za turističkim uslugama, izgledno je da su se uvjeti razmjene Hrvatske nastavili poboljšavati i na početku tekuće godine.

**Robni izvoz i uvoz primjetno su se smanjili tijekom prošle godine zbog pada cijena energenata, uz istodobno poboljšanje ukupnog salda, ali podaci upućuju**

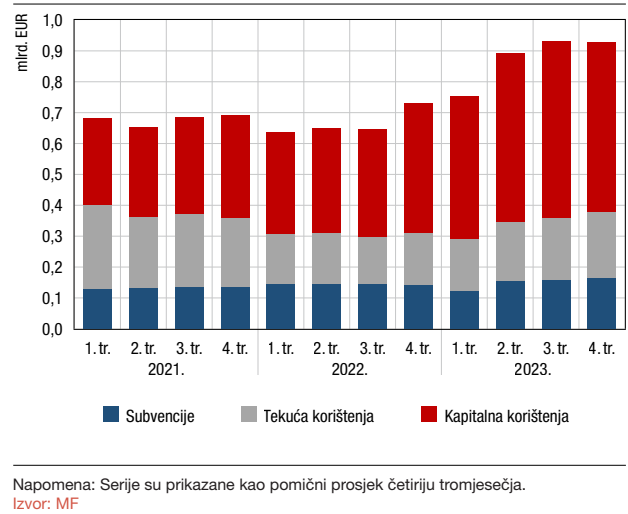
**na oporavak dinamike robne razmjene već od kraja protekle godine.** Iako su izvoz i uvoz zabilježili gotovo podjednak pad na godišnjoj razini u 2023. godini (za 5,1% i 5,8%), zbog primjetno veće uvozne baze pad ukupnog uvoza u apsolutnom iznosu uvelike je premašio pad izvoza. S druge strane, robni izvoz i uvoz isključujući energente porasli su za 3,9% odnosno 6,2% na godišnjoj razini (Slika 3.4.2.). Pritom je usporevanje rasta suženog agregata u odnosu na godinu prije bilo izraženije kod izvoza nego kod uvoza, u skladu s padom potražnje ključnih vanjskotrgovinskih partnera iz europodručja. Pritom je najviše oslabio izvoz sirovina, proizvoda drvene i metalske industrije te pojedinih kategorija kapitalnih proizvoda. Istodobno, otpornost uvoza ostale robe (isključujući energente), koji je posebno vidljiv kod uvoza kapitalnih proizvoda i cestovnih vozila, odraz je snažne domaće potražnje. Bazni učinci povezani s pojeftinjenjem energenata nastavili su umanjivati godišnje stope promjene razmjene energenata i na početku 2024. godine, no promatra li se suženi agregat koji isključuje trgovinu energentima, vidljivo je ubrzavanje rasta i izvoza i uvoza. Tako desezonirani tromjesečni podaci pokazuju da se robna razmjena ostale robe (isključujući energente), nakon kontrakcije sredinom prošle godine, prema kraju godine počela oporavljati, a takav trend nastavljen je i na početku 2024.

**Ukupan saldo tekućega i kapitalnog računa platne bilance Hrvatske u 2023. godini zabilježio je jednu od najviših povišenih razina dosegnuvši višak od 3,9% BDP-a, nakon blago negativnog salda u prethodnoj godini.** Poboljšanje salda razmjene robe i usluga, zbog pada cijena

Slika 3.4.3. Platna bilanca



Slika 3.4.4. Korištenja sredstava iz fondova EU-a

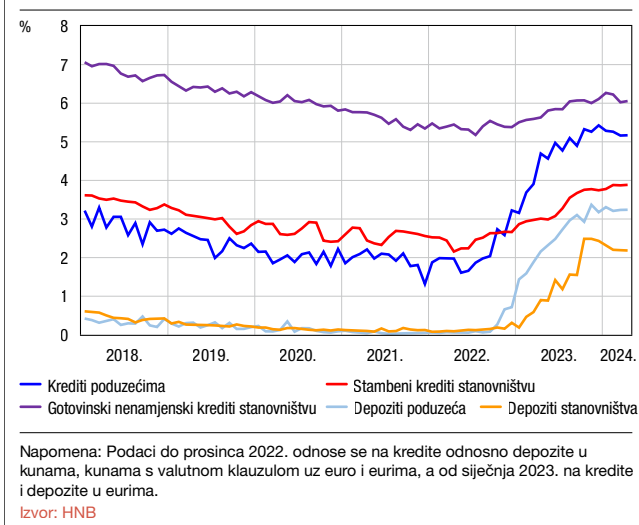


energije i rasta prihoda od turizma, rezultirao je viškom na tekućem računu od 1,1% BDP-a (Slika 3.4.3.). Osim smanjenja manjka u robnoj razmjeni i rekordnih prihoda od turizma, povećanju ukupnog salda tekućega i kapitalnog računa znatno je pridonio i rast isplata sredstava iz fondova EU-a krajnjim korisnicima, posebice prema kraju godine. Naime, 2023. bila je posljednja godina korištenja sredstava iz protekle financijske perspektive (pokrivala je razdoblje od 2014. do 2020. godine), a snažnom rastu isplata pridonijelo je i korištenje sredstava iz Europskog fonda solidarnosti za potrebe obnove potresom pogođenih područja u Hrvatskoj, za što je krajnji rok ugovaranja također bio tijekom 2023. godine. U skladu s time, kapitalna su korištenja dominirala ukupnom strukturom isplata krajnjim korisnicima (Slika 3.4.4.). Iako dosadašnja iskustva korištenja europskih sredstava među zemljama članicama EU-a pokazuju kako nakon završetka jedne višegodišnje financijske perspektive dolazi do cikličkog pada u isplatama, Hrvatska bi i na početku 2024. mogla bilježiti relativno visoke priljeve sredstava iz europskih fondova slijedom očekivanog intenziviranja isplata krajnjim korisnicima iz 5,8 mlrd. EUR vrijednog Mehanizma za oporavak i otpornost.

### 3.5. Bankovni sustav

Nakon što su krajem 2023. i početkom 2024. godine u domaćim bankama uglavnom dosegnute najviše razine kamatnih stopa na kredite tijekom ovog ciklusa pooštravanja monetarne politike, vidljivo je njihovo blago smanjivanje povezano s očekivanim spuštanjem ključnih kamatnih stopa ESB-a. Prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima iznosila je u travnju 5,2% ili 26 baznih bodova manje nego u prosincu 2023., kada je dosegnula vrhunac (Slika 3.5.1.). Troškovi financiranja stanovništva smanjuju se sličnim intenzitetom, pa je prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene gotovinske nenamjenske kredite bila niža za 21 bazni bod u odnosu na najvišu razinu iz siječnja 2024. te je iznosila 6,1%. Zaduživanje putem stambenih

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



kredita još uvijek nije pojeftinilo te je u travnju dosegnuta najviša razina prosječne kamatne stope od 3,9%, a ove godine izostaje i učinak državnog programa subencioniranja stambenih kredita, koji je inače snižavao prosječnu kamatnu stopu, s obzirom na to da su se stambeni krediti u okviru tog programa obično odobravali uz nižu kamatnu stopu od tržišnih prosjeka. Osim toga, specifičnost stambenih kredita proizlazi i iz njihove duge ročnosti i velike zastupljenosti fiksnih stopa, što ih čini manje osjetljivim na promjene kratkoročnih kamatnih stopa.

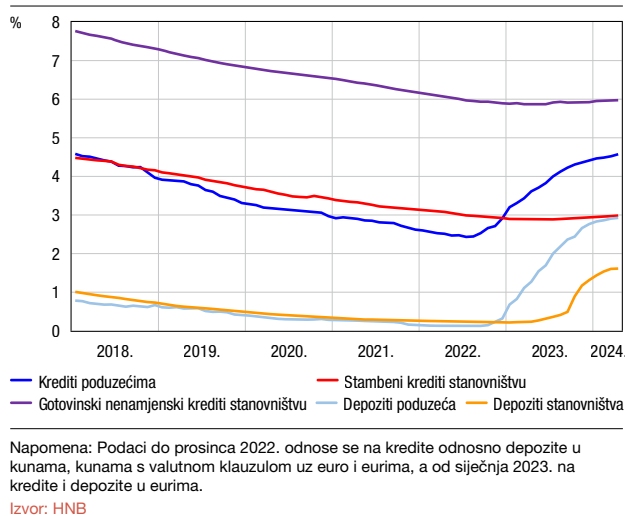
**Kamatne stope na oročene depozite također se nalaze ispod maksimalnih zabilježenih razina.** U travnju je prosječna kamatna stopa na prvi put oročene depozite stanovništva iznosila 2,2%, što je za 30 baznih bodova manje od najviše dosegnute razine u studenome 2023. (Slika 3.5.1.). Sa smanjenjem kamatnih stopa na oročenja, početkom godine nastavilo se usporavanje selidbe depozita stanovništva među bankama koja je znatno porasla u listopadu 2023. godine. Kamatna stopa na prvi put oročene depozite poduzeća također je u travnju bila niža u odnosu na najvišu razinu dosegnutu u studenome prošle godine, i to za 13 baznih bodova, te je iznosila 3,2%.

**Za razliku od kamatnih stopa na nove kredite i depozite, koje su se već počele postupno smanjivati, kamatne stope na postojeće kredite i depozite nastavljaju se blago povećavati, pri čemu su i nadalje ispod njihovih razina.** Posebno je izražen rast kamatne stope na postojeće kredite poduzećima koja je u travnju 2024. iznosila 4,6%, što je za 15 baznih bodova više u odnosu na razinu iz prosinca 2023. Pritom se rast ove kamatne stope može objasniti višim kamatnim stopama na nove kredite i dospijanjem postojećih kredita koji su se odobravali uz niže kamatne stope. Kamatne stope na postojeće kredite stanovništvu porasle su za samo 5 baznih bodova u odnosu na kraj prošle godine, a njihov je vrlo postupan rast odraz duže prosječne ročnosti kredita, znatne zastupljenosti fiksnih kamatnih stopa te zakonskog ograničenja kamatnih stopa na kredite ugovorene uz promjenjive kamatne stope. Usto, među referentnim parametrima u postojećim kreditima s promjenjivim stopama dominira nacionalna referentna stopa (NRS), koja je počela rasti tek krajem prošle godine, pa se njezin rast još nije odrazio na kamatne stope na postojeće stambene kredite. S druge strane, u istom je razdoblju rast kamatnih stopa na postojeće depozite bio izraženiji kod stanovništva i iznosio je 30 baznih bodova te je kamatna stopa porasla na razinu od 1,6% u travnju, što će se s vremenskim odmakom preliti na kamatne stope na postojeće stambene kredite. Kod poduzeća taj je rast iznosio 16 baznih bodova, pri čemu je kamatna stopa na stanja tih depozita u travnju dosegnula 2,9% (Slika 3.5.2.).

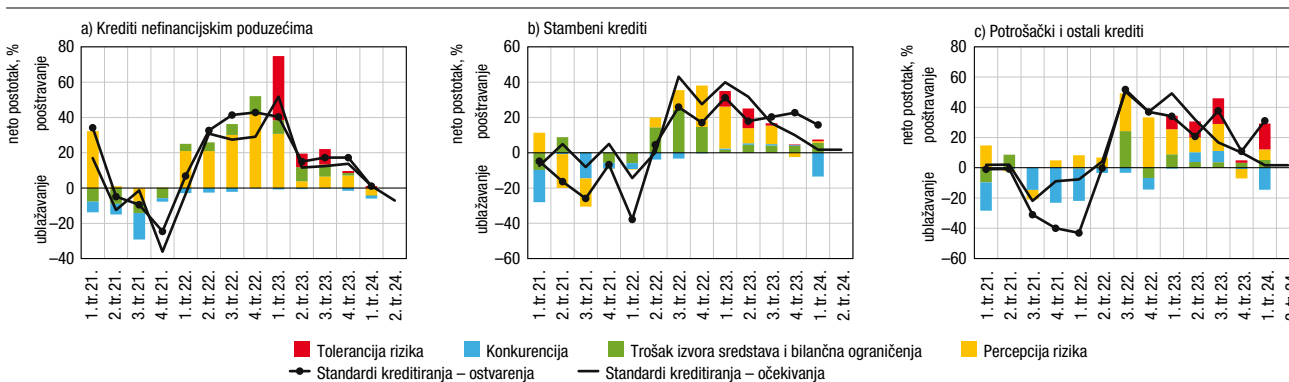


**Rezultati Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka također upućuju na postupno slabljenje intenziteta pooštavanja uvjeta financiranja poduzeća i stanovništva, osim kada je riječ o zaduživanju stanovništva putem potrošačkih i ostalih kredita.** Standardi odobravanja kredita poduzećima pooštrili su se vrlo blago u prvom tromjesečju 2024. To je pooštavanje bilo znatno blažeg intenziteta od onog zabilježenog tijekom 2023. godine (Slika 3.5.3.) zahvaljujući u najvećoj mjeri povoljnijoj percepciji i toleranciji rizika od strane banaka. Banke su nastavile pooštrevati standarde odobravanja kredita stanovništvu. Kod potrošačkih i ostalih kredita standardi financiranja pooštreni su snažnije nego u prethodnom tromjesečju, dok je kod stambenih kredita pooštavanje bilo malo blaže. Pritom je konkurencija među bankama djelovala u smjeru ublažavanja za obje skupine kredita stanovništvu, dok se od činitelja koji su utjecali na pooštavanje standarda ističu viši troškovi izvora sredstava i bilančna ograničenja te niža tolerancija rizika od strane banaka, kao i veća percepcija rizika. U drugom tromjesečju 2024. banke očekuju ublažavanje standarda kada je riječ o kreditima poduzećima te vrlo blago pooštavanje glede kredita stanovništvu.

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



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



Napomena: "Tolerancija rizika" uvedena je u 1. tr. 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" jest nevagani prosjek "konkurencije drugih banaka", "konkurencije nebankarskog sektora" i "konkurencije na tržištu financiranja". "Percepcija rizika" jest nevagani prosjek "očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima", "izgleda pojedine industrije ili poduzeća" i "rizika kolaterala".

Napomena: "Tolerancija rizika" uvedena je u 1. tr. 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" jest nevagani prosjek "konkurencije drugih banaka" i "konkurencije nebankarskog sektora". "Percepcija rizika" jest nevagani prosjek "očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima", "perspektive tržišta nekretnina uključujući očekivana kretanja cijena nekretnina" i "kreditne sposobnosti zajmoprimca".

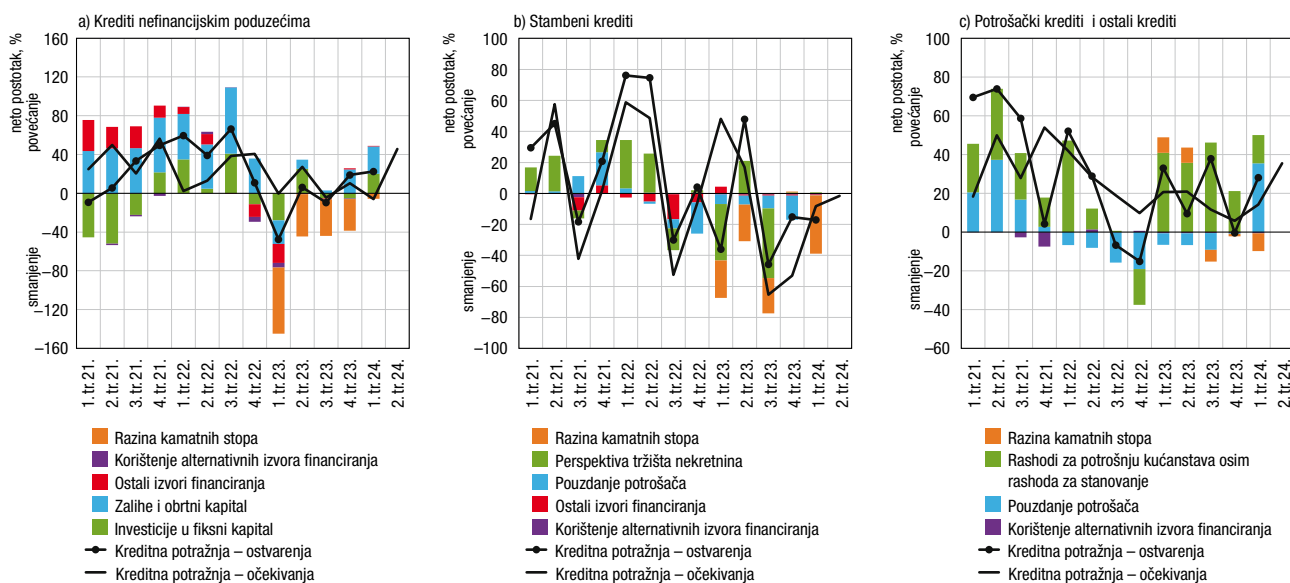
Napomena: "Tolerancija rizika" uvedena je u 1. tr. 2023., a odražava toleranciju banke na rizik koju primjenjuje u svojoj politici kreditiranja, a može se mijenjati ovisno o promjenama temeljne poslovne strategije banke. "Troškovi izvora sredstava i bilančna ograničenja" jesu nevagani prosjek "kapitala banke i troškova vezanih uz kapitalnu poziciju banke", "mogućnosti financiranja na tržištu" i "likvidnosti banke". Konkurencija jest nevagani prosjek "konkurencije drugih banaka" i "konkurencije nebankarskog sektora". "Percepcija rizika" jest nevagani prosjek "očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima", "kreditne sposobnosti zajmoprimca" i "rizika kolaterala".

Izvor: HNB

Izvor: HNB

Izvor: HNB

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



Napomena: "Razina kamatnih stopa" uvedena je u 1. tr. 2023. "Ostali izvori financiranja" jesu nevagani prosjek "refinanciranja/restrukturiranja duga i ponovnog ugovaranja duga" i "spajanja, preuzimanja i korporativnog restrukturiranja". "Korištenje alternativnog izvora financiranja" jest nevagani prosjek "internog financiranja", "kredita drugih banaka", "kredita nebankarskog sektora", "izdavanja dužničkih vrijednosnih papira" i "izdavanja dionica".

Izvor: HNB

Napomena: "Razina kamatnih stopa" uvedena je u 1. tr. 2023. "Ostali izvori financiranja" jesu nevagani prosjek "refinanciranja/restrukturiranja duga i ponovnog ugovaranja duga" i "regulatornog i fiskalnog režima tržišta nekretnina". "Korištenje alternativnog izvora financiranja" jest nevagani prosjek "štednje stanovništva", "kredita drugih banaka" i "ostalih izvora financiranja".

Izvor: HNB

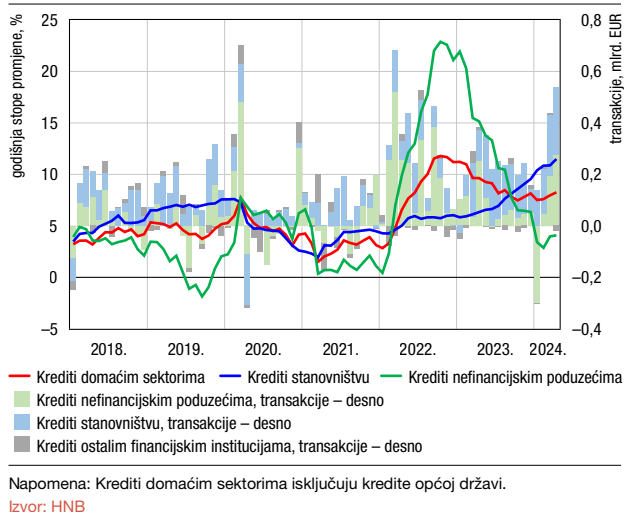
Napomena: "Razina kamatnih stopa" uvedena je u 1. tr. 2023. "Korištenje alternativnog izvora financiranja" jest nevagani prosjek "štednje stanovništva", "kredita drugih banaka" i "ostalih izvora financiranja".

Izvor: HNB

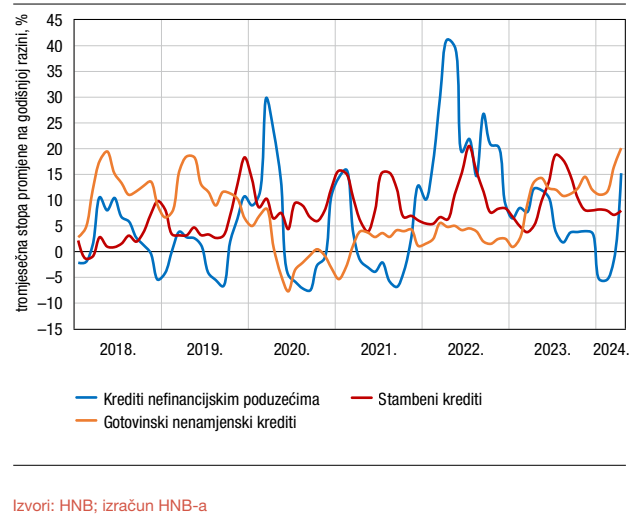
**Potražnja poduzeća za kreditima i stanovništva za potrošačkim i ostalim kreditima bila je stabilna uz naznake mogućeg jačanja, dok se potražnja za stambenim kreditima nastavila smanjivati.** Prema rezultatima Ankete banke su prijavile nastavak povećavanja potražnje poduzeća za kreditima, čemu je u najvećoj mjeri pridonijela veća potreba za financiranjem zaliha i obrtnoga kapitala, kao i za financiranjem investicija. Viša razina kamatnih stopa i nadalje je djelovala u smjeru smanjenja potražnje, iako se njezin utjecaj znatno smanjio u odnosu na prethodnu godinu, kada je snažan ciklus povećanja kamatnih stopa zamjetno utjecao na smanjenje potražnje (Slika 3.5.4.). Potražnja stanovništva za stambenim kreditima u prvom se tromjesečju 2024. nastavila smanjivati, ponajviše potaknuta visokom razinom kamatnih stopa. S druge strane, potražnja za potrošačkim kreditima, unatoč pooštavanju standarda, porasla je zbog rasta pouzdanja potrošača te povećane potrošnje kućanstava. U drugom tromjesečju 2023. banke očekuju nastavak rasta potražnje poduzeća za kreditima te potražnje stanovništva za potrošačkim i ostalim kreditima, dok će, prema odgovorima banaka, potražnja za stambenim kreditima ostati prigušena.

**Oporavak potražnje i stabilizacija uvjeta financiranja rezultirali su blagim ubrzanjem rasta kreditiranja poduzeća, dok su krediti stanovništvu nastavili relativno snažno rasti.** Krediti poduzećima tijekom prva četiri mjeseca 2024. porasli su za 0,2 mlrd. EUR (Slika 3.5.5.). No, ako se isključi učinak otplate sindiciranoga kredita jednoga velikog poduzeća iz energetskog sektora u siječnju, krediti poduzećima porasli su za 0,5

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



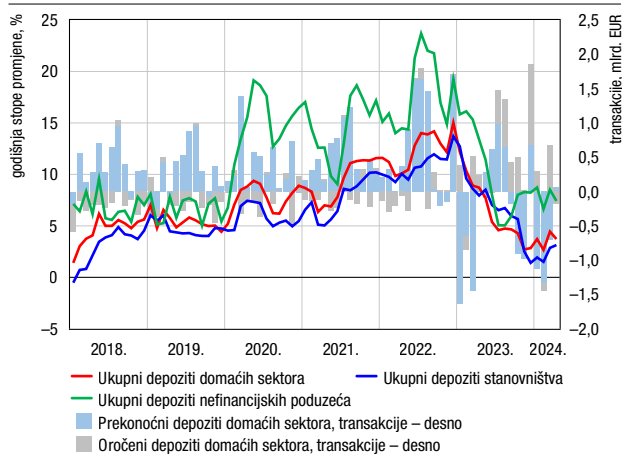
**Slika 3.5.6. Moment (zamah) kredita poduzećima i stanovništvu (na osnovi transakcija)**



mlrd. EUR, što je jednako prošlogodišnjem rastu tijekom tih mjeseci. Promatrano prema djelatnosti najviše su porasli krediti poduzećima u prerađivačkoj industriji, dok se s obzirom na namjenu kredita najvećim rastom ističu krediti za obrtna sredstva te krediti za investicije. Na godišnjoj se razini rast kredita poduzećima ubrzao u ožujku, nakon kontinuiranog usporavanja od veljače prethodne godine, no i nadalje je bio skromniji (4,1% u travnju) nego u prosincu 2023. (6,4%). Istodobno su krediti stanovništvu porasli za 0,8 mlrd. EUR. Pritom se oko polovine rasta odnosi na gotovinske nenamjenske kredite (0,4 mlrd. EUR), što je dvostruko veći iznos nego u istom razdoblju 2023. Stambeni su krediti također rasli relativno snažno (0,3 mlrd. EUR) u usporedbi s prva četiri mjeseca prethodne godine, kada su porasli za samo 0,1 mlrd. EUR u očekivanju provedbe programa državnoga subvencioniranja stambenih kredita (APN) koji će ove godine izostati. Godišnji rast kredita stanovništvu nastavio se ubrzavati (s 9,5% u prosincu 2023. na 11,5% u travnju 2024.) zahvaljujući ponajprije snažnom ubrzavanju rasta gotovinskih nenamjenskih kredita (s 11,1% na 13,8%), dok se rast stambenih kredita malo blaže ubrzao (s 9,9% na 11,3%) uvelike zbog baznih učinaka povezanih s vrlo malim prirastom uoči lanjske provedbe APN-a. Na jačanje kreditiranja u segmentu kredita poduzećima i gotovinskih nenamjenskih kredita upućuje i moment (zamah), dok se kod stambenih kredita on stabilizirao na umjerenom razini (Slika 3.5.6.).

**Viša razina kamatnih stopa na oročene depozite nastavila je poticati poduzeća i kućanstva na oročavanje sredstava u bankama.** Oročeni depoziti stanovništva porasli su od siječnja do travnja 2024. za 0,6 mlrd. EUR uz istodobno smanjenje prekonoćnih depozita za 1,1 mlrd. EUR. I poduzeća su povećala oročene depozite za 0,4 mlrd. EUR, a smanjila prekonoćne depozite za 1,8 mlrd. EUR (Slika 3.5.7.). Stoga se stanje ukupnih oročenih depozita nastavilo povećavati te je u travnju bilo za 0,7 mlrd. EUR veće nego u prosincu 2023., dok se stanje prekonoćnih depozita smanjilo za 3,1 mlrd. EUR. Kamatne stope na oročene depozite nešto su se smanjile u odnosu na najviše razine zabilježene

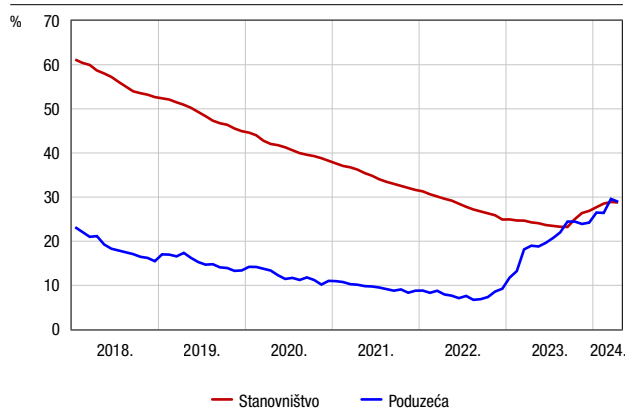
**Slika 3.5.7. Depoziti**  
transakcije i godišnje stope promjene na osnovi transakcija



Napomena: Depoziti domaćih sektora isključuju depozite opće države.

Izvor: HNB

**Slika 3.5.8. Udio oročenih depozita u ukupnim depozitima**



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

Izvor: HNB

krajem prethodne godine. Poduzeća i stanovništvo u takvim su uvjetima nastavili prebacivati sredstva s transakcijskih računa na oročenja, pa se udio oročenih u ukupnim depozitima nastavio povećavati te je u travnju iznosio 28,9% za poduzeća i 28,8% za stanovništvo (Slika 3.5.8.). Smanjenju prosječne kamatne stope na oročene depozite pridonijelo je usporavanje selidbe depozita među bankama, odnosno sve veći iznosi depozita oročenih u bankama koje nude niže kamatne stope od prosječnih.

## 4. Projekcije za Hrvatsku

### 4.1. Temeljne pretpostavke

**Prema pretpostavkama o međunarodnom okružju i cijenama sirovina, na kojima se temelji lipanjska projekcija HNB-a, na globalnoj razini očekuje se prigušena gospodarska aktivnost i daljnje slabljenje inflacijskih pritisaka.** Premda je početak godine donio relativno povoljnija ostvarenja u najvećim svjetskim gospodarstvima nego što se očekivalo, projekcije globalne gospodarske aktivnosti za tekuću godinu nisu se znatnije promijenile. Tako se i nadalje očekuje da će svjetski rast (isključujući europodručje) u 2024. godini iznositi 3,3%, s tek neznatno slabijim rastom u sljedeće dvije godine. Naime, u SAD-u su se gospodarska kretanja početkom godine pokazala robusnijima nego što se prvotno očekivalo, zahvaljujući snažnom investicijskom i potrošačkom raspoloženju, no predviđa se postupno usporavanje rasta u idućem razdoblju. Iako je pozitivno iznenadila i gospodarska aktivnost u Kini, nepovoljna kretanja u sektoru nekretnina mogla bi se u ostatku godine početi naglašenije odražavati na njezinu realnu dinamiku. Očekivanja za zemlje Srednje i Istočne Europe, koje su važni hrvatski vanjskotrgovinski partneri, blago su se pogoršala, što bi se moglo nepovoljno odraziti na inozemnu potražnju za hrvatskom robom i uslugama.

**Cijene energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu u posljednjih su se nekoliko mjeseci kretale na nešto višim razinama od očekivanja, pa su i njihova kretanja do kraja projekcijskoga horizonta blago nepovoljnija.** Sirovom naftom na svjetskom tržištu trgovalo se tijekom protekla dva mjeseca po višim cijenama u odnosu na prijašnja očekivanja. Prema terminskim ugovorima cijene nafte mogle bi se do kraja projekcijskog razdoblja spustiti s trenutačnih 90 USD/barel na 75 USD/barel. No, unatoč očekivanom smanjenju duž projekcijskoga horizonta, cijene sirove nafte više su nego u ožujskoj projekciji. Očekivanja glede cijena drugih energenata nisu se znatnije promijenila u odnosu na prošlu projekciju. Velikim dijelom zbog izraženog rasta cijena kaka, projicirane cijene prehrambenih sirovina koje se uvoze u europodručje revidirane su navise čak za petinu. Što se tiče cijena industrijskih sirovina (uglavnom metala), i dalje se očekuje umjereni rast, ponajviše zbog ograničenja na strani ponude, ali i povećane potražnje za potrebe energetske tranzicije.

**Očekivanja glede gospodarskog rasta europodručja u tekućoj su se godini blago poboljšala u odnosu na projekciju iz ožujka, ali navise je revidirana i projekcija inflacije.** Prema najnovijim projekcijama ESB-a očekivana ukupna inflacija u europodručju u 2024. i 2025. iznosi 2,5% odnosno 2,1%. U usporedbi s projekcijama iz ožujka ukupna je inflacija u obje godine revidirana navise za 0,2 postotna boda, uglavnom zbog viših cijena energenata, ali i nešto viših ostvarenja za temeljnu inflaciju te nešto snažnijih pritisaka s tržišta rada. Ipak, uz potporu restriktivne monetarne politike nastavlja se proces usporavanja inflacije te se predviđa da će se već sredinom sljedeće godine inflacija spustiti na ciljanu razinu od 2%. Projicirani gospodarski rast europodručja u 2024. povećan je na

Tablica 4.1.1. Pretpostavke projekcije o međunarodnom okružju i cijenama sirovina

	Tekuća projekcija				Odstupanja od prethodne projekcije					
	2023.	2024.	2025.	2026.	2023.	2024.	2025.	2026.		
<b>Međunarodno okružje</b>										
Globalni gospodarski rast (isklj. EA)	3,5	3,3	3,3	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0		
SAD	2,5	2,5	1,8	1,8	0,0	-0,1	0,0	-0,1		
Kina	5,2	4,6	4,0	3,8	0,0	0,2	-0,1	-0,1		
Globalna trgovina	1,0	2,6	3,3	3,3	-0,1	-0,1	0,2	0,0		
Inozemna potražnja (EA)	0,8	2,1	3,4	3,3	0,2	-0,3	0,3	0,1		
Inozemna potražnja (HR)	-0,4	1,7	3,5	3,5	0,3	-0,4	0,1	0,0		
<b>Cijene sirovina</b>										
Cijene nafte	USD	83,7	83,8	78,0	74,5	0,0	4,0	3,1	2,3	
	EUR	77,5	77,7	72,4	69,2	0,0	3,9	3,1	2,3	
Cijene struje	EUR/MWh	103,5	73,0	87,7	72,8	0,6	-1,4	9,4	1,5	
Cijene plina	EUR/MWh	40,6	30,8	35,4	29,9	0,0	0,8	3,3	0,4	
Cijene sirovina (isklj. energente), % promjene	USD	-12,5	11,4	3,9	0,9	0,0	10,8	1,9	0,8	
	cijene prehrambenih sirovina	USD	-9,3	20,1	0,4	-2,0	0,0	20,8	1,4	1,6
	cijene ostalih sirovina	USD	-14,4	5,7	6,4	3,1	0,0	4,2	2,2	0,2
<b>Europodručje</b>										
Gospodarski rast		0,6	0,8	1,4	1,6	0,1	0,2	-0,1	0,0	
Inflacija		5,4	2,5	2,2	1,9	0,0	0,2	0,2	0,0	

Napomena: Pretpostavke za izradu projekcije odnose se na projekcijski ciklus ESB-a iz lipnja (*June 2024 BMPE*), a zaključene su 16. svibnja 2024.  
Izvor: ESB

0,8% (0,2 postotna boda više nego u prošloj projekciji), uglavnom zahvaljujući povoljnijim ostvarenjima u prvom tromjesečju u najvećim zemljama članicama, čemu je djelomično pripomoglo i dinamiziranje globalne potražnje. Ipak, razmjerno nepovoljni uvjeti financiranja te povećana neizvjesnost nastaviti će prigušivati gospodarsku aktivnost pa bi se rast mogao dinamizirati tek sljedeće godine. Pritom bi postupni pad inflacije i oporavak realnih dohodaka poduprt snažnim tržištem rada trebali osnaživati osobnu potrošnju stanovništva, dok bi jačanje inozemne potražnje i smanjenje neizvjesnosti mogli pridonositi oporavku prerađivačkog sektora.

## 4.2. Projekcije makroekonomskih varijabli

**Godišnji rast hrvatskoga gospodarstva mogao bi se u 2024. blago ubrzati, nakon čega se očekuje postupno usporavanje.** Očekivano intenziviranje gospodarske ekspanzije u 2024. odražava projicirani nastavak snažnog rasta osobne potrošnje, djelomično podržan ekspanzivnom fiskalnom politikom, te jačanje vanjske potražnje i oporavak robnog izvoza i investicija poduzeća nakon njihova zamjetnog smanjenja u 2023. godini. Osim toga, vidljivo jačanje godišnjeg rasta osobne potrošnje u 2024. povezano je i s kretanjima u prošloj godini, kada je ona kontinuirano rasla nakon snažnog pada krajem 2022. U nastavku projekcijskoga horizonta očekuje se razmjerno ujednačen rast glavnih sastavnica BDP-a, no ukupan bi se agregat u uvjetima smanjenja strukturnog manjka opće države mogao postupno usporavati.

**Realni BDP mogao bi se u 2024. povećati za 3,3%, nakon što je prethodne godine rast iznosio 3,1%.** Pritom bi najveći doprinos rastu u 2024. mogla dati osobna potrošnja podržana nastavkom povoljnih kretanja na tržištu rada i rastom socijalnih naknada opće države. Uz osobnu potrošnju očekuje se i rast ostalih komponenta domaće potražnje, no sporijim intenzitetom nego u 2023. Pritom bi se rast ukupnih investicija mogao gotovo prepoloviti, prije svega zbog nešto slabije investicijske aktivnosti javnog sektora, nakon što su investicije opće države u 2023. bile povećane za više od 50%. Kretanja javnih investicija bila su u 2023. uvelike određena potrebom za finaliziranjem projekata EU-a financiranih iz stare višegodišnje financijske perspektive, dok bi korištenje fondova iz tekuće financijske omotnice moglo tek postupno hvatati zamah. Osim toga, do kraja prošle godine Hrvatska je morala iskoristiti i sredstva iz Fonda solidarnosti koja su bila namijenjena za obnovu područja pogođenih potresom. S druge strane, u uvjetima jačanja vanjske potražnje i povoljnih gospodarskih kretanja očekuje se jačanje investicija poduzeća nakon što su one prema raspoloživim procjenama znatno smanjene u 2023. Oporavak vanjske potražnje mogao bi rezultirati i jačanjem robnog izvoza, koji je zamjetno oslabio u 2023., a očekuje se i nastavak izvoza usluga, iako slabijim intenzitetom nego prošle godine s obzirom na već visoke razine aktivnosti dosegnute u turizmu. Zbog razmjerno snažne domaće potražnje očekuje se jači rast uvoza od izvoza pa bi doprinosi neto izvoza rastu mogao u 2024. biti negativan.

**U 2025. i 2026. očekuje se blago usporavanje rasta gospodarske aktivnosti, na prosječnu stopu od 2,7%.** Navedeno prije svega odražava očekivani sporiji rast osobne potrošnje zbog manjeg tzv. učinka prijenosa i učinaka ekspanzivne fiskalne politike u 2024. godini. Osim toga, rast realnih plaća također bi se mogao usporiti, iako bi dinamika njihova povećavanja uz snažno tržište rada i dalje mogla biti iznad pretpandemijskih prosjeka. Rast investicija mogao bi se donekle ubrzati prema kraju projekcijskoga horizonta,

**Tablica 4.2.1. Projekcije ključnih makroekonomskih varijabli**

godišnje stope rasta

	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.
<b>Realni BDP</b>	<b>7,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>
Osobna potrošnja	6,7	3,1	4,9	2,9	2,7
Potrošnja države	2,7	6,6	3,0	2,7	2,2
Investicije u kapital	0,1	4,2	2,4	2,4	3,1
Izvoz robe i usluga	27,0	-2,9	2,5	2,4	2,4
Uvoz robe i usluga	26,5	-5,3	3,6	2,6	2,5
<b>Doprinosi rastu BDP-a<sup>a</sup></b>					
Domaća potražnja	4,4	4,0	3,9	2,8	2,7
Izvoz robe i usluga	13,3	-1,7	1,4	1,2	1,3
Uvoz robe i usluga	-13,8	3,4	-2,0	-1,4	-1,4
Zalihe	3,1	-2,6	0,1	0,1	0,0
<b>Tržište rada</b>					
Promjena zaposlenosti	2,3	2,5	2,0	1,5	1,4
Stopa nezaposlenosti (ILO) <sup>b</sup>	7,0	6,1	5,8	5,5	5,3
Nominalna bruto plaća	8,3	14,7	10,4	5,1	3,6
Realna bruto plaća	-2,7	6,4	6,5	2,4	1,5
Jedinični trošak rada	6,0	14,1	9,0	3,8	2,4
<b>Inflacija (HIPC)</b>					
<b>Ukupno</b>	<b>10,7</b>	<b>8,4</b>	<b>3,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>
HIPC bez energije i hrane	7,6	8,8	4,3	2,7	2,2
Hrana	12,9	11,5	3,9	2,6	2,0
Energija	19,2	0,0	1,0	2,1	2,1

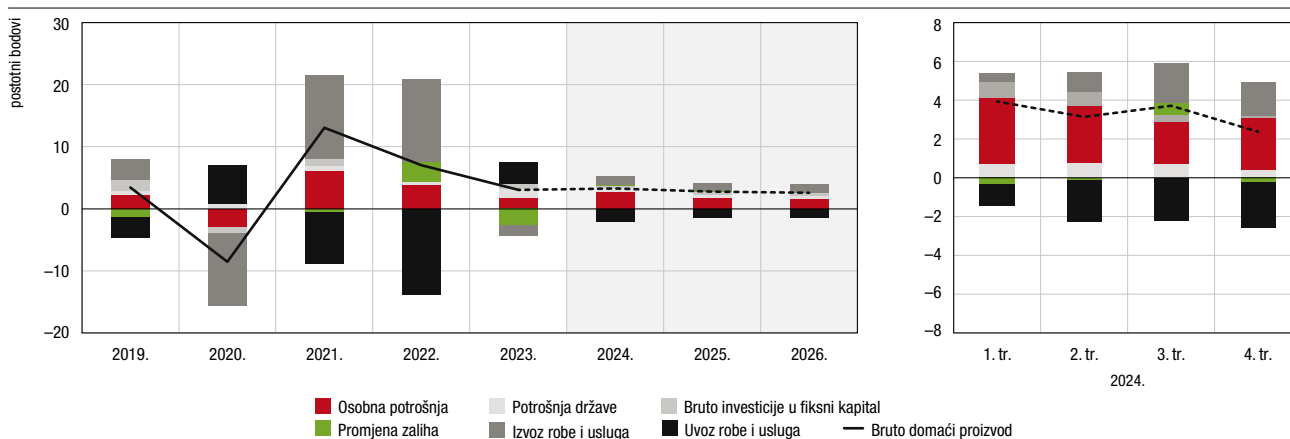
<sup>a</sup> U postotnim bodovima

<sup>b</sup> U postotku radne snage

Napomena: U Tablici 4.2.1. dan je sumarni prikaz ocijenjenih i projiciranih vrijednosti ključnih varijabli za Hrvatsku koje su rezultat uključivanja temeljnih pretpostavki i povijesnih ostvarenja u kratkoročne i srednjoročne makroekonomske modele kojima se služi Hrvatska narodna banka, uz korekcije modelskih ocjena utemeljene na prosudbama ekonomskih stručnjaka za pojedina gospodarska područja. U skladu s rokovima određenima u okviru lipojskoga projekcijskoga procesa zemalja članica Eurosustava i ESB-a (*June 2024 BIMPE*) konačan nadnevak za slanje ESB-u makroekonomskih projekcija za Hrvatsku bio je 22. svibnja, pri čemu su u finalizaciji projekcije uzeti u obzir podaci objavljeni do (uključujući) 20. svibnja 2024.

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

Slika 4.2.1. BDP i sastavnice BDP-a, doprinosi



Izvori: DZS; ocjene i projekcije HNB-a

uz jačanje investicija javnog sektora, pri čemu se očekuje sve veći doprinos fondova iz Mehanizma za oporavak i otpornost koji se moraju iskoristiti do kraja 2026. godine. Isto tako, očekuje se da će povoljniji uvjeti financiranja podržati nastavak rasta investicija privatnog sektora. U skladu s očekivanjima o daljnjem oporavku vanjske potražnje trebao bi se nastaviti i rast izvoza robe i usluga, pri čemu bi doprinos neto izvoza rastu mogao biti blago negativan.

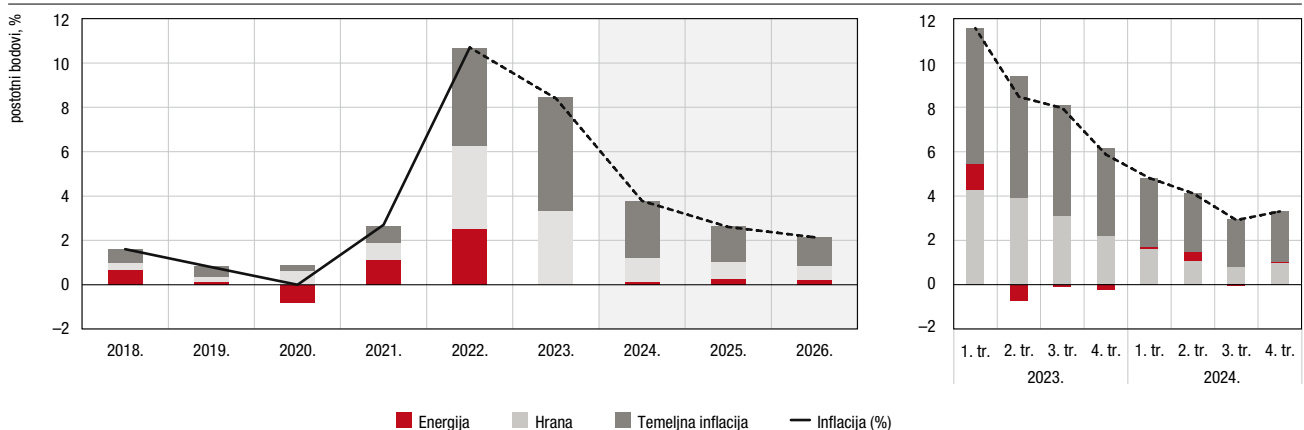
### Rizici vezani uz središnju projekciju realnog rasta Hrvatske čine se uravnoteženi.

Zbog geopolitičkih napetosti i mogućnosti njihove eskalacije gospodarska kretanja u međunarodnom okružju te kretanja cijena sirovina i energenata i nadalje su vrlo neizvjesna. Iako su tekuća kretanja ukupne aktivnosti u Hrvatskoj razmjerno povoljna, poglavito u trgovini i građevinarstvu, slabost prerađivačke industrije te pad pouzdanja poduzeća u industriji na početku drugog tromjesečja upućuju na negativne rizike za robni izvoz. Osim toga, projicirani rast investicija uvelike će ovisiti o sposobnosti, ponajprije javnog, ali i privatnog sektora, da uspješno iskoriste raspoloživa sredstva iz fondova EU-a. S druge strane, u slučaju smirivanja geopolitičkih napetosti kretanje vanjske potražnje moglo bi biti bolje od očekivanja i povoljno djelovati na izvoz robe. Kretanja na tržištu rada, poglavito plaća, mogla bi također biti povoljnija nego što se očekuje, što bi moglo potaknuti i veći rast osobne potrošnje.

**Nakon što su u 2022. i 2023. u Hrvatskoj ostvarene najviše prosječne godišnje stope inflacije u razdoblju od 1995. godine (10,7% i 8,4%), u 2024. se očekuje usporavanje inflacije na 3,8% (Slika 4.2.2.).** Normaliziranje opskrbnih lanaca, niže cijene energije, prehrambenih i ostalih sirovina u odnosu na vrhunce zabilježene 2022. godine i restriktivan karakter monetarne politike kroz pooštrene uvjete financiranja, zajedno s povoljnim statističkim učincima baznog razdoblja (zbog snažnog rasta cijena u 2023.) i prijenosa (s obzirom na to da je inflacija na kraju 2023. bila niža od prosječne inflacije u cijeloj



Slika 4.2.2. Projekcija harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena



Izvori: Eurostat; ocjene i projekcije HNB-a

2023.)<sup>11</sup>, mogli bi tako rezultirati znatnim usporavanjem inflacije cijena hrane i temeljne inflacije. Ipak, temeljna inflacija mogla bi ostati i dalje povišena kao odraz snažne domaće i inozemne potražnje, pogotovo za uslugama povezanim s putovanjima, robusnog tržišta rada te prijenosa izrazito naglašenog rasta plaća na potrošačke cijene, poglavito u uslužnom sektoru. Usporede li se ostvarenja na kraju godine, intenzitet usporavanja inflacije tijekom 2024. mogao bi biti manje izražen u odnosu na smanjenje prosječne godišnje stope inflacije i ujedno slabiji nego prethodne godine, s obzirom na to da se u razdoblju od vrhunca krajem 2022. do kraja 2023. inflacija već primjetno usporila. Osim toga, za razliku od 2023. kada se godišnja stopa inflacije kontinuirano smanjivala iz jednog u drugo tromjesečje, potkraj 2024. može se očekivati blagi porast i stabilizacija na razini nešto iznad 3% pod izraženim utjecajem nepovoljnoga baznog učinka zbog prestanka djelovanja snažnoga mjesečnog pojeftinjenja velikog broja proizvoda i usluga u rujnu 2023. na godišnju stopu inflacije.

**Usporavanje inflacije u 2024. u najvećoj bi mjeri moglo odražavati znatno nižu temeljnu inflaciju (ne uključuje cijene energije i hrane), koja bi nakon 8,8% u 2023. mogla u 2024. iznositi 4,3%.** Nakon što se u prvih pet mjeseci 2024. kretala u uskom rasponu oko prosječnih 5,2%, u nastavku godine očekuje se usporavanje temeljne inflacije, ali bi se taj trend mogao znatno usporiti potkraj godine uz određenu kolebljivost. Očekivano usporavanje temeljne inflacije u 2024. odnosi se na obje njezine komponente. Pritom bi smanjenje inflacije cijena industrijskih proizvoda trebalo odražavati popuštanje uvoznih pritisaka i primjetno sporiji rast proizvođačkih cijena. Istodobno bi, unatoč očekivanom usporavanju zahvaljujući povoljnim baznim učincima, inflacija cijena usluga mogla ostati povišena i kontinuirano činiti više od polovine ukupne inflacije. To bi

<sup>11</sup> Detaljnije o učinku prijenosa vidjeti u Okviru 1. Učinak prijenosa na prosječnu godišnju stopu rasta realnog BDP-a, Makroekonomska kretanja i prognoze br. 15, prosinac 2023.

u prvom redu moglo odražavati snažnu domaću i inozemnu potražnju za uslugama, poglavito onima povezanim s turizmom. Snažan rast nominalnih plaća te prelijevanje tog rasta na potrošačke cijene usluga, u kojima trošak rada uglavnom čini značajan dio ukupnih troškova, također bi mogao biti činitelj zbog kojeg bi inflacija cijena usluga mogla ostati povišena tijekom cijele 2024. godine. Ipak, pritisci na cijene usluga mogli bi biti manje izraženi u odnosu na prošlu godinu pa bi prosječna inflacija cijena usluga u 2024. mogla biti primjetno niža nego godinu prije.

**Uz temeljnu inflaciju, usporavanju ukupne inflacije u 2024. moglo bi pridonijeti i znatno smanjenje inflacije cijena hrane, s 11,5% u 2023. na 3,9% u 2024. godini.** Glavnina usporavanja inflacije cijena hrane zbog prelijevanja nižih cijena energije i prehrambenih sirovina te popuštanja pritisaka na strani ponude dogodila se već tijekom 2023. godine. Povoljna su se kretanja nastavila i u prvih pet mjeseci 2024., a u uvjetima niskih očekivanih tekućih pritisaka inflacija cijena hrane mogla bi se dodatno smanjiti. Ipak, zbog prestanka djelovanja povoljnih baznih učinaka u drugom polugodištu usporavanje godišnje inflacije cijena hrane moglo bi se zaustaviti.

**Za razliku od temeljne inflacije i inflacije cijena hrane, prosječna godišnja inflacija cijena energije mogla bi se ubrzati s 0% u 2023. na 1,0% u 2024. godini.** Geopolitičke napetosti i ratni sukobi, kao i očekivanja o jačanju gospodarske aktivnosti diljem svijeta pogurale su cijenu sirove nafte na razinu iznad 75 eura za barel u svibnju, sa 71 eura koliko je iznosila na kraju 2023. godine. Poskupljenje sirove nafte prelilo se na maloprodajne cijene naftnih derivata, zbog čega je inflacija cijena energije početkom godine primjetno porasla. Ipak, u uvjetima nepromijenjenih cijena plina i električne energije za kućanstva u nastavku godine te s obzirom na očekivano blago pojeftinjenje sirove nafte na terminskim tržištima, u ostatku godine inflacija cijena energije mogla bi se usporiti.

**U ostatku projekcijskoga horizonta očekuje se nastavak usporavanja inflacije, na 2,6% u 2025. i 2,1% u 2026. godini.** Usporavanje inflacije prema ciljanoj razini ESB-a, uz pretpostavku odsutnosti vanjskih šokova, pritom bi moglo odražavati niži rast potražnje u uvjetima povišenih kamatnih stopa. Tako bi se inflacija cijena energije mogla stabilizirati na razini od 2,1%, a inflacija cijena hrane usporiti do 2,0% u 2026. godini. Unatoč očekivanom usporavanju temeljne inflacije ona bi se i u ostatku projekcijskoga horizonta mogla zadržati blago iznad ukupne inflacije i iznositi 2,7% u 2025. i 2,2% u 2026. godini.

**Rizici vezani uz ostvarivanje projicirane inflacije i dalje su izraženi, ali uglavnom uravnoteženi.** Geopolitičke napetosti i dalje su mogući izazovi u opskrbi energijom i drugim sirovinama na svjetskom tržištu, što bi moglo rezultirati povećanjem cijena glavnih komponenata inflacije, poglavito energije i hrane. Rizik za inflaciju cijena hrane stvaraju i mogući nepovoljni vremenski uvjeti. Rizici za ostvarivanje prognozirane temeljne inflacije također su izraženi te pretežu blago naviše, što uglavnom proizlazi iz rizika vezanih uz inflaciju cijena usluga. Zategnuto tržište rada i snažniji rast nominalnih plaća mogli

bi se jače i/ili dugotrajnije od očekivanog prelijevati na potrošačke cijene, poglavito u segmentu usluga. To bi posebno moglo doći do izražaja u uvjetima u kojima bi još uvijek visoka percipirana inflacija potrošača rezultirala znatnim zahtjevima za povećanje plaća. Inflacija bi mogla biti viša i u slučaju da profiti poduzeća donekle ne kompenziraju utjecaj snažnog rasta plaća. S druge strane, slabiji gospodarski rast i time slabija potražnja, jači učinci restriktivne monetarne politike te izrazitije prelijevanje pada cijena energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu 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 realnog BDP-a Hrvatske za 2024. revidiran je blago naviše, dok je u 2026. neznatno smanjen (Tablica 4.2.2.).** Revizija BDP-a naviše u 2024. poglavito odražava povoljnija kretanja na tržištu rada, što bi se moglo pozitivno odraziti na kretanje osobne potrošnje. S druge strane, pretpostavke vezane uz kretanja cijena energije, vanjsku potražnju i financijske uvjete nešto su nepovoljnije tijekom cijeloga projekcijskoga horizonta, zbog čega je rast u 2026. revidiran naniže.

**U usporedbi s prethodnom projekcijom prosječna godišnja inflacija mogla bi biti viša za 0,2 postotna boda u 2024. i 2025. te za 0,1 postotni bod u 2026. godini.** To u najvećoj mjeri odražava nešto viša ostvarenja od očekivanih, kao i viši očekivani rast nominalnih plaća. Pritom su temeljna inflacija i inflacija cijena energije revidirane naviše duž cijeloga projekcijskoga horizonta, dok je projekcija inflacije cijena hrane revidirana naniže u skladu s nižim ostvarenjima u prvih nekoliko mjeseci 2024. od onog što se prije očekivalo.

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

	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.
<b>Realni BDP</b>					
Lipanj 2024.	7,0	3,1	3,3	2,8	2,6
Ožujak 2024.	6,3	2,8	3,2	2,8	2,7
<b>Razlika (p. b.)</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>
<b>Inflacija (HIPC)</b>					
Lipanj 2024.	10,7	8,4	3,8	2,6	2,1
Ožujak 2024.	10,7	8,8	3,5	2,4	2,0
<b>Razlika (p. b.)</b>			<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>

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

