



HNB

Makroekonomska kretanja i prognoze

godina VII · broj 13 · prosinac 2022.



IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka
Trg hrvatskih velikana 3, 10000 Zagreb
Telefon centrale: 01/4564-555
Telefon: 01/4565-006
Telefaks: 01/4564-687

www.hnb.hr

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

ISSN 2459-8089

Sadržaj

Osnovne informacije o Hrvatskoj	ii	Dohoci i transakcije s EU-om	28
		Projicirana kretanja	29
1. Sažetak	3		
2. Kretanja u globalnom okružju	5	7. Financiranje privatnog sektora	30
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	6	Projicirana kretanja	34
Cijene, tečajevi, monetarna i fiskalna politika	6	Okvir 4. Je li odluka Vijeća EU-a o ulasku Hrvatske u	
Projicirana kretanja	6	europodručje s početkom 2023. već utjecala na troškove	
		zaduživanja?	35
3. Agregatna ponuda i potražnja	8	8. Tokovi kapitala s inozemstvom	37
Agregatna potražnja	9	Projicirana kretanja	38
Agregatna ponuda	11		
Projicirana kretanja	12	9. Monetarna politika	39
Okvir 1. Štednja kućanstava u uvjetima povišene inflacije	12		
Okvir 2. Raste li zaista osobna potrošnja?	15	10. Javne financije	40
4. Tržište rada	18	11. Odstupanja od prethodne projekcije	42
Zaposlenost i nezaposlenost	18		
Plaće i jedinični trošak rada	19	12. Dodatak A. Makroekonomske projekcije ostalih	
Projicirana kretanja	19	institucija	45
5. Inflacija	20	13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske i odabranih	
Inflacijska očekivanja	21	zemalja	45
Projicirana kretanja	22	Kratice i znakovi	52
Okvir 3. Zašto je inflacija u Hrvatskoj viša nego u europodručju?	23		
6. Tekući i kapitalni račun platne bilance	27		
Vanjska trgovina i konkurentnost	27		

Osnovne informacije o Hrvatskoj

Ekonomski indikatori

	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
Površina (km ²)	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594
Broj stanovnika (mil.) ^a	4,281	4,268	4,256	4,238	4,204	4,174	4,125	4,088	4,065	4,048	3,889
BDP (mil. HRK, tekuće cijene) ^b	338.846	335.627	336.771	335.831	344.580	356.617	373.080	391.289	412.770	380.123	438.560
BDP (mil. EUR, tekuće cijene)	45.579	44.647	44.467	44.014	45.282	47.363	50.010	52.776	55.677	50.461	58.287
BDP po stanovniku (EUR)	10.648	10.462	10.449	10.385	10.772	11.346	12.125	12.911	13.696	12.467	14.989
BDP, realna godišnja stopa rasta (%)	-0,1	-2,3	-0,4	-0,4	2,5	3,6	3,4	2,8	3,4	-8,6	13,1
Prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,5	0,8	0,1	2,6
Prosječna godišnja stopa inflacije – Harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HICP)	2,2	3,4	2,3	0,2	-0,3	-0,6	1,3	1,6	0,8	0,0	2,7
Tekući račun platne bilance (mil. EUR) ^c	-740	-778	-455	156	1.501	1.056	1.719	931	1.576	-268	1.022
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	-1,6	-1,7	-1,0	0,4	3,3	2,2	3,4	1,8	2,8	-0,5	1,8
Izvoz robe i usluga (% BDP-a)	38,2	39,0	39,8	42,7	45,7	46,9	49,2	49,4	50,6	41,5	50,0
Uvoz robe i usluga (% BDP-a)	39,9	40,5	41,8	43,1	45,5	45,8	48,5	50,2	51,0	48,6	52,7
Inozemni dug (mil. EUR, na kraju razdoblja) ^c	49.198	47.681	48.662	49.529	48.622	45.050	43.879	42.809	40.589	41.285	47.213
Inozemni dug (% BDP-a)	107,9	106,8	109,4	112,5	107,4	95,1	87,7	81,1	72,9	81,8	81,0
Inozemni dug (% izvoza robe i usluga)	282,5	274,0	274,7	263,4	234,8	202,7	178,4	164,2	144,0	197,0	162,2
Otplaćeni inozemni dug (% izvoza robe i usluga) ^d	42,5	46,1	43,4	46,3	44,0	35,7	33,1	27,1	37,8	35,3	21,1
Bruto međunarodne pričuve (mil. EUR, na kraju razdoblja)	11.195	11.236	12.908	12.688	13.707	13.514	15.706	17.438	18.560	18.943	25.022
Bruto međunarodne pričuve (u mjesecima uvoza robe i usluga, na kraju razdoblja)	7,4	7,5	8,3	8,0	8,0	7,5	7,8	7,9	7,8	9,3	9,8
Nacionalna valuta: kuna (HRK)											
Devizni tečaj za 31. prosinca (HRK : 1 EUR)	7,5304	7,5456	7,6376	7,6615	7,6350	7,5578	7,5136	7,4176	7,4426	7,5369	7,5172
Devizni tečaj za 31. prosinca (HRK : 1 USD)	5,8199	5,7268	5,5490	6,3021	6,9918	7,1685	6,2697	6,4692	6,6499	6,1390	6,6435
Prosječni devizni tečaj (HRK : 1 EUR)	7,4342	7,5173	7,5735	7,6300	7,6096	7,5294	7,4601	7,4141	7,4136	7,5331	7,5242
Prosječni devizni tečaj (HRK : 1 USD)	5,3435	5,8509	5,7059	5,7493	6,8623	6,8037	6,6224	6,2784	6,6223	6,6108	6,3636
Neto pozajmljivanje (+)/zaduživanje (-) konsolidirane opće države (mil. HRK) ^e	-26.584	-18.236	-18.436	-18.354	-11.736	-3.296	2.804	-116	969	-27.710	-12.438
Neto pozajmljivanje (+)/zaduživanje (-) konsolidirane opće države (% BDP-a) ^e	-7,9	-5,5	-5,5	-5,5	-3,4	-0,9	0,8	0,0	0,2	-7,3	-2,9
Dug opće države (% BDP-a) ^e	63,7	69,4	80,3	83,9	83,3	79,8	76,7	73,3	71,1	87,3	79,8
Dugoročne kamatne stope (u % na godišnjoj razini) ^f	6,54	6,13	4,68	4,05	3,53	3,47	2,77	2,17	1,28	0,83	0,45
Stopa nezaposlenosti (prema definiciji ILO-a, stanovništvo starije od 15 g.) ^g	13,7	15,9	17,3	17,3	16,2	13,1	11,2	8,4	6,6	7,5	7,6
Stopa zaposlenosti (prema definiciji ILO-a, stanovništvo starije od 15 g.) ^g	44,8	43,2	42,1	43,3	44,2	44,6	45,8	46,9	47,7	47,2	47,8

^a Procjena stanovništva RH za 2000. temelji se na popisu iz 2001., a podaci za razdoblje od 2001. do 2019. zasnivaju se na popisu iz 2011. godine. Podaci za 2020. su privremeni.

^b Podaci su iskazani prema metodologiji ESA 2010. Podaci za 2020. su privremeni.

^c Podaci platne bilance i inozemnog duga temelje se na metodologiji koju propisuje šesto izdanje Priručnika za sastavljanje platne bilance i stanja međunarodnih ulaganja (BPM6) te na novoj sektorskoj klasifikaciji institucionalnih jedinica u skladu sa standardom ESA 2010. Podaci platne bilance i inozemnog duga zasnivaju se na posljednjim dostupnim podacima o platnoj bilanci zaključno s trećim tromjesečjem 2022. i o stanju bruto inozemnog duga na kraju rujna 2022.

^d Otplate inozemnog duga uključuju otplate glavnice na osnovi obveznica, dugoročnih trgovinskih kredita i dugoročnih kredita (isključujući obveze prema vlasnički povezanim poduzećima) te ukupnu otplatu kamata (uključujući FISIM), bez otplate kamata s osnove izravnih ulaganja.

^e Fiskalni podaci iskazani su prema metodologiji ESA 2010.

^f Prosječan prinos na dugoročne državne obveznice s preostalim dospeljećem od oko 10 godina

^g Podaci za razdoblje od 2007. do 2013. revidirani su, stoga nisu usporedivi s podacima za razdoblje od 2000. do 2006.

Izvori: DZS; MF; HNB



Makroekonomska kretanja i prognoze

1. Sažetak

Slabiji izgledi globalnoga gospodarskog rasta i naglašeni inflatorni pritisci koji su potaknuli središnje banke diljem svijeta na brzo i snažno pooštavanje monetarne politike i pogoršavanje uvjeta financiranja počeli su se sve više odražavati i na hrvatsko gospodarstvo. Negativni inozemni šokovi dosad su više utjecali na prerađivački sektor, koji je osjetljiviji na visoke troškove energije i izloženiji poteškoćama u globalnim lancima opskrbe, dok su u uslužnom sektoru te poteškoće nadvladane zahvaljujući snažnoj potražnji nakon ukidanja većine epidemioloških mjera. U takvim je uvjetima hrvatsko gospodarstvo u trećem tromjesečju 2022. ostvarilo relativno blagu kontrakciju u odnosu na prethodno tromjesečje, uz usporavanje godišnje stope rasta realne aktivnosti na 5,2%. U četvrtom tromjesečju očekuje se nastavak usporavanja godišnje realne dinamike, pri čemu je ocijenjeno da bi zbog vrlo snažnog rasta u prvoj polovini godine gospodarska aktivnost na razini cijele 2022. mogla porasti za 6,3%. S obzirom na to da se povratak gospodarske aktivnosti na putanju rasta očekuje tek u drugoj polovini sljedeće godine, stopa rasta BDP-a u 2023. mogla bi se snažno usporiti na 1,4%. Inflacija bi se u 2022. mogla znatno ubrzati (na 10,6%) pod utjecajem visokih cijena energenata i drugih sirovina, zastoja u globalnim lancima nabave i osnažene potražnje u uslužnom sektoru. Uz postupno smanjivanje uvozne inflacije te cijena uvoznih energenata i drugih sirovina, inflacija bi se u 2023. mogla sniziti na 7,5%. Pritom prevladavaju negativni rizici uz projekciju gospodarskog rasta i negativni rizici uz projekciju inflacije. Višak na tekućem i kapitalnom računu mogao bi se u 2022. zamjetno smanjiti na 1,2% BDP-a, ponajprije zbog izrazitog rasta neto uvoza energenta, i nastaviti blago smanjivati u 2023. Također, postale su vidljive i prve naznake rasta kamatnih stopa povezane s prelijevanjem učinaka usklađenoga snažnog pooštavanja monetarnih politika na globalnoj razini, koji su pogoršali uvjete financiranja na međunarodnim financijskim tržištima. Tako se nastavio rast prinosa na dužničke vrijednosne papire države, počeli su rasti i troškovi financiranja poduzeća, dok se kod kreditiranja stanovništva još ne primjećuje znatnija promjena financijskih uvjeta. Očekivani nastavak pooštavanja monetarne politike ESB-a utjecat će na daljnje pogoršavanje uvjeta financiranja domaćega gospodarstva, no harmonizacija monetarnog instrumentarija HNB-a u procesu pristupanja europodručju početkom sljedeće godine trebala bi ublažiti intenzitet toga pogoršanja. Godišnji se rast ukupnog financiranja poduzeća nastavio intenzivirati, uglavnom zbog ubrzanog zaduživanja kod domaćih kreditnih institucija, dok je rast plasmana stanovništvu ostao stabilan, pri čemu se glavnina kreditne aktivnosti stanovništva i nadalje odnosi na stambene kredite. Prema rebalansu državnog proračuna iz listopada manjak za 2022. revidiran je naniže (7,1 mlrd. kuna) u odnosu na originalni plan i prvi rebalans iz svibnja, ponajviše zbog prikupljanja poreznih prihoda iznad očekivanja. U kolovozu je omjer javnog duga i BDP-a smanjen na 70,4%, što odražava porast nominalnog BDP-a.

Povećana globalna geopolitička neizvjesnost praćena visokim cijenama sirovina i energenata odražava se i na hrvatsko gospodarstvo. Realni BDP u trećem je tromjesečju 2022. godine bio za 0,4% manji u odnosu na prethodno tromjesečje, što je prvo smanjenje na tromjesečnoj razini od pandemijske recesije iz sredine 2020. Tromjesečni pad gospodarske aktivnosti rezultirao je smanjenjem godišnje stope rasta BDP-a na 5,2%, s 8,7% iz prethodna tri mjeseca. Rastu realnog BDP-a najviše je pridonio rast ukupnog izvoza, pri čemu je doprinos izvoza robe i izvoza usluga bio gotovo podjednak. Pozitivan doprinos rastu dale su i sve sastavnice domaće potražnje, a među njima se stopom rasta ističe potrošnja kućanstava. Nasuprot tome, negativan doprinos došao je od stavke koja uključuje zalihe i statističku diskrepanciju. U skladu s jačanjem domaće i inozemne potražnje, u trećem je tromjesečju porastao i uvoz robe i usluga. Visokofrekventni pokazatelj gospodarske aktivnosti, dostupni uglavnom samo za listopad, upućuju na daljnje usporavanje godišnje stope rasta realnog BDP-a u posljednjem tromjesečju ove godine. Uvažavajući spomenuto, ukupan BDP na razini cijele 2022. mogao bi se povećati za 6,3%, nakon visokog rasta od 13,1% ostvarenog u 2021. U tekućoj godini očekuje se rast svih sastavnica i domaće i inozemne potražnje. Od sastavnica domaće potražnje, najsnažniji doprinos ukupnom rastu mogla bi dati potrošnja kućanstava, a očekuje se i snažan pozitivan doprinos bruto investicija u fiksni kapital. U 2023. očekuje se da bi se rast BDP-a mogao dodatno usporiti na 1,4%. Ocjenjuje se da su u projekcijskom razdoblju središnje ocijenjene i projicirane veličine u većoj mjeri izložene negativnim nego pozitivnim rizicima. Produljeno razdoblje geopolitičke nestabilnosti i njezina eventualna dodatna eskalacija mogli bi imati negativne učinke na globalnu, a posebice europsku gospodarsku aktivnost, što bi se negativno odrazilo i na domaće

gospodarstvo. Posljedični rast cijena energenata i sirovina mogao bi dodatno umanjiti realne raspoložive dohotke. Dodatni negativan rizik predstavlja i još uvijek prisutna, iako manje vjerojatna, mogućnost ponovnog širenja pandemije. Spomenuti rizici i s njima povezana povišena neizvjesnost nepovoljno će se odraziti na donošenje investicijskih odluka poslovnih subjekata u nadolazećem razdoblju. S druge strane, u projekcijskom razdoblju očekuje se zamjetno povlačenje sredstava koja Hrvatskoj stoje na raspolaganju iz fondova EU-a, pri čemu ona predstavljaju pozitivan (snažnije korištenje od očekivanog), ali i negativan rizik (nedostatni apsorpcijski kapaciteti). Pozitivan rizik također proizlazi i iz potencijalnog smirivanja situacije u Ukrajini koje bi moglo ublažiti preostale poremećaje u opskrbnim lancima.

Kretanja na tržištu rada zasad nisu znatnije reagirala na nepovoljna gospodarska kretanja. U trećem tromjesečju ukupan je broj zaposlenih porastao za 0,5% u odnosu na prethodna tri mjeseca, pri čemu je povećan broj zaposlenih u privatnom sektoru, dok se istodobno broj zaposlenih u javnom sektoru smanjio. Rastu zaposlenosti pridonijelo je i zapošljavanje radnika iz trećih zemalja (izvan Europske unije) te zapošljavanje umirovljenih osoba na nepuno radno vrijeme. Očekuje se da bi se u 2022. broj zaposlenih na razini cijele godine mogao povećati za 2,5%, nakon povećanja od 2,2% u 2021. Takva kretanja pogodovat će smanjenju nezaposlenosti, pri čemu bi se anketna stopa u 2022. mogla sniziti na 6,9% radne snage (sa 7,6% u 2021.). U sljedećoj godini očekuje se zamjetno usporavanje rasta broja zaposlenih osoba i samo blago snižavanje stope nezaposlenosti. Prosječna nominalna bruto plaća mogla bi se u 2022. povećati za 8,7%, ali bi se njezina realna vrijednost mogla smanjiti, dok se u 2023., uz usporavanje rasta nominalnih, očekuje blagi rast realnih plaća.

Inflacija potrošačkih cijena u prvih se deset mjeseci 2022. primjetno ubrzala te je u skladu s tim ocijenjena stopa inflacije u cijeloj 2022. znatno povećana, na 10,6% (s 2,7% u 2021., mjereno harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena). Na izraženo ubrzavanje inflacije djeluju različiti činitelji. Visoke cijene energenata te prehrambenih i industrijskih sirovina na svjetskom tržištu postupno se prelijevaju na domaće proizvođačke i potrošačke cijene. Na ubrzavanje rasta cijena djelovali su i pritisci proizašli iz zastoja u globalnim lancima nabave, unatoč njihovu recentnom popuštanju. Osim toga, ubrzavanju inflacije pridonijela je snažna potražnja za uslugama nakon ukidanja epidemioloških mjera, što se uvelike odnosi na turističku potražnju nerezidenata u uvjetima porasta ulaznih troškova, nedostatka kvalificirane radne snage i rasta plaća u ugostiteljstvu. Nasuprot tome, ograničavanje cijena nekih energenata i osnovnih prehrambenih proizvoda ublažilo je intenzitet ubrzanja inflacije. U 2023. očekuje se usporavanje inflacije na 7,5%, što je u velikoj mjeri posljedica učinka baznog razdoblja, odnosno iščezavanja učinka znatnog poskupljenja velikog broja dobara i usluga tijekom 2022. na godišnju stopu inflacije u 2023. Usporavanju inflacije trebalo bi poglavito pridonijeti popuštanje uvezenih inflatornih pritisaka, čemu bi trebalo pogodovati i očekivano pojeftinjenje sirove nafte i drugih sirovina na terminskim tržištima. Međutim, rizici za projekciju inflacije i nadalje su izraženi, pri čemu prevladavaju rizici da ona bude viša od prognozirane, odnosno da povratak na razine niske i stabilne inflacije potraje dulje nego što je očekivano. Viša inflacija mogla bi proizaći iz viših cijena energenata i drugih sirovina od trenutno očekivanih, dok bi izraziti rast plaća od očekivanog mogao djelovati na jačanje domaćih

inflacijskih pritisaka. Osim toga, unatoč recentnim naznakama smanjenja zastoja u opskrbnim lancima, njihovo bi ponovno intenziviranje moglo potaknuti dodatni rast cijena pojedinih poluproizvoda i gotovih proizvoda.

Višak na tekućem i kapitalnom računu mogao bi se u cijeloj 2022. izraženo smanjiti na 1,2% BDP-a s 4,2% BDP-a, koliko je zabilježeno u prethodnoj godini. Naime, unatoč snažnom rastu viška u međunarodnoj razmjeni usluga, posebice prihoda od turizma, te znatnog rasta ukupnog viška na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija zbog rasta korištenja sredstava iz fondova EU-a i priljeva osobnih doznaka iz inozemstva, ukupan bi se saldo na tekućem i kapitalnom računu mogao znatno pogoršati ponajprije zbog izrazitog povećanja manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom. Tome bi uvelike mogao pridonijeti rast neto uvoza energenata zbog cjenovnog šoka na globalnim tržištima. U 2023. očekuje se nastavak smanjivanja viška na tekućem i kapitalnom računu na 1,0% BDP-a, premda se očekuje vrhunac isplata sredstava iz fondova EU-a. Naime, sljedeća je godina ujedno krajnji rok za isplate sredstava iz višegodišnje financijske otmotnice za razdoblje od 2014. do 2020. te sredstava iz Europskog fonda solidarnosti za potrebe sanacije potresom pogođenih područja. Osim toga, očekuje se istodobno intenziviranje korištenja sredstava u okviru Nacionalnog plana otpornosti i oporavka financiranog iz Instrumenta Europske unije za oporavak. Što se tiče tokova kapitala s inozemstvom, iako primjetno manjim intenzitetom negoli prethodnih godina, u projekcijskom se razdoblju očekuje nastavak neto odljeva kapitala uz zadržavanje trenda poboljšavanja relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti.

Tablica 1.1. Svodna tablica projiciranih makroekonomskih veličina

	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.
Nacionalni računi (realne stope promjene, %)												
BDP	-2,3	-0,4	-0,4	2,5	3,6	3,4	2,8	3,4	-8,6	13,1	6,3	1,4
Osobna potrošnja	-2,4	-1,6	-2,5	0,2	3,1	3,2	3,3	4,0	-5,1	9,9	5,9	1,2
Državna potrošnja	-1,1	0,4	1,0	-1,0	1,1	2,2	2,3	3,1	4,3	3,0	2,2	2,5
Investicije u kapital	-4,5	1,0	-2,3	8,2	5,0	1,6	3,9	9,0	-5,0	4,7	5,6	3,2
Izvoz robe i usluga	-1,5	2,5	7,3	10,3	7,0	6,9	3,7	6,8	-23,3	36,4	25,4	-0,5
Uvoz robe i usluga	-2,4	3,2	3,5	9,4	6,5	8,4	7,5	6,6	-12,4	17,6	26,1	0,3
Tržište rada												
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	-1,2	-1,5	-2,0	0,7	1,9	1,9	2,3	2,3	-1,2	2,2	2,5	0,4
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	18,9	20,2	19,6	17,0	14,4	11,6	9,2	7,6	8,9	8,0	7,0	6,9
Stopa nezaposlenosti (anketna)	15,9	17,2	17,3	16,2	13,1	11,2	8,4	6,6	7,5	7,6	6,9	6,8
Cijene												
Indeks potrošačkih cijena (prosječna stopa promjene, %)	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,5	0,8	0,1	2,6	10,5	7,5
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena (prosječna stopa promjene, %)	3,4	2,3	0,2	-0,3	-0,6	1,3	1,6	0,8	0,0	2,7	10,6	7,5
Vanjski sektor												
Tekući račun platne bilance (u % BDP-a)	-1,7	-1,0	0,4	3,3	2,2	3,4	1,8	2,8	-0,5	1,8	-1,4	-2,1
Tekući i kapitalni račun platne bilance (u % BDP-a)	-1,4	-0,8	0,8	4,0	3,7	4,4	3,0	4,5	1,6	4,1	1,2	1,0
Bruto inozemni dug (u % BDP-a)	106,8	109,4	112,5	107,4	95,1	87,7	81,1	72,9	81,8	81,0	73,3	67,3
Monetarna kretanja (stope promjene, %)												
Ukupna likvidna sredstva – M4	3,6	4,0	3,2	5,2	4,7	2,1	5,5	2,9	9,3	10,7	10,3	
Ukupna likvidna sredstva – M4 ^a	3,5	3,8	2,4	4,6	5,3	3,2	6,1	3,5	9,1	10,4	9,6	
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru	-5,9	-0,5	-1,6	-3,0	-3,7	-1,2	2,0	2,8	3,9	3,0	10,5	
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru ^a	-1,2	0,8	-1,5	-2,3	1,1	2,9	4,4	4,2	3,9	3,9	10,7	
Plasmani kreditnih institucija poduzećima ^a	-1,5	1,8	-3,7	-3,0	3,2	2,5	1,9	0,4	5,6	2,3	22,0	
Plasmani kreditnih institucija stanovništvu ^a	-1,1	-1,2	-0,7	-1,8	0,5	4,0	6,2	7,4	2,1	4,5	5,3	

^a Stope promjene izračunate su na osnovi podataka o transakcijama (vidi Dodatak 1. Uvođenje podataka o transakcijama u analizu monetarnih kretanja u Biltenu HNB-a br. 221).

Izvori: DZS; MF; HNB

Visoka i rastuća inflacija u okružju geopolitičke i ekonomske neizvjesnosti potaknula je velik broj središnjih banaka na brže i snažnije pooštavanje monetarne politike od ranijih očekivanja. U takvim su se okolnostima nastavili pogoršavati uvjeti financiranja na globalnim financijskim tržištima, što se odrazilo na daljnji rast tržišnih prinosa na dužničke vrijednosne papire RH, a počeli su rasti i troškovi financiranja poduzeća, dok se kod kreditiranja stanovništva još ne primjećuje znatnija promjena financijskih uvjeta. Tijekom trećeg tromjesečja pooštrili su se standardi odobravanja kredita poduzećima i stanovništvu, a istodobno je snažno porasla kreditna potražnja poduzeća, dok se potražnja stanovništva za kreditima smanjila. Iako Hrvatska pristupa europodručju početkom 2023. tijekom ciklusa pooštavanja monetarne politike ESB-a, prilagodba stope obvezne pričuve i minimalno potrebnih deviznih potraživanja instrumentariju ESB-a snažno će povećati slobodna novčana sredstva banaka i djelovati u smjeru ublažavanja i usporavanja daljnjeg pogoršavanja uvjeta financiranja na domaćem tržištu. Godišnji se rast ukupnog financiranja poduzeća nastavio intenzivirati, uglavnom zbog ubrzanog zaduživanja kod domaćih kreditnih institucija. Godišnji rast plasmana stanovništvu ostao je stabilan tijekom druge polovine godine, pri čemu se glavnina kreditne aktivnosti i nadalje odnosi na stambene kredite. Tečaj kune prema euru bio je stabilan, pa nije bilo potrebe za deviznim intervencijama

HNB-a. Povremeni aprecijacijski pritisci tijekom ljetnih mjeseci bili su rezultat dobre turističke sezone te posljedično veće ponude deviznih sredstava, no ublaženi su povremenom potražnjom poduzeća za devizama, osobito izraženom u energetskom sektoru zbog skupljih sirovina i energenata. Sudjelovanje u europskom tečajnom mehanizmu i očekivano uvođenje eura dodatno su usidrili očekivanja tržišta.

Kada je riječ o fiskalnim kretanjima, prema rebalansu proračuna iz listopada, manjak opće države mogao bi u 2022. iznositi 7,1 mlrd. kuna, pri čemu je on prema originalnom planu trebao iznositi 12,0 mlrd. kuna, a prema prvom rebalansu iz svibnja 13,4 mlrd. kuna. Očekivano proračunsko ostvarenje iz prvog rebalansa za 2022. godinu odražavalo je učinak protuinflacijskih mjera donesenih u travnju na saldo proračuna, kao i potencijalno nepovoljan utjecaj tadašnje eskalacije geopolitičke napetosti na gospodarska kretanja. Iako je u rujnu Vlada RH donijela dodatni paket protuinflacijskih mjera s nepovoljnim učinkom na saldo opće države, drugim rebalansom u listopadu manjak je revidiran naniže. Navedeno odražava ponajprije bolji od očekivanog priljev poreznih prihoda, što je u velikoj mjeri posljedica utjecaja povoljnijih cikličkih kretanja i povećanja opće razine cijena. Kada je riječ o javnom dugu, porast nominalnog BDP-a rezultirao je smanjenjem omjera javnog duga i BDP-a u kolovozu na 70,4% sa 78,4%, koliko je iznosio na kraju 2021. godine.

2. Kretanja u globalnom okružju

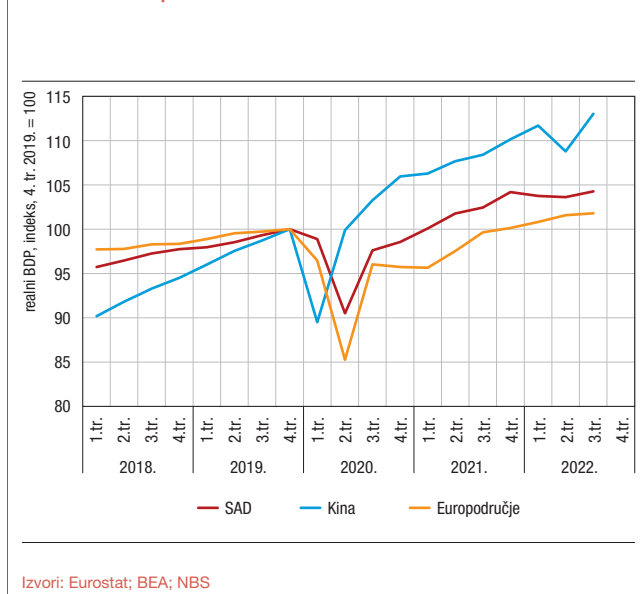
Nakon što se gotovo vratilo na pretpandemijsku putanju rasta, svjetsko se gospodarstvo naglo usporilo nakon početka ruske invazije na Ukrajinu. U mjesecima koji su slijedili negativni učinci rata preljevali su se na globalno gospodarstvo kroz izražen rast cijena energenata i drugih sirovina, a najviše na europske zemlje gdje su ti učinci dodatno pojačani velikom neizvjesnošću glede opskrbe energentima s ruskog tržišta. S druge strane, poteškoće u globalnim lancima opskrbe nastavile su se smanjivati, unatoč povremenim zatvaranjima trgovinskih i proizvodnih zona u Kini zbog primjene vrlo restriktivne epidemiološke politike. U takvim je okolnostima kinesko gospodarstvo u drugom tromjesečju zabilježilo izraženu kontrakciju, ali se već

u trećem tromjesečju oporavilo. U drugim je zemljama većina epidemioloških mjera u međuvremenu ukinuta, što je potaknulo ubrzanje oporavka uslužnog sektora te tako pridonijelo boljim ostvarenjima od očekivanja u drugom i trećem tromjesečju. Uz sve izraženije preljevanje cijena energenata i drugih sirovina na finalna dobra i usluge, nastavljen je snažan rast inflacije potrošačkih cijena, koja je u mnogim zemljama dosegla razine nezabilježene više desetljeća. To je onda potaknulo postroživanje monetarnih politika te, uz smanjenu sklonost riziku, dovelo do osjetnog pogoršanja globalnih uvjeta financiranja.

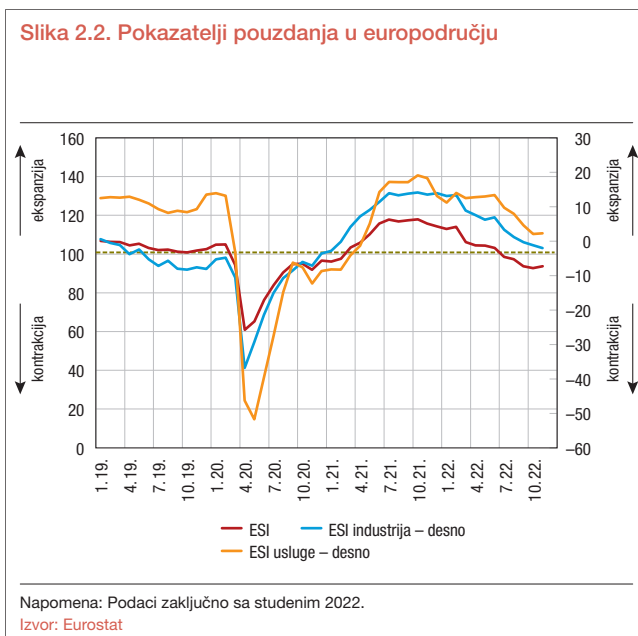
Nakon blagog smanjenja u prvoj polovini 2022. američko se gospodarstvo u trećem tromjesečju vratilo na uzlaznu putanju (Slika 2.1.). Međutim, tromjesečna stopa rasta od 0,6% u trećem tromjesečju uvelike se može pripisati snažnoj kontrakciji uvoza robe i usluga koja je uz nastavak rasta izvoza dala najveći doprinos rastu BDP-a. S druge strane, investicijska aktivnost privatnog sektora nastavila je slabjeti u uvjetima povećane neizvjesnosti i sve nepovoljnijih uvjeta financiranja. Usporio se i rast osobne potrošnje pod utjecajem visoke inflacije, pri čemu je potrošnja u segmentu usluga naglo oporavila nakon gotovo potpunog ukidanja epidemioloških mjera. Istodobno je tržište rada ostalo izrazito snažno, uz smanjenje stope nezaposlenosti na 3,7% radne snage u listopadu. Vrlo blag pozitivan doprinosi gospodarskom rastu u trećem tromjesečju dala je i državna potrošnja, premda se većina mjera potpore uvedenih tijekom pandemije postupno ukinula. Godišnja je inflacija u SAD-u bila na vrhuncu u lipnju (9,1%), nakon čega se do listopada smanjila na 7,7%. Pritom se temeljna inflacija do listopada stabilizirala malo iznad 6%.

Unatoč povećanoj neizvjesnosti, poglavito što se tiče opskrbe energentima, te sve izraženijim cjenovnim pritiscima, gospodarska aktivnost u europodručju nastavila je rasti i u trećem tromjesečju, iako po vrlo skromnoj stopi od 0,2%. S jedne strane,

Slika 2.1. Gospodarska aktivnost na odabranim tržištima



ukidanje većine epidemioloških mjera od početka godine pridonijelo je oporavku uslužnog sektora, što se posebno osjetilo u turističkoj djelatnosti tijekom ljetnih mjeseci. Istodobno je proizvođački sektor poslovao pod sve većim pritiskom visokih troškova energije te i dalje prisutnih poteškoća u lancima opskrbe, a pogotovo glede opskrbe plinom. Zbog strukturnih je razlika među pojedinim zemljama članicama zabilježena neujednačena dinamika gospodarske aktivnosti u proteklih nekoliko tromjesečja. Tako su zemlje s velikim udjelom usluga u BDP-u, poput Italije, Španjolske i Nizozemske, ostvarile znatno bolje rezultate od, primjerice, Njemačke, koja od početka godine uglavnom stagnira ili bilježi neznatan rast. Prema ranim pokazateljima gospodarske aktivnosti nepovoljni trendovi ostali su vidljivi i na početku četvrtog tromjesečja (Slika 2.2.). Pokazatelj pouzdanja (engl. *Economic Sentiment Indicator*, ESI) u listopadu je dodatno oslabio s ionako niskih razina, a osim u proizvodnom sektoru sve je vidljivije smanjenje optimizma u uslužnom sektoru. Ipak, u studenome se pouzdanje prvi put od izbijanja rata u Ukrajini blago popravilo, ali i dalje ostaje znatno ispod svojih uobičajenih razina. Inflacija je u europodručju od početka godine u snažnom porastu i u listopadu je dosegla godišnju razinu od 10,7%.



Iako su najveći doprinos dale cijene energenata i hrane, godišnji rast ostalih potrošačkih cijena također se ubrzao, dosegašvi 5% u listopadu.

Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri

Većina najvažnijih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera zabilježila je usporavanje gospodarskog rasta u prvoj polovini 2022. Među partnerima u europodručju gospodarski rast najviše se usporio u zemljama sa snažnim prerađivačkim sektorom. Što se tiče vanjskotrgovinskih partnera u jugoistočnoj Europi, ekonomska kretanja bila su nešto povoljnija s obzirom na to da su te zemlje slabije integrirane i manje osjetljive na poremećaje u globalnim lancima opskrbe. Isto tako, njihova izravna izloženost ruskom i ukrajinskom tržištu razmjerno je ograničena, što ublažava negativne učinke rata u Ukrajini.

Cijene, tečajevi, monetarna i fiskalna politika

Nakon intenzivnog rasta u prvoj polovini 2022. cijene energenata u idućim su mjesecima uglavnom padale, ali u povijesnim su okvirima i dalje na visokim razinama. Cijene nafte bile su na vrhuncu u prvim danima rata u Ukrajini kada su povremeno

dosezale 130 USD/barel, a na slične razine vratile su se u lipnju nakon što su zemlje Europske unije uvele djelomični embargo na uvoz ruske nafte. U idućim su mjesecima bile izrazito kolebljive, ali do kraja studenoga spustile su se na oko 90 USD/barel. Padu cijena pogodovalo je slabljenje izgleda za globalni gospodarski rast koje je prevagnulo nad ograničenjima na strani ponude. Cijene plina na europskom tržištu dosegnule su vrhunac od oko 300 EUR/MWh u kolovozu kada je potpuno obustavljena opskrba ruskim plinom putem plinovoda Sjeverni tok 1. Do studenoga su se, međutim, naglašeno smanjile na oko 100 EUR/MWh, zahvaljujući naporima zemalja EU-a da se napune skladišta plina i osiguraju dostatne zalihe iz alternativnih izvora te ostvare energetske uštede.

Cijene sirovina bez energije također su u padu nakon snažnog rasta tijekom veljače i ožujka potaknutog ratom u Ukrajini, ali i dalje su za oko trećinu iznad pretpandemijskih razina. Od ožujka do listopada 2022. smanjile su se u prosjeku za petinu, od toga najviše cijene metala, a u nešto manjoj mjeri i cijene poljoprivrednih i prehrambenih sirovina. Pojeftinjenje metala poglavito se može pripisati slabljenju izgleda za globalni gospodarski rast, dok su s druge strane i dalje prisutna ograničenja na strani ponude koja drže cijene relativno visokima u povijesnim okvirima. Što se tiče cijena poljoprivrednih i prehrambenih sirovina, pojeftinjenje je najizraženije kod sirovina čiji su Rusija i Ukrajina važni proizvođači, poput žitarica i uljarica, a rezultat je uklanjanja prepreka za izvoz tih sirovina iz Ukrajine kao i slabljenja globalne potražnje.

S jačanjem inflatornih pritisaka od početka 2022. godine intenzivirao se proces smanjenja monetarnih poticaja uvedenih tijekom pandemije, odnosno ubrzalo se postroživanje monetarne politike. Brzinom postroživanja ističe se američki Fed koji je od početka godine podignuo referentnu kamatnu stopu za ukupno 3 postotna boda, najprije u veljači za 0,25 p. b., potom u svibnju za dodatnih 0,5 p. b. te za još 0,75 p. b. u lipnju, srpnju i rujnu. ESB je također nastavio smanjivati monetarne poticaje. Najprije je u ožujku ukinuo pandemijski program otkupa vrijednosnih papira (PEPP), potom u lipnju i redovni program (APP), a u srpnju je započeo s podizanjem kamatnih stopa. Do kraja studenoga podignuo ih je u tri navrata za ukupno 2 postotna boda.

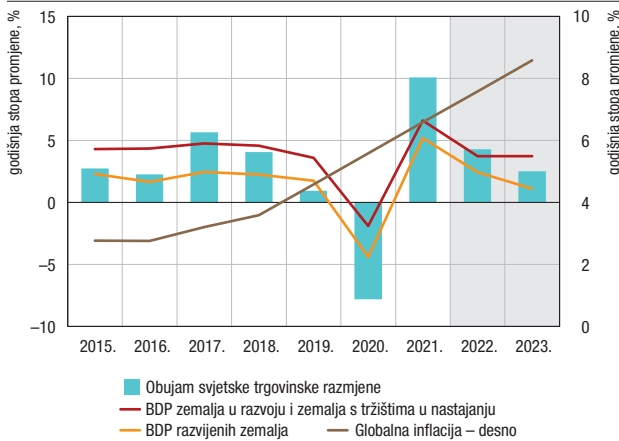
Kretanja na svjetskom deviznom tržištu tijekom većeg dijela 2022. uglavnom su odražavala očekivanja povezana s bržom normalizacijom monetarne politike u SAD-u u odnosu na druga velika gospodarstva, ali i geopolitičku neizvjesnost i visoke cijene energenata. U takvim je okolnostima američki dolar od početka godine do kraja studenoga ojačao prema euru za čak 12%. U odnosu na druge valute, euro je blago oslabio i prema švicarskom franku, ali ojačao je prema funti sterlinga te još i više prema jenu.

Projicirana kretanja

Očekivanja glede globalnoga gospodarskog rasta dodatno su revidirana naniže u odnosu na ranija predviđanja, zbog sve raširenijih inflatornih pritisaka i nepovoljnijih uvjeta financiranja, koji uz povećanu neizvjesnost, posebno glede opskrbe energijom, obeshrabruju investicije i potrošnju. U kratkom se roku očekuje dodatno pooštavanje monetarne politike u velikim gospodarstvima s obzirom na to da su inflatorni pritisci još uvijek pojačani. To će, pak, dodatno pogoršati globalne uvjete financiranja, posebno za zemlje s tržištima u nastajanju. U uvjetima slabljenja globalne potražnje očekuje se daljnje pojeftinjenje energije i drugih sirovina u projekcijskom razdoblju.

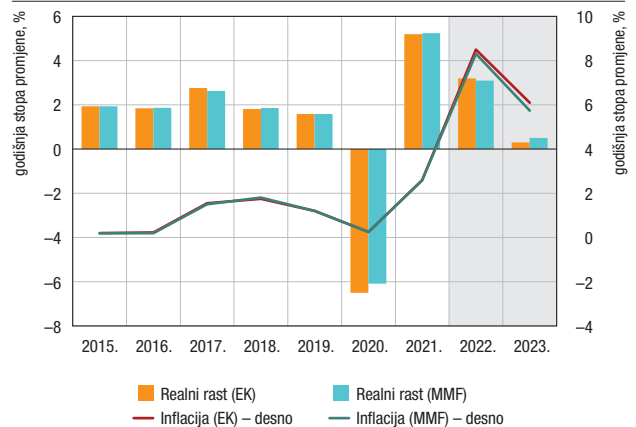
Kada je riječ o realnim kretanjima u globalnom gospodarstvu, MMF u svojim projekcijama iz listopada nije mijenjao očekivanja za 2022. (3,2%), i to zbog nešto povoljnijih ostvarenja u ljetnim mjesecima, ali dodatno je smanjio očekivani gospodarski

Slika 2.3. Globalna gospodarska kretanja



Izvor: MMF (WEO, listopad 2022.)

Slika 2.4. Gospodarski rast i inflacija u europodručju



Izvori: MMF (listopad 2022.); Europska komisija (studeni 2022.)

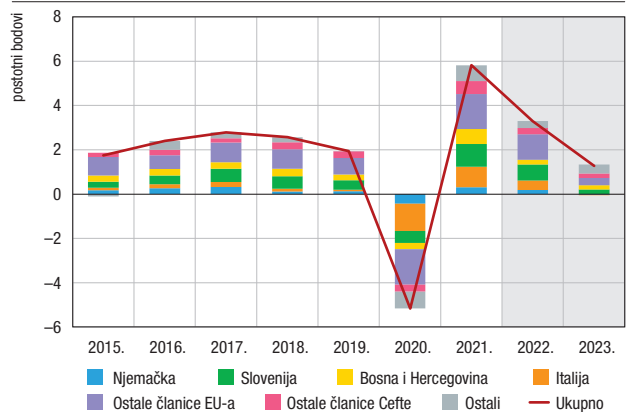
rast u 2023. na 2,7% (Slika 2.3.). Pritom očekuje da će trećina globalne ekonomije zabilježiti kontrakciju u tekućoj ili idućoj godini, i da će tri najveća gospodarstva – SAD, europodručje i Kina – rasti vrlo sporo. Očekivanja su posebno slaba za pojedine članice europodručja, koje su pod snažnim negativnim utjecajem neizvjesnosti glede opskrbe energentima. Očekivanja za SAD pogoršala su se najviše zbog slabih recentnih ostvarenja i pooštavanja domaćih uvjeta financiranja. Što se tiče Kine, slabija očekivanja odražavaju gospodarske posljedice primjene vrlo stroge politike u borbi protiv koronavirusa, ali i problema na tržištu nekretnina. Glede globalne inflacije, MMF očekuje da će inflacija u svijetu ove godine prosječno iznositi 8,8% i da će se nakon vrhunca krajem godine postupno smanjivati na 6,5% u 2023. Ipak, očekuju da će inflacija ostati povišena duže nego što su predviđali i da će se tek 2024. vratiti na pretpandemijske razine.

Što se tiče europodručja, MMF očekuje gospodarski rast od samo 0,5% u 2023., a projekcije Europske komisije koje su objavljene u studenome još su nepovoljnije (Slika 2.4.). Oni očekuju usporavanje gospodarskog rasta na samo 0,3% u 2023., pri čemu za najveće gospodarstvo europodručja, ono njemačko, očekuju pad od 0,6%. Naime, poteškoće u prerađivačkom sektoru uzrokovane poskupljenjem energenata i sirovina te otežanom dobavom nekih utrošaka u proizvodnji finalnih dobara uvelike poništavaju pozitivne učinke ublažavanja epidemioloških mjera na uslužni sektor. Uz slabiju inozemnu potražnju, i domaća će potražnja u idućem razdoblju biti opterećena padom realnih dohodaka stanovništva, odnosno smanjenjem sklonosti potrošnji i investicijama u uvjetima povećane neizvjesnosti i pogoršanih uvjeta financiranja. Prema istom izvoru prosječna stopa inflacije u europodručju mogla bi u 2022. dosegnuti čak 8,5%, nakon čega bi se mogla smanjiti na 6,1% u 2023. i ostati iznad srednjoročne ciljane razine čak i u 2024. godini (2,6%).

U skladu s opisanim trendovima u okružju krajem 2022. i u idućoj se godini očekuje znatno sporiji rast inozemne potražnje za hrvatskom izvoznom robom i uslugama (Slika 2.5.). Pritom bi slabljenje inozemne potražnje moglo biti primjetnije u segmentu robnog izvoza s obzirom na to da je prerađivački sektor opterećeniji visokim troškovima sirovina i energije te poremećajima u lancima opskrbe. Ipak, očekuje se i postupno slabljenje potražnje za uslugama koja je u posljednjih nekoliko tromjesečja intenzivno rasla zahvaljujući popuštanju epidemioloških mjera.

Kada je riječ o cijenama sirovina na svjetskom tržištu,

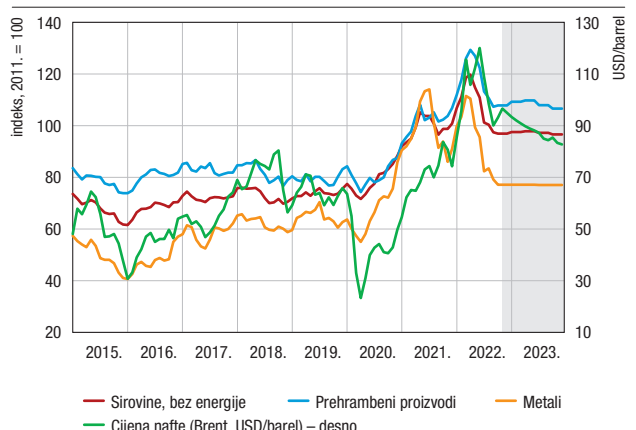
Slika 2.5. Inozemna potražnja, doprinosi hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera



Napomena: Inozemna potražnja izračunata je kao ponderirani prosjek realnog rasta BDP-a hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera, pri čemu su kao ponderi korišteni njihovi udjeli u hrvatskom robnom izvozu.

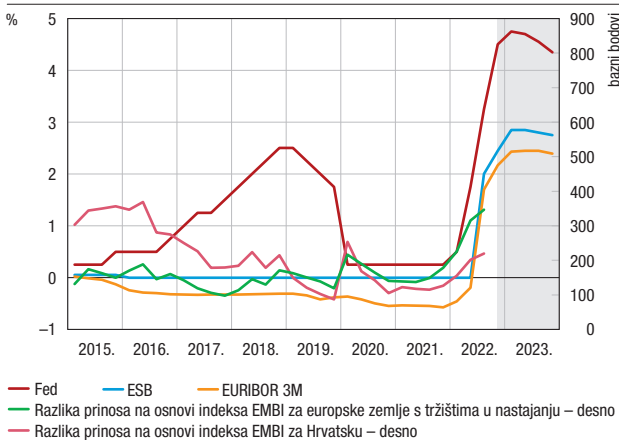
Izvor: MMF (WEO, listopad 2022.)

Slika 2.6. Cijene sirovina na međunarodnom tržištu



Izvori: MMF; cijene nafte: Bloomberg (Brent crude oil futures, 4. studenoga 2022.)

Slika 2.7. Ključne kamatne stope i prosječna razlika prinosa na obveznice europskih tržišta u nastajanju kraj razdoblja



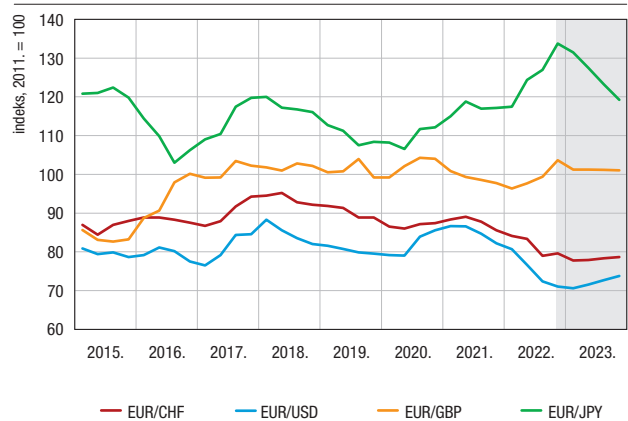
Izvor: Bloomberg

očekuje se da će se do kraja tekuće, kao i u 2023. godini, cijena sirove nafte postupno smanjivati (Slika 2.6.). Njezinu padu najviše bi trebalo pogodovati slabljenje globalne potražnje, ali i prilagodba na strani ponude. Ipak, cjenovna očekivanja izložena su velikoj neizvjesnosti, posebno u kontekstu tekućih dogovora zemalja G7 oko ograničenja cijene u trgovini ruskom naftom. U projekcijskom se razdoblju očekuje i daljnji pad cijena prehrambenih i poljoprivrednih sirovina, premda vrlo blag zbog i dalje prisutne neizvjesnosti u vezi s opskrbom nekim kulturama. Padu cijena metala trebalo bi pogodovati slabljenje globalne potražnje, iako bi visoke cijene energije koja se intenzivno koristi u njihovoj proizvodnji uvelike mogle ograničiti taj pad.

Tržišta očekuju nastavak postroživanja monetarnih politika u velikim razvijenim gospodarstvima, no vjeruju da se ciklus postroživanja približava kraju. Što se tiče Fed-a, s obzirom na to da je inflacija u SAD-u počela popuštati, tržišta očekuju da će Fed početi usporavati intenzitet pooštavanja monetarne politike, odnosno da će krajem godine podići referentnu stopu za još 0,5 p. b., što je manje nego u dosadašnjim koracima, te da će zaustaviti ciklus pooštavanja u prvoj polovini sljedeće godine, kada se referentna stopa približi razini od 5% (Slika 2.7.). Istodobno se od ESB-a očekuje nastavak snažnog postroživanja monetarne politike dok god inflatorni pritisci ne počnu zamjetnije popuštati. Očekuje se da će ciklus pooštavanja biti zaustavljen nešto kasnije uz razinu referentne kamatne stope od oko 3%.

Prema očekivanjima *Foreign Exchange Consensus Forecasts* iz studenoga na deviznom se tržištu do kraja projekcijskog razdoblja očekuje blag oporavak tečaja eura prema američkom dolaru,

Slika 2.8. Kretanje tečaja pojedinih valuta prema euru



Napomena: Rast indeksa označuje deprecijaciju valute prema euru.
Izvori: Eurostat; *Foreign Exchange Consensus Forecasts* (studenj 2022.)

kako se divergencija u monetarnim politikama bude smanjivala (Slika 2.8.). Do kraja projekcijskog razdoblja očekuje se i oporavak eura prema švicarskom franku, dok se prema jenu i funti sterlinga trenutačno ne očekuju veće promjene.

Među rizicima vezanima uz globalno gospodarstvo pretežu oni negativni, pri čemu je geopolitička nestabilnost povezana s ratom u Ukrajini i dalje glavni izvor rizika. Dodatni rast cijena energenata koji je uvelike povezan s ratnom neizvjesnošću, uz izraženije prelijevanje na potrošačke cijene, rezultirao bi još većim padom raspoloživih dohodaka, odnosno potrošnje i investicija. Osim toga, veći problemi u opskrbi energentima ili nedovoljna supstitucija iz drugih izvora mogli bi rezultirati smanjenjem industrijske proizvodnje. S jačanjem inflacije povećava se i rizik od dodatnog postroživanja uvjeta financiranja, uz negativne posljedice na domaću potražnju i pritisak na javne financije i bankarski sektor. Istodobno, rizici vezani uz pandemiju, iako u slabljenju, i dalje su prisutni s obzirom na moguću pojavu novih varijanta koronavirusa koja bi mogla zahtijevati ponovno pooštavanje epidemioloških mjera. Premda je štednja akumulirana tijekom pandemije još uvijek razmjerno velika u povijesnim okvirima, pozitivni rizici vezani uz njezino snažnije smanjenje sve su manje izraženi zbog povećanog opreza potrošača u uvjetima velike neizvjesnosti. Isto tako, ubrzanje procesa energetske tranzicije pozitivan je rizik za gospodarski rast jer potiče investicije i povećava produktivnost, no potencijalno može stvarati dodatne inflatorne pritiske, što bi djelomično moglo poništiti pozitivne učinke.

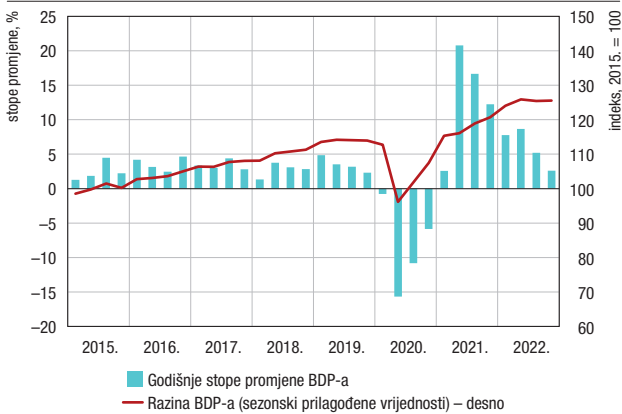
3. Agregatna ponuda i potražnja

Realni BDP u trećem se tromjesečju 2022. povećao za 5,2% u odnosu na isto razdoblje protekle godine, pri čemu usporevanje godišnjeg rasta odražava posustajanje gospodarske aktivnosti na tromjesečnoj razini. Realni BDP tako je u trećem tromjesečju bio za 0,4% manji u odnosu na prethodno tromjesečje, što je prvo smanjenje na tromjesečnoj razini od sredine 2020. godine. Pritom su se na tromjesečnoj razini smanjili državna potrošnja i izvoz robe i usluga, a istodobno je ukupan uvoz snažno

porastao. Kada je riječ o četvrtom tromjesečju, mjesečni pokazatelji gospodarske aktivnosti, dostupni uglavnom samo za listopad, trenutačno upućuju na stagnaciju realnog BDP-a u usporedbi s prethodna tri mjeseca.

Najsnažniji doprinos godišnjem rastu BDP-a dao je ukupan izvoz, uz gotovo podjednake doprinose izvoza robe i izvoza usluga. Pozitivan doprinos rastu dale su i sve sastavnice domaće potražnje, pri čemu je najizraženiji doprinos rastu dalo povećanje

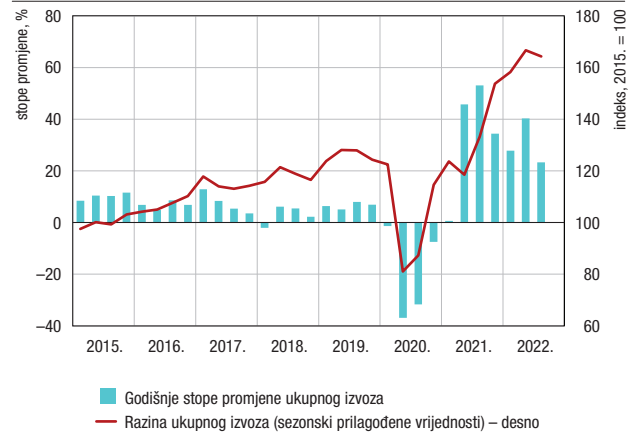
Slika 3.1. Bruto domaći proizvod
realne vrijednosti



Napomena: Podatak za četvrto tromjesečje 2022. odnosi se na mjesečni pokazatelj realne aktivnosti HNB-a, procijenjen na osnovi podataka objavljenih do 30. studenoga 2022.

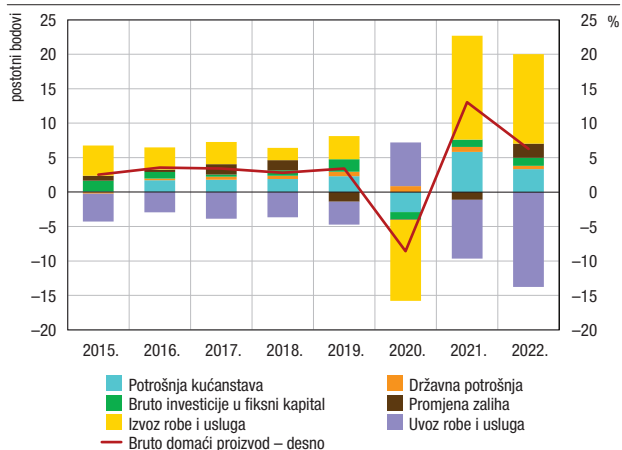
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.3. Izvoz robe i usluga
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

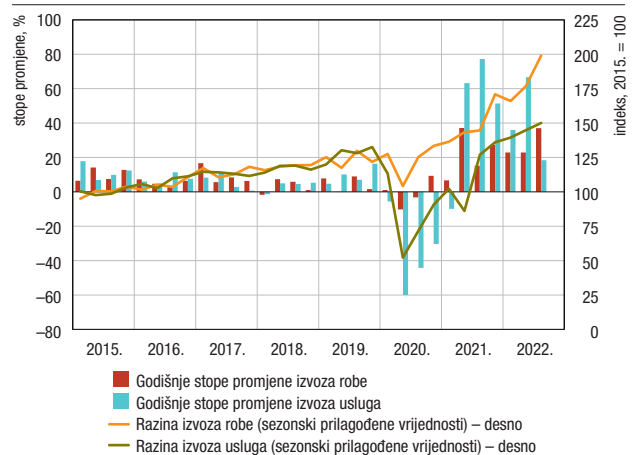
Slika 3.2. Promjena BDP-a
doprinosi po komponentama



Napomena: Podaci za 2022. godinu odnose se na prva tri tromjesečja 2022. godine.

Izvor: DZS

Slika 3.4. Izvoz robe i izvoz usluga
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

potrošnje kućanstava. Nasuprot tome, negativan doprinos došao je od stavke zaliha koja uključuje i statističku diskrepanciju. U skladu s jačanjem domaće i inozemne potražnje u trećem je tromjesečju porastao i uvoz robe i usluga.

Kada je riječ o proizvodnoj strani obračuna, u trećem tromjesečju također je ostvareno usporavanje rasta BDV-a na godišnjoj razini (5,3% nakon 10,0% u prethodnom tromjesečju), što odražava pad na tromjesečnoj razini od 1,7%. Najveći pozitivan doprinos godišnjoj promjeni BDV-a u trećem tromjesečju dale su uslužne djelatnosti povezane s turizmom, odnosno djelatnosti trgovine na veliko i na malo, prijevoza i skladištenja, smještaja, pripreme i usluživanja hrane.

Agregatna potražnja

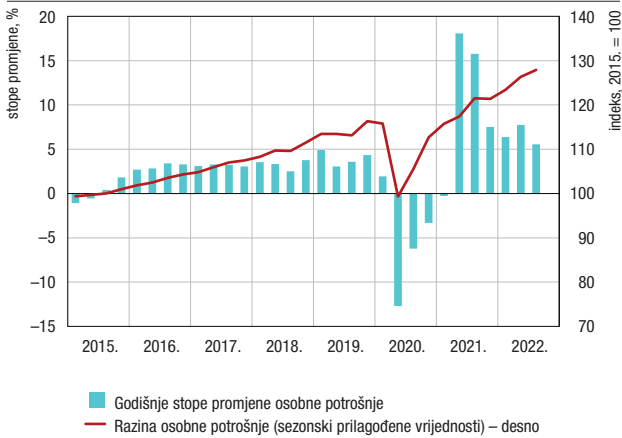
Realni izvoz robe i usluga u trećem se tromjesečju 2022. povećao za 23,3% na godišnjoj razini, dok je u prethodnom tromjesečju zbog iznimno niske razine izvoza u drugom tromjesečju 2021. godišnji rast iznosio čak 40,3%. Tako je rast izvoza dao visok doprinos godišnjem rastu BDP-a (17,0 p. b.). Nominalni podaci DZS-a o robnoj razmjeni pokazuju kako se izvoz povećao u svim industrijskim grupacijama. Iako snažno povećanje

nominalnog izvoza uvelike odražava rast cijena, ostvaren je snažan rast izvoza energije (više od 20%), a rastao je i izvoz netrajnih proizvoda za široku potrošnju te kapitalnih dobara.

Promatrano na tromjesečnoj razini, u razdoblju od srpnja do rujna ubrzao se izvoz robe (na 12,7%, sa 6,4% iz drugog tromjesečja), a izvoz usluga rastao je sličnom dinamikom kao i tri mjeseca ranije (3,6%, prethodno 3,8%). Dobra ostvarenja glede izvoza usluga posljedica su povoljnih ostvarenja u turističkoj sezoni, pri čemu je ukupan ostvareni broj noćenja nadmašio ostvarenja iz istog razdoblja 2019. godine.

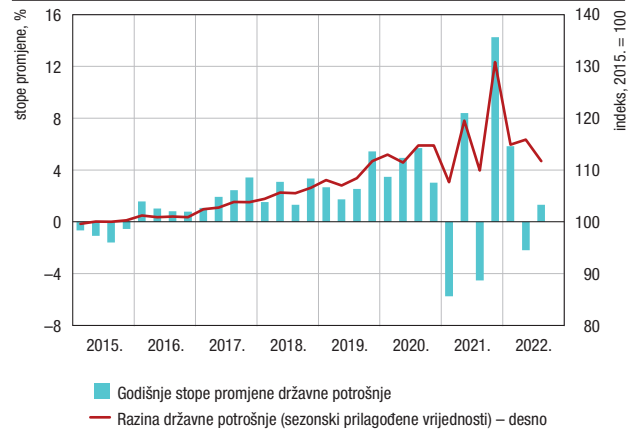
Osobna potrošnja u razdoblju od srpnja do rujna usporila je tromjesečni rast na 1,2%, nakon 2,3% u drugom tromjesečju. Kao posljedica toga, na godišnjoj je razini ostvarena godišnja stopa rasta od 5,6% (7,8% u drugom tromjesečju). Na osobnu potrošnju nepovoljno djeluje kretanje realnih dohodaka koji su se, unatoč visokom nominalnom rastu, zbog inflacije smanjili i na tromjesečnoj i na godišnjoj razini. Osim toga, u trećem je tromjesečju zabilježeno i pogoršanje potrošačkog optimizma, što se može povezati i s očekivanim nastavkom rasta cijena po razmjerno visokim stopama. S druge strane, kućanstva su smanjivala štednju s povišene razine na kojoj je bila tijekom pandemije

Slika 3.5. Osobna potrošnja
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.8. Državna potrošnja
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

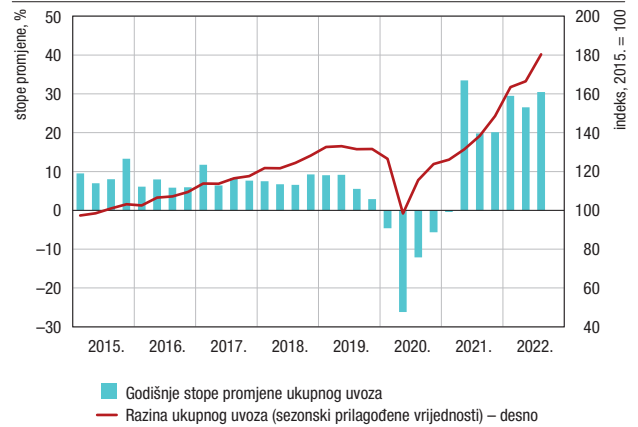
Slika 3.6. Odrednice osobne potrošnje
realne vrijednosti i indeks



Napomena: Realne vrijednosti naknada zaposlenima i socijalnih naknada u novcu dobivene su deflacioniranjem nominalnih veličina deflatorom osobne potrošnje. Vrijednosti indeksa pouzdanja potrošača izračunate su kao tročlani prosjek mjesečnih podataka, pri čemu se posljednji podatak odnosi na studeni 2022.

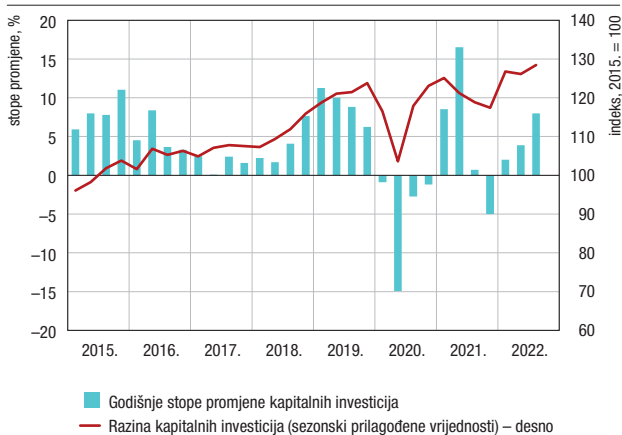
Izvori: DZS; Ipsos; HNB

Slika 3.9. Uvoz robe i usluga
realne vrijednosti



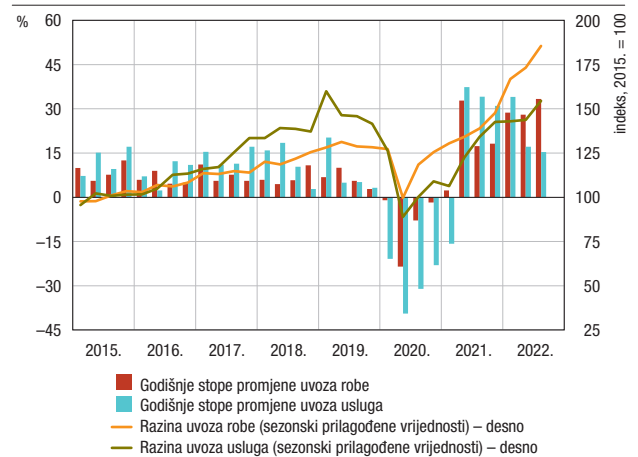
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.7. Bruto investicije u fiksni kapital
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.10. Realni uvoz robe i usluga



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

kako bi očuvala potrošnju (vidi Okvir 1. Štednja kućanstava u uvjetima povišene inflacije). Konačno, moguće je da će u idućem razdoblju rast osobne potrošnje biti revidiran naniže, na što upućuje ocjena da je godišnji rast trgovine na malo vjerojatno bio povezan s povoljnim ostvarenjima u turizmu (vidi Okvir 2. Raste li zaista osobna potrošnja?).

Investicijska aktivnost u trećem tromjesečju 2022. bila je za 1,9% viša u odnosu na ostvarenje iz prethodna tri mjeseca, kada je ostvaren pad od 0,5%. Tromjesečni rast bruto investicija u fiksni kapital rezultirao je godišnjom stopom rasta od 8,0%, nakon 3,9% iz prethodnog tromjesečja. Na rast investicijske aktivnosti također upućuje rast uvoza kapitalnih proizvoda i rast građevinske aktivnosti. Pritom je u razdoblju od srpnja do rujna na tromjesečnoj razini porastao obujam radova na zgradama, dok se obujam radova na ostalim građevinskim objektima smanjio. Opisana kretanja navode na zaključak o slabljenju investicijske aktivnosti opće države, uz istodobni rast investicija u privatnom sektoru.

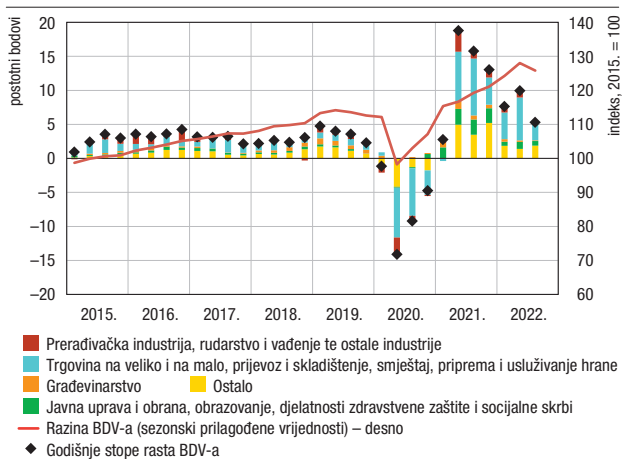
Državna potrošnja u trećem je tromjesečju 2022. bila za 3,6% manja u odnosu na prethodno tromjesečje, nakon tromjesečnog rasta od 0,8% u prethodna tri mjeseca. Unatoč tromjesečnom padu, u razdoblju od srpnja do rujna ove godine potrošnja države bila je za 1,3% veća nego u istom razdoblju lani.

Rast uvoza robe i usluga snažno se ubrzao u trećem tromjesečju 2022., na 8,4% u odnosu na prethodno tromjesečje, s 1,8% iz prethodna tri mjeseca. Snažan rast uvoza posljedica je jačanja domaće potražnje, kao i rasta izvoza robe i izvoza usluga u trećem tromjesečju. Promatrano na godišnjoj razini, ukupan uvoz u trećem tromjesečju porastao je za 30,5%, pri čemu je ostvaren rast i uvoza robe (33,4%) i usluga (15,3%). Godišnji rast ukupnog uvoza bio je nešto viši od rasta ukupnog izvoza, ali je, zbog visokog izvoza usluga u trećem tromjesečju, doprinos neto izvoza ukupnom gospodarskom rastu bio pozitivan (2,1 postotni bod).

Agregatna ponuda

Bruto dodana vrijednost u trećem je tromjesečju ove godine bila za 1,7% manja od ostvarenja iz prethodna tri mjeseca, kada je bilo zabilježeno povećanje od 3,0%. Spomenuti je pad ponajprije rezultat smanjenja BDV-a na tromjesečnoj razini u djelatnostima trgovine na veliko i na malo, prijevoza i skladištenja, smještaja, pripreme i usluživanja hrane, a BDV se smanjio i u prerađivačkoj industriji i u građevinarstvu.

Slika 3.11. Promjena BDV-a
doprinosi godišnjoj promjeni po sastavnicama



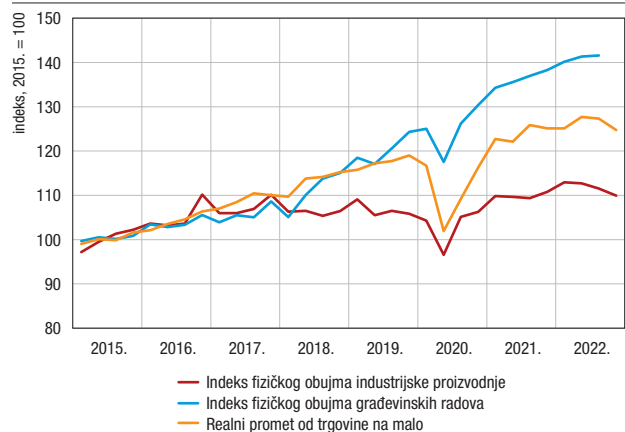
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Pad BDV-a na tromjesečnoj razini snažno je usporio njegov godišnji porast, u usporedbi s trećim tromjesečjem 2021., rast je iznosio 5,3% (godišnji rast u drugom tromjesečju iznosio je 10,0%). Rast BDV-a bio je široko rasprostranjen, a intenzitetom rasta i dalje se ističu djelatnosti trgovine na veliko i na malo, prijevoza i skladištenja, informacija i komunikacija te stručne znanstvene, tehničke, administrativne i pomoćne uslužne djelatnosti.

Model brze procjene BDP-a temeljen na mjesečnim podacima, dostupnima uglavnom za listopad, pokazuje da bi gospodarska aktivnost u četvrtom u odnosu na treće tromjesečje ove godine mogla stagnirati, što bi trebalo rezultirati daljnjim usporavanjem njegova rasta na godišnjoj razini.

Industrijska proizvodnja u listopadu tako je bila za 1,0% niža od prosječnog ostvarenja za treće tromjesečje, kada je bila zabilježena njezina stagnacija. Pritom se, promatrano prema glavnim industrijskim grupacijama, smanjila proizvodnja intermedijarnih proizvoda, trajnih i netrajnih proizvoda za široku potrošnju. Istodobno se i realni promet od trgovine na malo smanjio za 0,3% u odnosu na ostvarenje iz prethodna tri mjeseca. Podaci iz Ankete o pouzdanju potrošača pokazuju kako se indeks pouzdanja potrošača u studenome dodatno povećao u odnosu

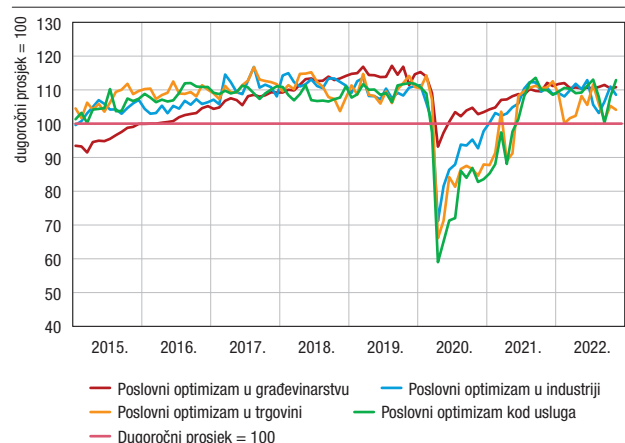
Slika 3.12. Kratkoročni pokazatelji gospodarske aktivnosti
sezonski prilagođene vrijednosti



Napomena: Tromjesečni podaci izračunati su kao prosjek mjesečnih podataka. Podaci za četvrto tromjesečje 2022. za industriju i trgovinu odnose se na listopad.

Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.13. Pokazatelji poslovnog optimizma
standardizirane desezonirane vrijednosti



Izvori: Ipsos; HNB (sezonska prilagodba HNB-a)

na listopad, što je poboljšanje očekivanja potrošača četvrti uzastopni mjesec. Time je optimizam kućanstava u listopadu i studenome bio na malo višoj razini od iznimno niskih ostvarenja u trećem tromjesečju. Kada je riječ o poslovnim očekivanjima, u listopadu i studenome porastao je optimizam u djelatnostima usluga i industriji, dok su se očekivanja u građevini i trgovini malo pogoršala.

Projecirana kretanja

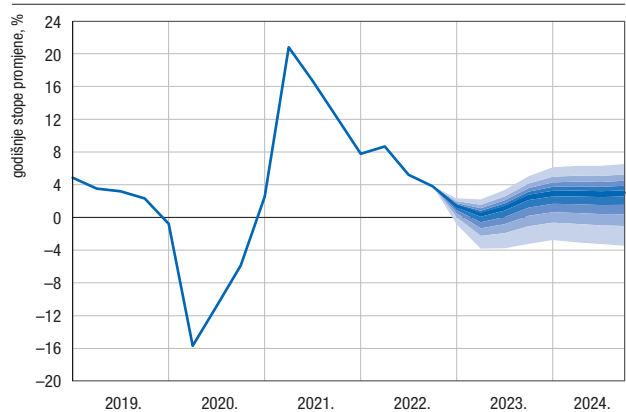
Očekivana stopa rasta BDP-a u 2022. iznosi 6,3%, nakon što je 2021. bio zabilježen iznimno visok rast od 13,1%. Usporavanje gospodarskog rasta u 2022. odražava sporiji rast svih sastavnica BDP-a, što se uvelike povezuje s iščekivanjem baznog učinka brzog oporavka od pandemijske recesije. U 2023. rast BDP-a mogao bi se snažno usporiti na 1,4%, što je posljedica globalnog usporavanja rasta i izrazito nepovoljnih kretanja u Europi.

Ukupan bi izvoz u 2022. mogao porasti za 25,4%, pri čemu se očekuje da će rast izvoza usluga biti znatno snažniji od rasta robnog izvoza, odražavajući nastavak povoljnih kretanja u turizmu.

Potrošnja kućanstava u 2022. mogla bi se povećati za 5,9% i dati najveći pozitivan doprinos ukupnom gospodarskom rastu od svih sastavnica domaće potražnje. Rast osobne potrošnje ponajviše odražava razmjerno dobra ostvarenja do rujna ove godine. Ukupna investicijska aktivnost mogla bi se dinamizirati, te bi njezin rast mogao iznositi 5,6%, potaknuta ponajprije rastom kapitalnih ulaganja u privatnom sektoru. Na investicijsku bi aktivnost mogla pozitivno utjecati i povoljna pozicija u ciklusu povlačenja sredstava fondova Europske unije kao i korištenje sredstava iz instrumenta oporavka Europske unije. Ocjenjuje se da će se u 2022. povećati i državna potrošnja, s rastom od 2,2%. Ostvarenja u prva tri tromjesečja ove godine i očekivanja glede nastavka rasta domaće i daljnjeg jačanja inozemne potražnje upućuju na to da bi se uvoz robe i usluga mogao snažno povećati za 26,1%. Tako bi doprinos neto inozemne potražnje ukupnom gospodarskom rastu mogao biti negativan (-0,7 postotnih bodova).

U 2023. gospodarski bi se rast mogao snažno usporiti na 1,4%. Niža stopa rasta gospodarske aktivnosti u 2023. u odnosu na prethodnu godinu posljedica je ponajprije negativnog utjecaja geopolitičke nestabilnosti uzrokovane ruskom invazijom na Ukrajinu na domaća i inozemna gospodarska kretanja. Tako bi se, u usporedbi s 2022. godinom, ukupan izvoz mogao smanjiti, a istodobno se očekuje da će se rast osobne potrošnje i investicija usporiti. Nastavak rasta svih sastavnica domaće potražnje mogao bi rezultirati vrlo blagim povećanjem uvoza robe i usluga. Očekuje se da će doprinos neto inozemne potražnje gospodarskom rastu do kraja projekcijskog horizonta biti približno neutralan.

Slika 3.14. Projekcija dinamike realnog BDP-a



Izvori: DZS; HNB

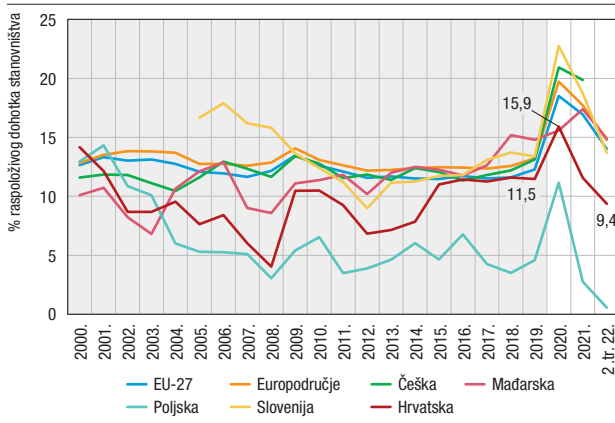
Središnje ocijenjene i projicirane veličine za 2022. i 2023. više su izložene negativnim nego pozitivnim rizicima. Produljena i dodatna eskalacija geopolitičke nestabilnosti imala bi kao posljedicu još nepovoljnije učinke na globalnu, a posebice europsku gospodarsku aktivnost, što bi negativno utjecalo i na domaće gospodarstvo. Mogući kanali utjecaja nepovoljnih globalnih kretanja na domaće gospodarstvo jesu daljnje slabljenje trgovine, rast cijena energenata i sirovina i dugotrajnija neizvjesnost. Veći rast inflacije, posebice cijena hrane i energenata, mogao bi dodatno umanjiti realne raspoložive dohotke te tako utjecati na inozemnu i domaću potražnju. Osim toga, postoje i rizici snažnijeg pooštavanja uvjeta financiranja. Dodatni je negativan rizik i još uvijek prisutna, iako manje vjerojatna, mogućnost ponovnog širenja pandemije i pojava novih sojeva virusa koji bi mogli uzrokovati ponovno uvođenje epidemioloških mjera. Spomenuti rizici i s njima povezana veća neizvjesnost mogli bi se nepovoljno odraziti na donošenje investicijskih odluka poslovnih subjekata u nadolazećem razdoblju. U projekcijskom razdoblju očekuje se zamjetno povlačenje sredstava koja Hrvatskoj stoje na raspolaganju iz fondova EU-a, što je pozitivan (snažnije korištenje od očekivanog), ali i negativan rizik (nedostatni apsorpcijski kapaciteti). Pozitivan rizik također proizlazi i iz potencijalnog smirivanja situacije u Ukrajini koje bi moglo ublažiti dio poremećaja u opskrbnim lancima. U slučaju da dođe do realizacije nepovoljnih rizika koji bi ograničili gospodarsku aktivnost, mogu se očekivati i nepovoljnija ostvarenja zaposlenosti i nezaposlenosti.

Okvir 1. Štednja kućanstava u uvjetima povišene inflacije

Rastuća inflacija može imati pozitivan, ali i negativan učinak na štednju, ovisno o prirodi njezina uzroka. U okviru se stoga propituje koji od ta dva učinka prevladava u pojedinim razdobljima i dohodovnim skupinama kućanstava. Rezultati provedene analize upućuju kako je veza između očekivane inflacije i štednje izraženo negativna u trenutačnim uvjetima kada prevladava troškovni šok, dok je u razdoblju dominacije šoka potražnje ta veza bila pozitivna. Pritom troškovni šok najviše pogađa stanovništvo iz najnižega dohodovnog razreda, koje recentno najviše smanjuje uštedevinu, ali koje istodobno vjerojatno ne utječe znatno na razinu ukupne štednje. Samim time, mogući ukupan učinak na potrošnju, kao i na povratne inflatorne pritiske, trebao bi biti ograničen.

Nakon što je postupno smanjivanje stope štednje s vrlo visoke razine dosegnute u pandemiji potaknulo i olakšalo gospodarski oporavak (Slika 1.), recentni troškovni udari i rast inflacije nepovoljno su se odrazili na gospodarsku aktivnost i stvorili neizvjesnost glede kretanja štednje. Naime, dodatno smanjenje štednje može ublažiti nepovoljne učinke na gospodarska kretanja. S druge strane, eventualna nastojanja da se štednja ojača u uvjetima povišene inflacije mogla bi dodatno produbiti recesijske pritiske. Naime, veza između inflacije i štednje nije jednoznačna, već ovisi o prirodi rasta cijena, koja uglavnom nije do kraja jasna, zbog čega katkad u ekonomskoj literaturi nije moguće jasno razlučiti taj utjecaj. Tako u uvjetima jačanja gospodarske aktivnosti

Slika 1. Stope štednje stanovništva



Napomena: Godišnje stope štednje stanovništva izračunate su na temelju godišnjih podataka o štednji u raspoloživom dohotku kućanstva koji uključuje i učinak promjena mirovinskih prava. Stopa štednje za Hrvatsku jest procjena.

Izvor: Eurostat, izračun i procjena HNB-a

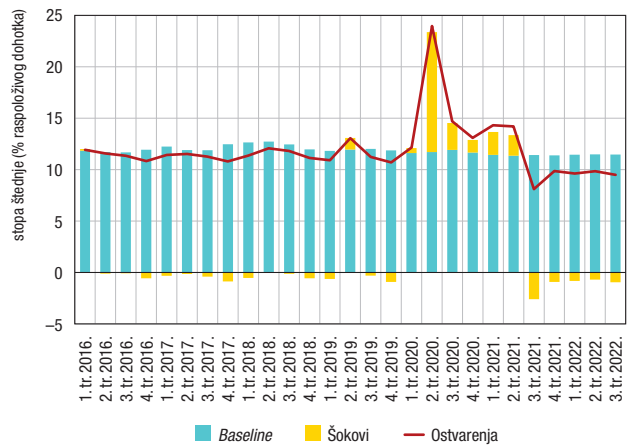
s višom razinom inflacije potaknute šokom potražnje (tzv. *demand-pull* inflacije) štednja često raste kao odraz povećanja realnog dohotka. No, u uvjetima usporavanja gospodarskog rasta popraćenog višom razinom inflacije uzrokovanom šokom ponude (tzv. *cost-push* inflacije), više cijene mogu smanjiti sklonost štednji zbog nastojanja da se očuva razina potrošnje.

Od početka 2020. godine nekoliko je činitelja djelovalo na kretanje stope štednje, a njihove je pojedinačne doprinose moguće modelski razdvojiti¹ (Slika 2.a). Prva odrednica štednje bila su epidemiološka ograničenja koja su smanjila kontaktnu potrošnju i time strelovito povećala "prisilnu" štednju u drugom tromjesečju 2020. godine (Slika 2.b). Popuštanjem mjera i povratkom pouzdanja potrošača oporavljaju se potrošnja i gospodarska aktivnost. Povećanje realnog dohotka dalo je pozitivan doprinos štednji. Djelovanje takvog "šoka potražnje" (tzv. *demand-pull* šok), koji istodobno povećava dohodak i osobnu potrošnju, ali i štednju, vidljivo je od drugog tromjesečja 2021., nakon čega postupno jača. U okolnostima snažne potražnje može se pojaviti *demand-pull* inflacija (Slika 2.c). Međutim, već je u trećem tromjesečju 2021. primjetljiv utjecaj troškovnog šoka (tzv. *cost-push*) potaknut rastom cijena energenata. U takvim okolnostima kućanstva pokušavaju očuvati razinu potrošnje privremenim smanjenjem štednje ispod uobičajene razine. Utjecaj rasta troškova kontinuirano je od polovine 2021. godine nadmašivao učinke ostalih činitelja i održavao stopu štednje ispod povijesnih normi.

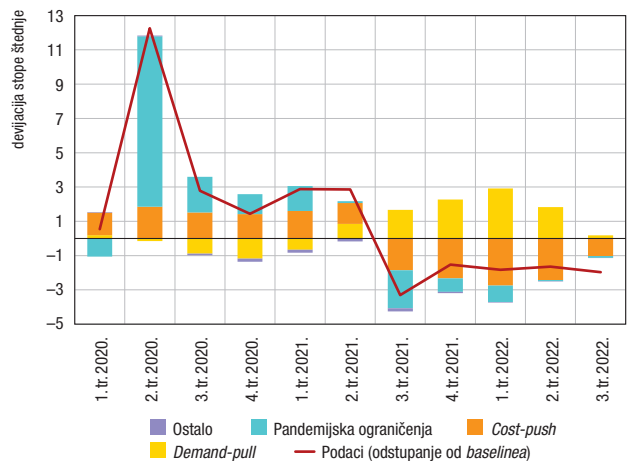
S obzirom na kretanje štednje i vrste šokova koji ga određuju, jasno se mogu razlučiti dva odvojena razdoblja. Tako je rast štednje između drugog tromjesečja 2020. i prvog tromjesečja 2021. ponajviše odraz pandemijskih ograničenja, odnosno restrikcija kontaktne potrošnje, a u manjoj mjeri i percipirane niže razine cijena koja je djelomice pretočena u dodatnu štednju (Slika 3.). Počevši od drugog tromjesečja 2021., troškovni šok i ukidanje epidemioloških ograničenja smanjuju stopu štednje. Pad štednje bio bi pritom i izraženiji da nije bio praćen jačanjem gospodarske aktivnosti.

Slika 2. Povijesna dekompozicija doprinosa šokova

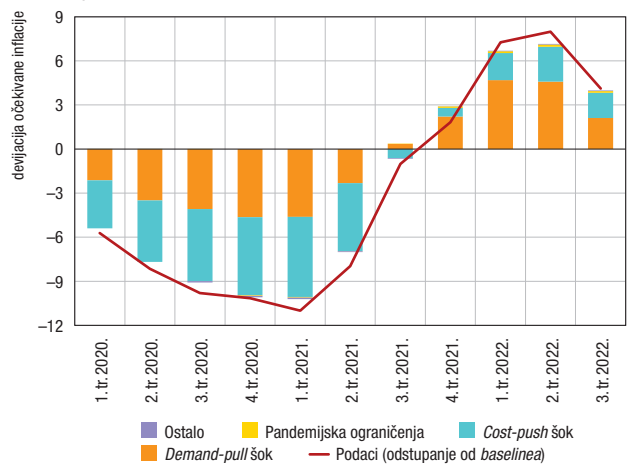
a) Ostvarena stopa štednje u odnosu na modelske šokove i baseline



b) Stopa štednje stanovništva (% raspoloživog dohotka)



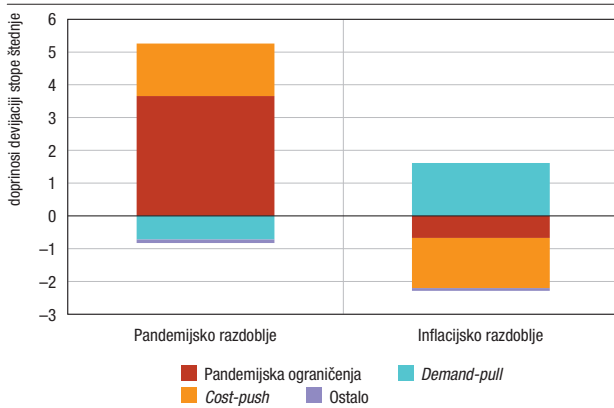
c) Očekivana inflacija



Izvor: Procjena HNB-a

¹ U identificiranju kanala djelovanja odnosno šokova primijenjen je model bajesovske strukturne vektorske autoregresije (BVAR) koji omogućuje obuhvat strukturnih šokova definiranih na temelju ekonomske teorije, a na temelju podataka o stopi štednje stanovništva (% raspoloživog dohotka), očekivanoj potrošnji i očekivanoj inflaciji (iz Ankete o pouzdanju poduzeća i potrošača, DG ECFIN) te Googleov indeks mobilnosti kao proxy kontaktne potrošnje. Model je definiran uporabom nultih restrikcija i restrikcija nulama, pri čemu pozitivan *demand-pull* šok dovodi do rasta očekivane potrošnje i očekivanih cijena, a pozitivan *cost-push* šok dovodi do rasta očekivane inflacije uz istodoban pad očekivane potrošnje. Šok pandemijskih ograničenja identificiran je istodobnim padom potrošnje i Googleova indeksa mobilnosti uz rast stope štednje. Pritom su postavljene nulte restrikcije djelovanja svih varijabla osim štednje u slučaju ostalih šokova. Googleov indeks mobilnosti izračunat je kao kompozitni indikator vaganog prosjeka indeksa kretanja za rekreaciju, radna mjesta i tranzitne stanice.

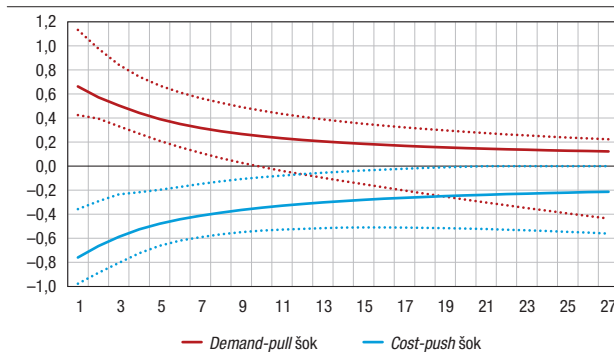
Slika 3. Doprinos šokova devijaciji stope štednje po razdobljima



Napomena: Pandemijsko razdoblje odnosi se na razdoblje od prvog tromjesečja 2020. do prvog tromjesečja 2021. godine. Inflacijsko razdoblje odnosi se na razdoblje od drugog tromjesečja 2021. do trećeg tromjesečja 2022. godine.

Izvor: Procjena HNB-a

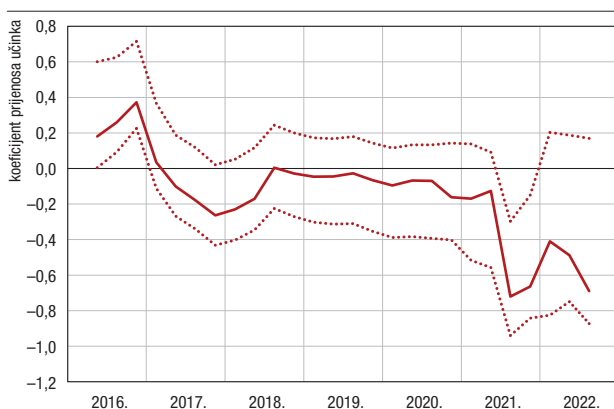
Slika 4. Omjer impulsnih odgovora očekivane inflacije na štednju (engl. *pass through*)



Napomena: Isprekidane linije odnose se na gornju i donju granicu pouzdanosti od 68%. Model uključuje i šok pandemijskih ograničenja i ostale šokove, no grafički su prikazani samo šokovi ponude i potražnje zbog njihova značajnog doprinosa i relevantnosti u objašnjavanju odnosa između očekivane inflacije i štednje. Omjeri impulsnih odgovora očekivane inflacije na štednju pod djelovanjem pandemijskog i ostalog šoka negativni su.

Izvor: Procjena HNB-a

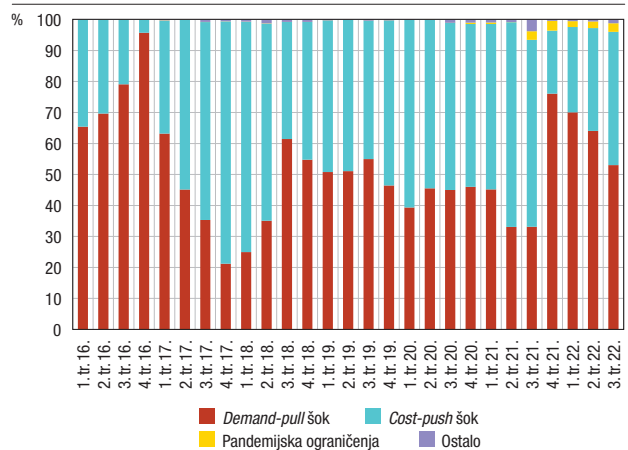
Slika 5. Koeficijent prijenosa učinka očekivane inflacije na štednju



Napomena: Isprekidane linije odnose se na gornju i donju granicu pouzdanosti od 68%.

Izvor: Procjena HNB-a

Slika 6. Relativna važnost pojedinog šoka tijekom vremena



Izvor: Procjena HNB-a

Prikazani rezultati pokazuju da smjer utjecaja očekivane inflacije na štednju ovisi o konkretnim okolnostima u kojima inflacija jača. Tako rast inflacije povezan sa snažnim gospodarskim rastom, odnosno tzv. *demand-pull* inflacije, povećava štednju, dok troškovna, odnosno *cost-push* inflacija, smanjuje štednju (Slika 4.).

Dodatni uvid u utjecaj očekivane inflacije na štednje pruža koeficijent njihova odnosa koji uključuje i vaganu relativnu važnost pojedinog šoka tijekom vremena (Slika 5.). Koeficijent sugerira izražen negativni učinak inflacije na štednju u razdobljima dominacije *cost-push* činitelja tijekom protekle dvije godine. Zbog snažnog utjecaja troškovnog šoka, izražena negativna korelacija između očekivane inflacije i štednje prisutna je u razdoblju blagog ubrzanja inflacije koje je nastupilo nakon razdoblja deflacije (2017. i 2018. godina) kao i u trenutnom razdoblju rastuće inflacije.

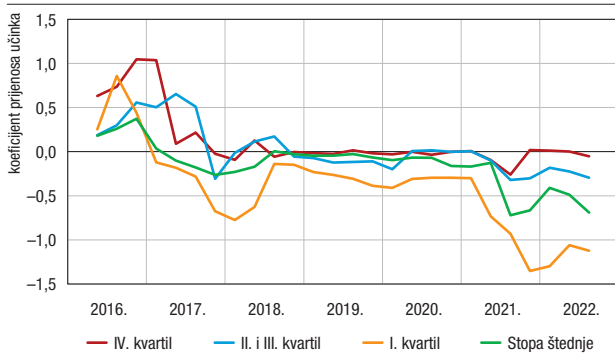
Utjecaj inflacije na štednju također se razlikuje i među kućanstvima, ovisno o njihovu dohodovnom statusu i potrošačkim navikama. Očekivani utjecaj inflacije na štednju može se analizirati po skupinama kućanstava na osnovi podataka iz Ankete o pouzdanju potrošača.² Ta anketa, između ostaloga, sadržava informaciju o očekivanom kretanju štednje po dohodovnim razredima.³ Tako su kućanstva iz najnižega dohodovnog razreda (I. kvartil) najviše smanjila očekivanu štednju kako bi pokušala očuvati potrošnju u uvjetima rastućih troškova. Istodobno, koeficijent prijenosa inflacije na očekivanu štednju sugerira kako kućanstva s najvišim dohodcima (IV. kvartil) ne očekuju znatnije smanjenje štednje, unatoč rastućim cijenama (Slika 7.). Budući da glavnu štednje generiraju kućanstva iz viših dohodovnih razreda, takav je nalaz zapravo u skladu s agregatnim rezultatima koji pokazuju razmjerno umjeren utjecaj inflacije na razinu ukupne štednje.

Proteklih je godina stopa štednje znatno oscilirala, najprije pod utjecajem epidemioloških ograničenja, a potom i ubrzanja inflacije. Nakon što je izbijanje pandemije djelovalo na "prisilan" rast štednje u uvjetima nemogućnosti trošenja kontaktnih usluga,

² *Business and Consumers Survey (BCS)*, DG ECFIN

³ Pritom je učinjena analiza na temelju podataka iz Ankete o pouzdanju potrošača o usporedbi očekivane štednje (u agregatu) s ostvarenom stopom štednje. S obzirom na to da dinamika promjene bilance odgovora iz Ankete vrlo dobro prati ostvarenu stopu štednje, rezultati analize provedene na temelju očekivane štednje mogu se povezati i s rezultatima modela u kojemu je korištena stopa štednje.

Slika 7. Koeficijent prijenosa učinka očekivane inflacije na očekivanu štednju po dohodovnim razredima



Napomena: Kvartili se odnose na kvartile dohotka. "Stopa štednje" odnosi se na ostvarenu stopu štednje, odnosno na koeficijent prikazan na slici koeficijenta prijenosa učinka očekivane inflacije na štednju (Slika 5.). Pri obuhvatu prikazanih koeficijenata primijenjen je model s istim specifikacijama i identifikacijama kao i u slučaju stope štednje, pri čemu je očekivana štednja pojedinoga kvartila zasebno ulazila u model umjesto stope štednje.

Izvor: Procjena HNB-a

u novijem su razdoblju prevladali inflatorni pritisci *cost-push* prirode inflacije na koje su kućanstva reagirala smanjenjem štednje u pokušaju da očuvaju dostignutu razinu potrošnje, i to ponajviše kućanstva iz nižih dohodovnih skupina. Taj učinak ublažava intenzitet djelovanja troškovnih poremećaja na gospodarsku aktivnost, ali može poduzećima olakšati prijenos rastućih troškova poslovanja na cijene finalnih dobara i usluga i time ojačati inflatorne pritiske. Ipak, taj učinak donekle ograničava činjenica da očekivanu štednju najviše smanjuju kućanstva s najnižim primanjima, što ne može znatno utjecati na ukupnu razinu potrošnje. Usto, s obzirom na to da se stopa štednje već smanjila ispod pretpandemijske razine, upitna je mogućnost dodatnog smanjenja štednje u svrhu očuvanja potrošnje i potrošačkih navika.

Okvir 2. Raste li zaista osobna potrošnja?

U proteklih godinu dana plaće postupno zaostaju za inflacijom, a pouzdanje potrošača palo je na razine koje su viđene jedino na vrhuncu pandemije. Istodobno su se promet u maloprodaji i osobna potrošnja snažno povećavali, usporedno s rekordnim turističkim ostvarenjima. U okviru se ispituje mogućnost da je maloprodaja porasla pod dominantnim utjecajem potražnje turista, što bi bilo u skladu i s kretanjem potrošnje turista. Rezultati provedene analize doista upućuju na to da je kompletan porast realnog prometa od trgovine na malo na godišnjoj razini posljedica dobrih turističkih ostvarenja, dok je domaća potrošnja u maloprodaji pala. To može značiti da je rast osobne potrošnje precijenjen, ali i da se potrošnja preusmjerila prema uslugama ili robi koje nisu obuhvaćene pokazateljima o kretanju maloprodaje.

U prvih devet mjeseci nastavio se snažan rast prometa u trgovini na malo i osobne potrošnje, započet još sredinom 2020. godine (Slika 1.). No, takav je rast bio popraćen padom realnih plaća i smanjenjem pouzdanja potrošača na iznimno niske

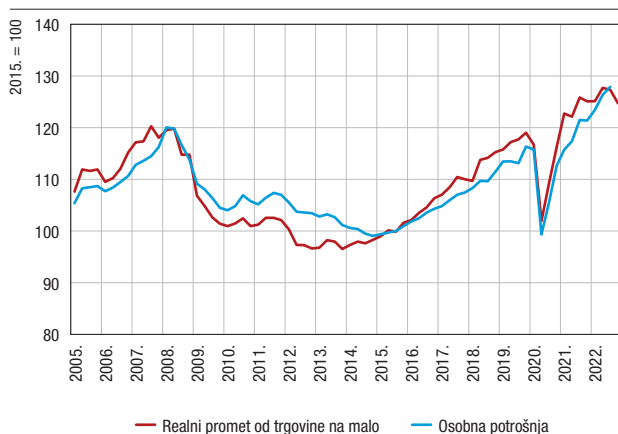
razine. Jedno od mogućih objašnjenja tog razilaženja osobne potrošnje i njezinih temeljnih odrednica jest iznimno dobra turistička sezona, odnosno mogućnost da je rast maloprodaje zapravo generirala potrošnja nerezidenata. Kako bi se ispitala ta hipoteza, ocijenit će se ekonometrijski model maloprodaje kojim će se pokušati razdvojiti doprinosi potražnje rezidenata i nerezidenata maloprodaje.

Trgovina na malo čini velik dio ukupne potrošnje kućanstava i visoko je korelirana s osobnom potrošnjom, iako ta korelacija nije savršena (Slika 1.). Pokazatelji prometa u maloprodaji dostupni su s razmjerno malim vremenskim odmakom i nisu podložni naknadnim revizijama pa se u različitim analizama vrlo često koriste za tekuću ocjenu kretanja osobne potrošnje kao važne komponente ukupnog BDP-a. Usto je maloprodaja očito i važan pokazatelj koji se koristi pri službenim izračunima osobne potrošnje.

Kretanja u maloprodaji pod izrazitim su utjecajem turističke sezone. Promet od maloprodaje u ljetnim je mjesecima za oko polovinu veći nego u zimskim. S druge strane, intenzitet sezonskih oscilacija osobne potrošnje mnogo je manji od oscilacija maloprodaje (Slika 2.), pa je sezonalnost prometa od trgovine na malo stoga znatno izraženija od sezonalnosti serije osobne potrošnje. Osim toga, razina osobne potrošnje uglavnom dostiže svoj vrhunac u četvrtom tromjesečju, što je posljedica povećanog trošenja uoči zimskih blagdana. Izdvajanje utjecaja turističke sezone na promet od trgovine na malo ipak nije jednostavan zadatak pa tako u ljetnim mjesecima može biti problem interpretirati kretanja prometa od trgovine na malo i povezati ih s domaćom potražnjom. Snažan rast maloprodaje u ljetnim mjesecima može signalizirati rast domaće potražnje, ali također može biti posljedica dobrih ostvarenja u turističkoj sezoni. Osim toga, snažan učinak pandemije koronavirusa na turističku aktivnost dodatno je poremetio dugoročne odnose između tih pokazatelja.

Kako bi se izdvojio utjecaj inozemne potražnje na promet od trgovine na malo, metodom najmanjih kvadrata (engl. *ordinary least squares*, OLS) ocijenjena je jednadžba u kojoj je zavisna varijabla godišnja realna stopa rasta prometa od trgovine na malo, dok se kao nezavisne varijable koriste pokazatelji domaće i inozemne potražnje. Kao varijabla koja predstavlja doprinos

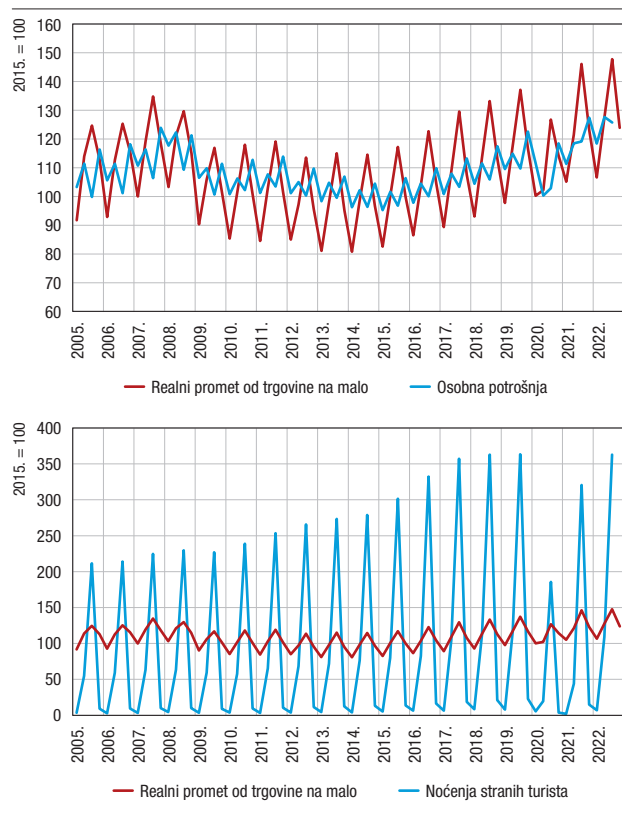
Slika 1. Osobna potrošnja i realni promet od trgovine na malo



Napomena: Prikazane su sezonski prilagođene vrijednosti.

Izvor: DZS

Slika 2.a i b. Odnos osobne potrošnje i realnog prometa od trgovine na malo (2.a) i noćenja stranih turista i realnog prometa od trgovine na malo (2.b)



Napomena: Prikazane su originalne (sezonski neprilagodene) vrijednosti.
Izvor: DZS

inozemne potražnje koristi se doprinos svakoga pojedinoga kalendarskog mjeseca godišnjoj stopi rasta turističkih noćenja, odnosno godišnja stopa rasta noćenja ponderirana udjelom svakoga pojedinog mjeseca u ukupnim noćenjima. Naime, korištenje samo godišnje stope rasta ostvarenog broja noćenja nije prikladno jer porast noćenja od jedan posto na godišnjoj razini u ljetnom mjesecu neće imati jednak učinak na kretanja u maloprodaji kao jednak porast u zimskim mjesecima. Kao dodatna

provjera stabilnosti (robustnosti) ocijenjene veze, u alternativnim je modelima umjesto doprinosa promjeni broja noćenja korištena apsolutna godišnja promjena broja ostvarenih noćenja. Kao ostale nezavisne varijable koje objašnjavaju promjenu realnog prometa od trgovine na malo korištene su varijable koje se obično smatraju glavnim odrednicama osobne potrošnje: godišnja stopa promjene zaposlenosti, realne neto plaće i standardizirane vrijednosti indeksa pouzdanja potrošača te godišnja promjena stope nezaposlenosti. Rezultati modela prikazani su u Tablici 1.

Koeficijent uz doprinos broja noćenja signifikantan je i pozitivan u svim modelima, i kreće se između 0,54 i 0,67. To upućuje na to da doprinos godišnjem rastu broja noćenja od 1 postotnog boda podiže promet od trgovine na malo za oko 0,6 postotnih bodova. Ocjena modela korištenjem podataka iz razdoblja prije pandemije ne mijenja ovaj odnos. Modeli koji primjenjuju apsolutnu promjenu broja noćenja (modeli 6 i 7) također upućuju na signifikantan i pozitivan utjecaj promjene broja noćenja na rast trgovine na malo, pri čemu rast broja noćenja za jedan milijun u odnosu na isti mjesec prethodne godine ima pozitivan utjecaj na promet od trgovine na malo za oko 1 postotni bod.

Izračun doprinosa domaćih i inozemnih činitelja na osnovi procijenjenih modela (Tablica 2.) pokazuje kako je utjecaj potražnje nerezidenata u razdoblju od lipnja do rujna ove godine kontinuirano nadmašivao rast maloprodaje, i to prema svim ocijenjenim modelima. To sugerira da je doprinos domaće potražnje maloprodaji bio negativan, odnosno da se domaća komponenta maloprodaje već u tim mjesecima smanjivala na godišnjoj razini.

Pod pretpostavkom da je broj ostvarenih stranih noćenja u listopadu tekuće godine na razini iz istog mjeseca 2019. godine (odnosno na tragu ostvarenja u proteklom dijelu 2022.), na što upućuju i podaci iz sustava eVisitor, negativan doprinos domaće komponente vjerojatno je dodatno produbljen u listopadu (Tablica 3.).

Kretanje realnog prometa od trgovine na malo sve do drugog tromjesečja 2022. može se vrlo dobro objasniti domaćim odrednicama osobne potrošnje. Nakon toga vidljivo je razilaženje domaće komponente maloprodaje i ukupne maloprodaje, pri čemu domaća komponenta u drugom tromjesečju 2022. bilježi vrlo nizak rast, a u trećem i pad na godišnjoj razini. To upućuje na to da je rast maloprodaje u trećem tromjesečju generirala isključivo turistička potrošnja (Slika 3.). Pritom kretanje osobne potrošnje iz nacionalnih računa bolje prati dinamiku ukupnoga realnog

Tablica 1. Rezultati OLS regresije

Varijable	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Noćenja (doprinos)	0,6114*** (0,1072)	0,5426*** (0,1017)	0,5611*** (0,1021)	0,6744** (0,1118)	0,5814*** (0,2319)		
Noćenja (broj)						0,0012*** (0,0002)	0,0010*** (0,0002)
Nezaposlenost	-1,0572*** (0,2081)	0,6044* (0,3249)		-0,0199 (0,0460)	-0,2728 (0,2216)	0,0407 (0,0504)	0,1223** (0,0484)
Zaposlenost		1,2506*** (0,2824)	0,8622*** (0,1918)	0,8359* (0,3318)	0,3265** (0,1846)	1,1160*** (0,3346)	1,4899***
Plaće	0,3379** (0,1499)	0,4113*** (0,1539)	0,3775** (0,1542)	0,5022*** (0,1661)	0,5961*** (0,1170)	0,5626*** (0,1710)	0,4081** (0,1588)
Pouzdanje	0,2801*** (0,0424)	0,2596*** (0,0467)	0,2292*** (0,0441)	0,0954*** (0,0338)	0,0954 (0,0338)		0,2570*** (0,0476)
Const.	-0,5414 (0,3508)	0,6966** (0,3860)	0,4488 (0,3654)	0,5647 (0,4309)	0,0299 (0,2768)	0,9223** (0,4319)	0,9956** (0,3948)
Razdoblje	SVE	SVE	SVE	SVE	DO PANDEMIJE	SVE	SVE
Obs	193	147	147	147	120	147	147
R-kvadrat	0,57018	0,590249	0,609185	0,535433	0,665968	0,527028	0,607974

Napomena: *** – $P \leq 0,01$, ** – $P \leq 0,05$, * – $P \leq 0,10$

Izvor: Izračun HNB-a

Tablica 2. Ocjena doprinosa domaće potražnje

Model	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Koeficijent	0,611	0,543	0,561	0,674	0,581	0,001	0,001
Trgovina na malo (lipanj, YoY)	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Trgovina na malo (srpanj, YoY)	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Trgovina na malo (kolovoz, YoY)	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Trgovina na malo (rujan, YoY)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Doprinos turizma (lipanj)	6,3	5,6	5,8	6,9	6,0	7,6	6,6
Doprinos turizma (srpanj)	4,3	3,9	4,0	4,8	4,1	5,2	4,5
Doprinos turizma (kolovoz)	1,5	1,4	1,4	1,7	1,5	1,9	1,6
Doprinos turizma (rujan)	0,9	0,8	0,8	1,0	0,9	1,1	0,9
Gap (lipanj)	-2,5	-1,8	-2,0	-3,1	-2,2	-3,8	-2,8
Gap (srpanj)	-1,7	-1,3	-1,4	-2,2	-1,5	-2,6	-1,9
Gap (kolovoz)	-1,1	-0,9	-1,0	-1,3	-1,0	-1,4	-1,2
Gap (rujan)	-0,6	-0,5	-0,5	-0,7	-0,5	-0,7	-0,6

Izvor: Izračun HNB-a

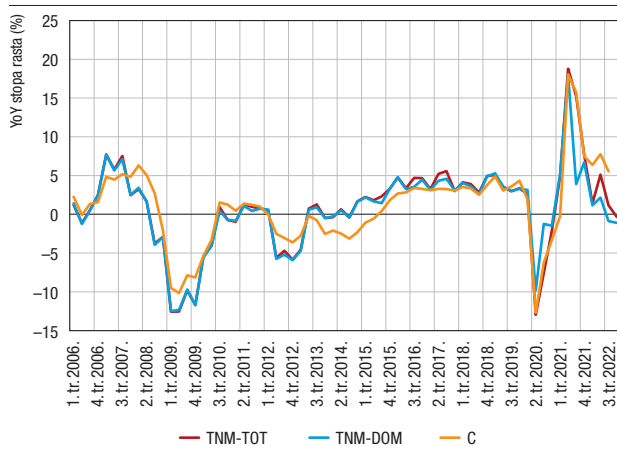
Tablica 3. Domaći i strani doprinos godišnjoj promjeni prometa od trgovine na malo

Mjesec	Broj noćenja stranih turista	Broj noćenja (YoY)	Broj noćenja (doprinos, YoY)	Trgovina na malo (YoY)	Strana komponenta (doprinos)	Rezidual (doprinos domaće potražnje)
1.21.	76	-76,5	-0,7	-1,1	-0,4	-0,7
2.21.	79	-80,1	-0,9	-0,9	-0,5	-0,4
3.21.	175	-4,5	0,0	16,6	0,0	16,6
4.21.	396	1.421,8	1,0	32,6	0,6	32,1
5.21.	1.194	1.079,7	3,1	16,6	1,7	15,0
6.21.	5.663	80,8	7,2	10,9	3,9	7,0
7.21.	19.225	44,1	16,6	12,8	9,0	3,8
8.21.	23.962	65,0	26,7	18,5	14,5	4,0
9.21.	9.605	253,5	19,5	14,5	10,6	3,9
10.21.	1.810	344,9	4,0	8,4	2,2	6,2
11.21.	337	130,8	0,5	5,9	0,3	5,6
12.21.	327	297,6	0,7	8,6	0,4	8,2
1.22.	260	243,9	0,3	2,0	0,2	1,8
2.22.	334	323,7	0,4	0,3	0,2	0,1
3.22.	558	218,2	0,6	1,8	0,3	1,5
4.22.	2.097	430,0	2,7	7,5	1,5	6,1
5.22.	3.701	210,1	4,0	4,3	2,2	2,2
6.22.	12.166	114,8	10,3	3,8	5,6	-1,8
7.22.	23.686	23,2	7,1	2,6	3,9	-1,3
8.22.	25.530	6,5	2,5	0,4	1,4	-0,9
9.22.	10.531	9,6	1,5	0,3	0,8	-0,5
10.22.	2.694	48,8	1,4	-0,3	0,8	-1,1

Napomena: Prikazana je ocjena rezultata za model 3.

Izvor: Izrada autora

Slika 3. Godišnje stope rasta osobne potrošnje (C), ukupnoga realnog prometa od trgovine na malo (TNM-TOT) i serije maloprodaje s isključenom potrošnjom inozemnih turista (TNM-DOM)



Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2022. odnose se na listopad.

Izvor: DZS, izračun HNB-a

prometa od trgovine na malo nego procijenjenu domaću komponentu realnog prometa od trgovine na malo. To može upućivati na mogućnost da se potrošnja kućanstava u 2022. preusmjerila na usluge i druge komponente izvan maloprodaje, ali i da je povećana potrošnja nerezidenata pogrešno protumačena i da je uzrokovala precjenjivanje osobne potrošnje.

4. Tržište rada

Zaposlenost i nezaposlenost

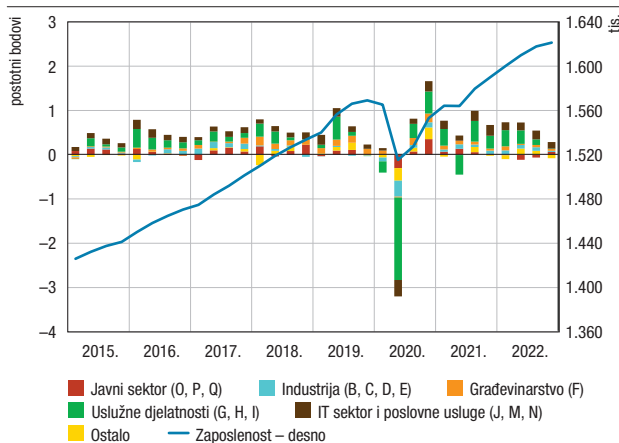
Tržište rada dosad se pokazalo otpornim na recentna nepovoljna kretanja u gospodarstvu, iako je vidljivo vrlo postupno slabljenje povoljnih trendova. Tako je u trećem tromjesečju ukupna zaposlenost porasla za 0,5% u odnosu na prethodna tri mjeseca, kada je rast zaposlenosti bio tek nešto viši i iznosio 0,6%. Najznačajniji doprinos ukupnom rastu zaposlenosti dalo je zapošljavanje u IT sektoru i u uslužnim djelatnostima povezanim s turizmom, a istodobno se broj zaposlenih u javnom sektoru smanjio (Slika 4.1.). Promatrano na godišnjoj razini, broj zaposlenih u trećem je tromjesečju bio za 2,4% veći nego u istom razdoblju 2021. godine. Dostupni podaci za listopad upućuju na daljnje usporavanje rasta zaposlenosti, pri čemu najveće zapošljavanje na tromjesečnoj razini i dalje bilježi IT sektor. Stopa slobodnih radnih mjesta u listopadu ostala je gotovo nepromijenjena na povišenoj razini od 1,28%.

Rast zapošljavanja odrazio se na nastavak smanjivanja stope

nezaposlenosti. Tako je administrativna stopa nezaposlenosti u trećem tromjesečju snižena na 6,8% radne snage, sa 6,9% iz prethodna tri mjeseca. Izostanak snažnijeg pada stope nezaposlenosti, unatoč rastu zaposlenosti, može se uglavnom objasniti zapošljavanjem radnika iz trećih zemalja (izvan Europske unije) i umirovljenih osoba na nepuno radno vrijeme. Podaci za listopad upućuju na nastavak smanjenja stope nezaposlenosti na 6,6%, dok je broj nezaposlenih iznosio 112 tisuća, u odnosu na 123 tisuće iz istog mjeseca prethodne godine (Slika 4.2.). Međunarodno usporediva (anketna) stopa nezaposlenosti dostupna je za drugo tromjesečje 2022., u kojemu je porasla na 7,6% radne snage (sezonski prilagođeno), zadržavši se ipak na nižoj razini u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, kada je iznosila 8,4% (Slika 4.3.).

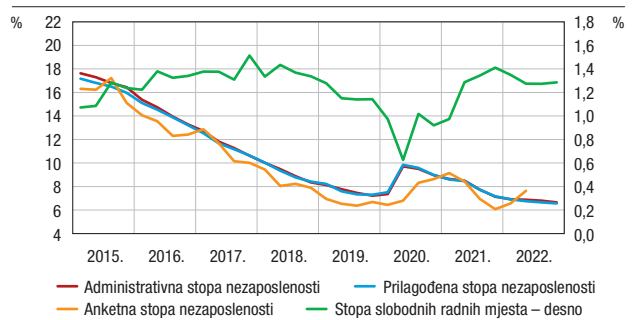
Stopa zaposlenosti u razdoblju od travnja do lipnja iznosila je 48,5%, te se tako nalazila iznad razine iz istog razdoblja prethodne godine. Tako se nastavio dugoročni trend rasta stope

Slika 4.1. Zaposlenost
razine



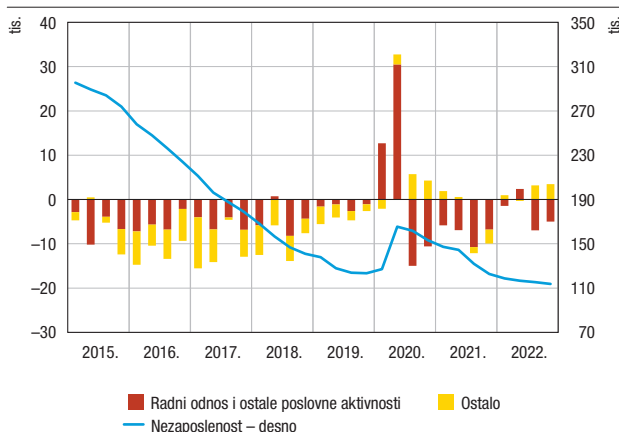
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2022. odnose se na listopad.
Izvor: HZMO

Slika 4.3. Stope nezaposlenosti i slobodnih radnih mjesta
sezonski prilagođeni podaci



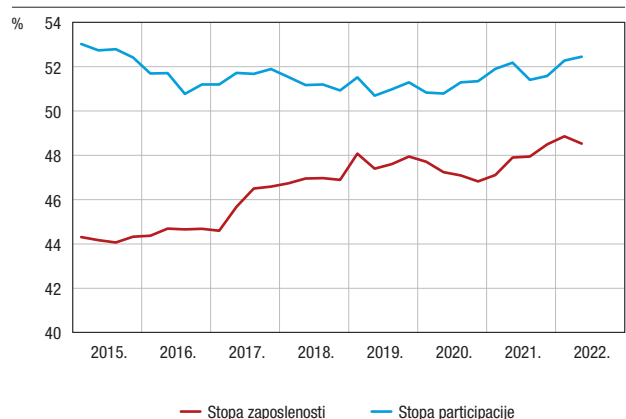
Napomena: Pri izračunu administrativne stope nezaposlenosti od siječnja 2015. koriste se podaci o zaposlenosti prikupljeni iz obrasca JOPPD. Prilagođena stopa nezaposlenosti procjena je HNB-a i računa se kao udio broja administrativno nezaposlenih u aktivnom stanovništvu (nezaposlene osobe i osiguranici HZMO-a). Stopa slobodnih radnih mjesta računa se kao udio slobodnih radnih mjesta u ukupnoj potražnji za radom (zbroj osiguranika HZMO-a i slobodnih radnih mjesta). Podaci za administrativnu i prilagođenu stopu nezaposlenosti za četvrto tromjesečje odnose se na listopad.
Izvori: DZS; HZZ; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 4.2. Ukupna nezaposlenost i neto priljevi u nezaposlenost
sezonski prilagođeni podaci



Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2022. odnose se na listopad.
Izvor: HZZ

Slika 4.4. Anкета o radnoj snazi
sezonski prilagođene serije



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

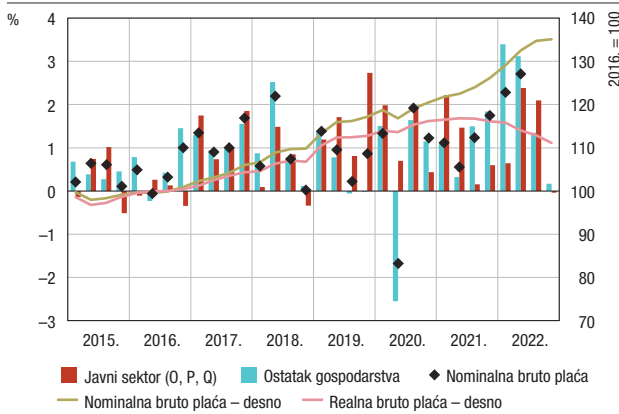
zaposlenosti. Stopa participacije također je porasla na godišnjoj razini, na 52,4% (Slika 4.4.).

Plaće i jedinični trošak rada

U trećem tromjesečju 2022. rast nominalnih bruto plaća usporio se na 1,7% u odnosu na prethodno tromjesečje, kada je rast iznosio 2,7%. Pritom je i u drugom i u trećem tromjesečju rast nominalnih bruto plaća u privatnom sektoru na godišnjoj razini iznosio više od 10%, dok su plaće u javnom sektoru rasle znatno sporije. Međutim, unatoč relativno visokim stopama rasta nominalnih plaća, te stope još od druge polovine prošle godine zaostaju za porastom opće razine cijena pa su realne plaće nastavile padati na tromjesečnoj razini (za 1,1% u trećem tromjesečju). Podaci za listopad pokazuju da se pad realnih neto plaća nastavio i u četvrtom tromjesečju ove godine (Slika 4.5.).

Iako su zaostajale za rastom cijena, plaće su rasle brže od proizvodnosti rada pa se u drugom tromjesečju 2022. godine povećao nominalni jedinični trošak rada (Slika 4.6.).

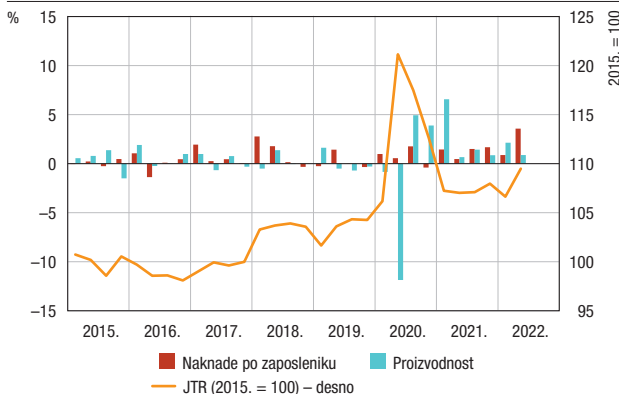
Slika 4.5. Prosječna nominalna bruto plaća
sezonski prilagođeni podaci, tromjesečna stopa promjene, razine



Napomena: Podaci o prosječnoj nominalnoj bruto plaći po djelatnostima odnose se na podatke prikupljene iz obrasca RAD-1, a od siječnja 2016. na podatke prikupljene iz obrasca JOPPD. Podaci za četvrto tromjesečje 2021. odnose se na listopad.

Izvor: DZS (izračun i sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 4.6. Naknade po zaposleniku, proizvodnost i jedinični trošak rada
sezonski prilagođeni podaci, tromjesečne stope promjene i razine (2015. = 100)



Napomena: U izračunu jediničnog troška rada isplaćene naknade zaposlenicima i realni BDP preuzeti su iz nacionalnih računa, dok su podaci o broju zaposlenika (zaposlenici u pravnim i fizičkim osobama koji su primili isplaćene naknade) i ukupne zaposlenosti preuzeti iz podataka HZMO-a.

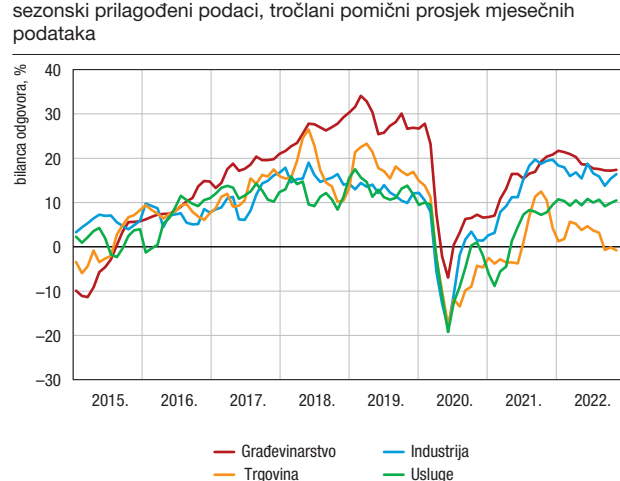
Izvori: HZMO; Eurostat (sezonska prilagodba HNB-a)

Projicirana kretanja

Nakon rasta zaposlenosti od 2,2% u 2021., očekuje se da bi se u 2022. broj zaposlenih na razini cijele godine mogao povećati za 2,5%. Pritom bi rastu zaposlenosti snažnije moglo pridonijeti zapošljavanje u privatnom sektoru nego u javnom, a zamjetan dio novozaposlenih mogao bi se odnositi na radnike iz trećih zemalja. Istodobno, očekuje se smanjenje broja nezaposlenih te bi se tako anketna stopa nezaposlenosti u 2022. mogla sniziti na 6,9% radne snage, sa 7,6% iz 2021.

Prosječna nominalna bruto plaća u 2022. mogla bi se povećati za 8,7%, pri čemu bi rast plaća u privatnom sektoru mogao biti nešto viši nego u javnom sektoru. Tako je vidljiv utjecaj jačanja inflatornih pritisaka na nominalne plaće u okružju snažne potražnje za radnicima i nedostatka kvalificirane radne snage, koji jačaju pregovaračku moć radnika. Kada je riječ o javnom sektoru, zasad je dogovoreno da će se osnovice plaća javnih i državnih službenika povećati za šest posto od 1. listopada 2022. i dva posto od 1. travnja 2023. godine. Unatoč relativno snažnom očekivanom rastu prosječne nominalne bruto plaće, njezina realna vrijednost mogla bi se smanjiti za 1,7% u odnosu na 2021.,

Slika 4.7. Očekivanje zaposlenosti po sektorima (u sljedeća tri mjeseca)
sezonski prilagođeni podaci, tročlani pomični prosjek mjesečnih podataka



Izvor: Ipsos (sezonska prilagodba HNB-a)

Tablica 4.1. Ocjene i projekcije pokazatelja tržišta rada za 2021. i 2022. godinu

godišnje stope promjene (%)

	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.
Broj zaposlenih – HZMO	2,3	2,3	-1,2	2,2	2,5	0,4
Broj zaposlenih – nacionalni računi	2,6	3,1	-1,2	1,2	2,5	0,4
Stopa participacije (anketna)	51,2	51,2	51,0	51,8	52,9	53,4
Stopa nezaposlenosti (anketna)	8,4	6,6	7,5	7,6	6,9	6,8
Prosječna nominalna bruto plaća	4,9	3,8	2,5	4,1	8,7	7,9
Jedinični trošak rada	3,7	0,0	10,4	-5,5	4,0	6,9
Proizvodnost	0,2	0,3	-7,5	11,7	3,7	0,9

Napomena: Godišnje stope promjene broja zaposlenih odnose se na podatke osiguranika HZMO-a, prosječne bruto plaće do 2016. odnose se na podatke prikupljene iz obrasca JOPPD, a jediničnog troška rada i proizvodnosti na podatke iz nacionalnih računa. Pri ocjeni i projekciji jediničnog troška rada (i proizvodnosti rada) pretpostavljeno je da će rast zaposlenika i ukupne zaposlenosti iz nacionalnih računa biti jednak očekivanom rastu osiguranika HZMO-a. Prosječne bruto nominalne plaće prikazane su prema obračunskom načelu.

Izvori: DZS; Eurostat; HZMO; projekcija HNB-a

zbog istodobnoga snažnijeg očekivanog povećanja potrošačkih cijena.

U 2023. očekuje se prelijevanje znatnog usporavanja gospodarske aktivnosti na tržištu rada. Tako bi se ukupna zaposlenost mogla povećati za 0,4%, dok bi se anketna stopa nezaposlenosti

mogla spustiti na 6,8% radne snage. Istodobno se očekuje usporavanje rasta prosječne nominalne bruto plaće, na 7,9%, ali smirivanjem inflatornih pritisaka realna plaća mogla bi blago porasti (za 0,5%).

5. Inflacija

Tijekom prvih deset mjeseci 2022. inflacija potrošačkih cijena (IPC) gotovo se bez iznimke iz mjeseca u mjesec ubrzavala, premda se intenzitet tog ubrzavanja smanjivao u drugom polugodištu, te je u listopadu inflacija dosegla razinu od 13,2% (s 5,5% ostvarenih krajem 2021.). Spomenuta kretanja ponajviše su bila rezultat prelijevanja visokih cijena energenata te prehrambenih i industrijskih sirovina na svjetskom tržištu na domaće proizvođačke i potrošačke cijene. Iako su primjetno oslabjeli prema kraju promatranog razdoblja, na rast cijena djelovali su i pritisci proizišli iz zastoja u globalnim lancima nabave. Sve to djelovalo je na rast indeksa rasprostranjenosti inflacije, odnosno udjela proizvoda čije su cijene rasle u ukupnom broju proizvoda, a koji je sredinom godine bio na najvišim razinama u proteklih 30 godina (Slika 5.1.). Ipak, u drugoj je polovini godine zabilježen pad indeksa rasprostranjenosti inflacije. Na to su djelovala ograničenja razine cijena dijela energenata i osnovnih prehrambenih proizvoda koja su ublažila intenzitet rasta inflacije. Usto, u drugoj je polovini godine došlo do popuštanja tekućih inflatornih pritisaka kao i statističkog učinka baznog razdoblja povezanog sa znatnim ubrzanjem inflacije tijekom druge polovine 2021., što upućuje na naznake postupne stabilizacije stope inflacije.

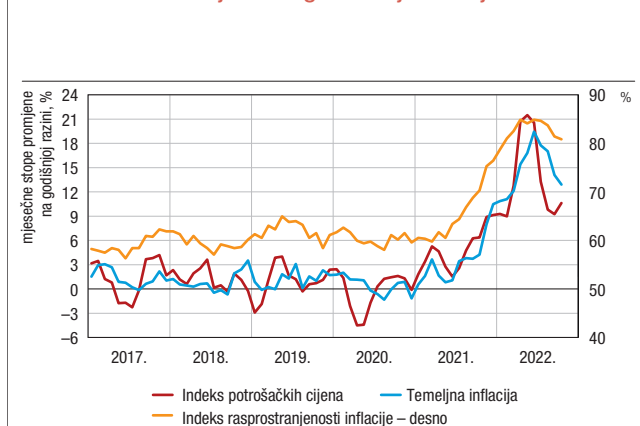
Ubrzavanju godišnje inflacije u posljednja su četiri mjeseca najviše pridonijele cijene hrane i usluga (Slika 5.2.). Tako se godišnja stopa rasta cijena hrane (uključujući alkohol i duhan) povećala s 14,3% u lipnju na 17,2% u listopadu, što je uglavnom bilo rezultat prelijevanja spomenutih uvezenih troškovnih pritisaka. Pritom se posebno izdvaja rast doprinosa cijena mesnih prerađevina, sira i jaja, povrća, kruha i cigareta. Ubrzavanje rasta cijena hrane bilo bi i izraženije da jesenskim paketom mjera nisu ograničene cijene devet osnovnih prehrambenih

proizvoda.⁴ Nadalje, godišnja stopa rasta cijena usluga ubrzala se s 5,3% u lipnju na 7,2% u listopadu. Tome je pridonio velik broj potkomponenata, a ponajviše ugostiteljske usluge, čemu je znatno pridonio nastavak oporavka hrvatskog turizma.⁵ Naime, na rast cijena u restoranima i kafićima djelovao je porast ulaznih troškova (cijena hrane i pića te energenata) kao i inflatorni pritisci proizišli iz rasta plaća (u uvjetima kada je u ugostiteljstvu prisutan nedostatak kvalificirane radne snage) i povećane potražnje za tim uslugama nakon ukidanja epidemioloških mjera. Pod utjecajem još uvijek prisutnih zastoja u dobavnim lancima i prelijevanja ranijeg porasta cijena energije i industrijskih sirovina, godišnji rast potrošačkih cijena industrijskih proizvoda relativno se blago ubrzao (s 9,6% u lipnju na 10,1% u listopadu). Pritom se intenzitetom porasta izdvajaju cijene proizvoda za održavanje kućanstva i proizvoda za osobnu higijenu.

Temeljna inflacija (koja ne uključuje cijene poljoprivrednih proizvoda i energije ni cijene proizvoda koje se administrativno reguliraju) znatno se ubrzala, s 11,3% u lipnju na 14,2% u listopadu (Tablica 5.1.). To je bilo rezultat spomenutog povećanja doprinosa prerađenih prehrambenih proizvoda, usluga čije se cijene formiraju na tržišnoj osnovi, poglavito ugostiteljskih usluga i usluga smještaja, te industrijskih proizvoda.

Nasuprot tome, smanjila se godišnja stopa rasta cijena energije, s 22,2% u lipnju na 19,9% u listopadu, ponajviše zbog usporavanja godišnje stope rasta cijena naftnih derivata, čemu su pridonijeli primjetno pojeftinjenje sirove nafte na svjetskom

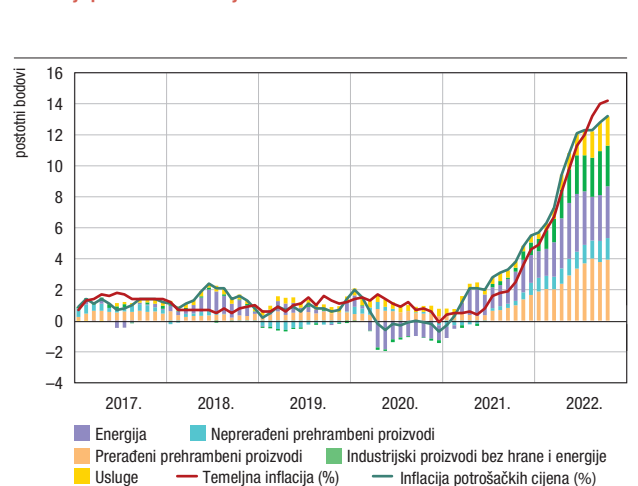
Slika 5.1. Pokazatelji tekućega kretanja inflacije



Napomena: Mjesečna stopa promjene izračunata je iz tromjesečnoga pomičnog prosjeka sezonski prilagođenih indeksa potrošačkih cijena. Indeks rasprostranjenosti inflacije prikazan je šestomjesečnim pomičnim prosjekom. Indeks rasprostranjenosti inflacije pokazuje udio broja proizvoda čije su cijene rasle u određenom mjesecu u ukupnom broju proizvoda, a zasniva se na mjesečnim stopama promjene izvedenima iz sezonski prilagođenih komponenata harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena.

Izvori: DZS; izračun HNB-a

Slika 5.2. Godišnja stopa inflacije i doprinosi komponenata inflaciji potrošačkih cijena



Napomena: Temeljna inflacija ne uključuje cijene poljoprivrednih proizvoda i energije ni cijene proizvoda koje se administrativno reguliraju.

Izvori: DZS; izračun HNB-a

- Suncokretovo ulje, trajno mlijeko, brašno, šećer, cijelo pile i određene vrste svinjetine
- Usto, ubrzanju godišnjeg rasta cijena usluga pridonijeli su i popravak i održavanje osobnih prijevoznih sredstava, odvoz smeća, osiguranje i osobna njega.

Tablica 5.1. Cjenovni pokazatelji

godišnje stope promjene

	12. 2021.	3. 2022.	6. 2021.	9. 2022.	10. 2022.
Indeks potrošačkih cijena i njegove komponente					
Ukupni indeks	5,5	7,3	12,1	12,8	13,2
Energija	11,0	13,3	22,2	17,7	19,9
Nepretrađeni prehrambeni proizvodi	9,0	9,5	12,9	16,0	16,4
Prerađeni prehrambeni proizvodi	7,0	9,0	14,9	16,8	17,5
Industrijski proizvodi bez hrane i energije	3,1	5,8	9,6	10,9	10,1
Usluge	1,7	2,6	5,3	6,9	7,2
Ostali cjenovni pokazatelji					
Temeljna inflacija	4,6	6,7	11,3	14,0	14,2
Indeks proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu	19,6	24,7	30,8	30,2	23,6
Indeks proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu (bez energije)	4,3	6,8	9,9	11,5	11,8
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena	5,2	7,3	12,1	12,6	12,7
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena po stalnim poreznim stopama	5,0	7,3	13,4	14,1	14,4

Napomena: Prerađeni prehrambeni proizvodi uključuju alkohol i duhan.

Izvori: DZS; Eurostat

tržištu i povoljni učinci baznog razdoblja. Tako je prosječna cijena barela sirove nafte tipa Brent (u američkim dolarima) u listopadu bila za 22% niža u odnosu na lipanj, a na pad cijena djelovale su vijesti o usporavanju gospodarske aktivnosti na globalnoj razini. Cijene energenata koje se administrativno reguliraju (električna energija⁶, prirodni plin i toplinska energija) bile su tijekom posljednja četiri mjeseca relativno stabilne, dok su, za razliku od toga, cijene krutih goriva, koje se slobodno formiraju, znatno porasle.

Inflacija potrošačkih cijena mjerena HIPC-om ubrzala se i u europodručju, s 8,6% u lipnju na 10,6% u listopadu 2022. (Slika 5.3.). Najviše su tom porastu pridonijele cijene hrane, na koje se odnosi oko četvrtine ukupne inflacije. Ubrzavanje rasta cijena hrane posljedica je prelijevanja ranijeg rasta troškova proizvodnje kao i učinka suše tijekom ljetnih mjeseci. Osim cijena hrane, povećao se doprinos cijena industrijskih proizvoda (među ostalim, odjeće) i usluga, posebno usluga prijevoza pod

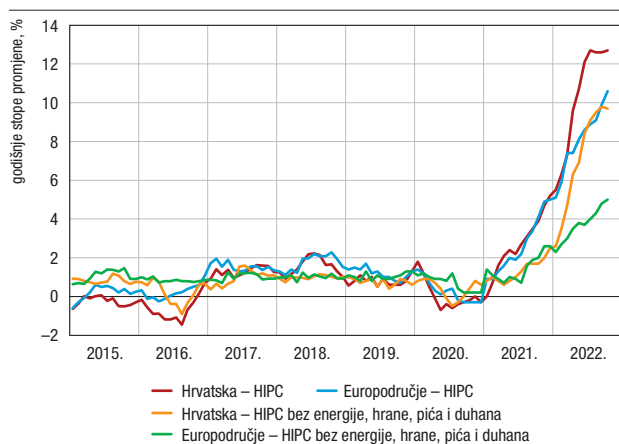
utjecajem specifičnih činitelja poput ukidanja subvencionirane karte za javni prijevoz u Njemačkoj. Nakon njihova povećanja u drugoj polovini godine, doprinosi cijena industrijskih proizvoda i usluga zajedno čine oko trećine ukupne inflacije u europodručju. Doprinos cijena energije u promatranom je razdoblju ostao gotovo nepromijenjen, s obzirom na to da je ubrzanje godišnjeg rasta cijena prirodnog plina i električne energije nadomješteno usporavanjem rasta cijena naftnih derivata. Unatoč tome, na cijene energije i dalje se odnosi najveći dio ukupne inflacije u europodručju.

Inflacija mjerena HIPC-om u Hrvatskoj se povećala s 12,1% u lipnju na 13,2% u listopadu, što je za 2,1 postotni bod više od stope inflacije u europodručju (više o tome vidi u Okviru 3. Zašto je inflacija u Hrvatskoj viša nego u europodručju?). Pritom se stopa temeljne inflacije (mjerene HIPC-om bez energije, hrane, alkohola i duhana) u listopadu ubrzala na 9,7% (s 8,4% u lipnju) i znatno je viša (za 4,7 postotnih bodova) nego u europodručju. Razlika stopa temeljne inflacije u Hrvatskoj u odnosu na europodručje proizlazi iz snažnijeg porasta obiju njezinih sastavnica (industrijskih proizvoda i usluga).

Inflacijska očekivanja

Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i menadžera poduzeća u sektoru industrije i usluga u Hrvatskoj u razdoblju od lipnja do listopada 2022. smanjila su se, ali još su uvijek na relativno visokoj razini (Slika 5.4.). Recentnom padu inflacijskih očekivanja potrošača vjerojatno su pridonijele ovogodišnje mjere Vlade RH kojima se nastojao prigušiti rast potrošačkih cijena energenata i osnovnih prehrambenih proizvoda. Nadalje, trend smanjenja inflacijskih očekivanja menadžera poduzeća u industriji vjerojatno se može povezati s očekivanjima smanjenja troškova u procesu proizvodnje, potaknutim između ostalog padom cijena prehrambenih i industrijskih sirovina na svjetskom tržištu u trećem tromjesečju 2022. te očekivanjem nastavkom tog trenda, na što upućuju kretanja na terminskim tržištima. Osim toga, smanjio se udio menadžera poduzeća koji ističu manjak materijala i opreme kao ograničujući činitelj za njihovo poslovanje (Slika 5.5.), što upućuje na slabljenje inflatornih pritisaka zbog zastoja u lancima nabave, a to je također moglo djelovati na smanjenje inflacijskih očekivanja. Dodatno, jesenske mjere Vlade RH kojima se nastojalo osigurati stabilne cijene električne i toplinske energije za poduzetnike također su mogle djelovati na smanjivanje inflacijskih očekivanja poduzeća.

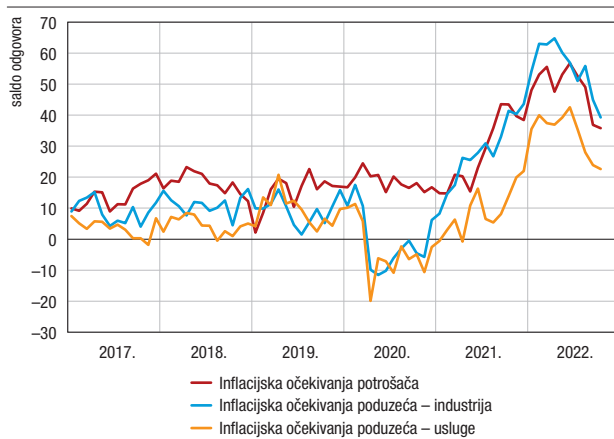
Slika 5.3. Pokazatelji kretanja cijena u Hrvatskoj i europodručju



Izvori: DZS; Eurostat

6 Cijene električne energije blago su porasle u listopadu zbog porasta cijena za segment kućanstava čija potrošnja prelazi prag do kojega je cijena fiksirana na nižoj razini.

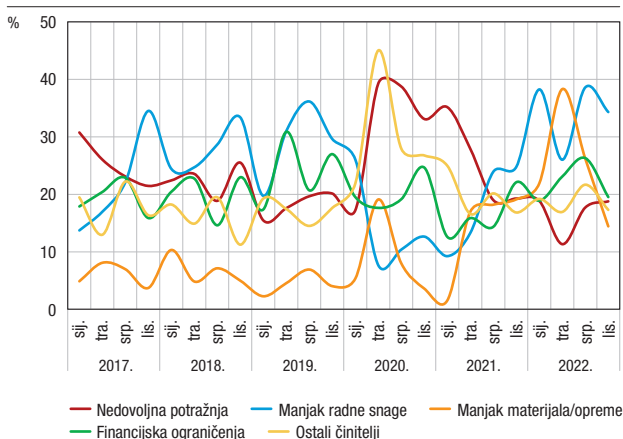
Slika 5.4. Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća



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

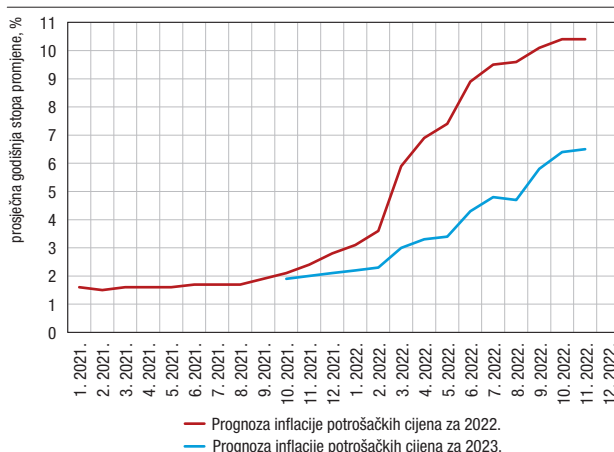
Izvor: Ipsos

Slika 5.5. Činitelji ograničavanja proizvodnje u industriji



Izvor: Ipsos

Slika 5.6. Kratkoročna inflacijska očekivanja ekonomskih analitičara



Izvor: Eastern Europe Consensus Forecasts

Ekonomski analitičari u drugoj su polovini godine postupno revidirali naviše svoja kratkoročna očekivanja prosječne godišnje inflacije u Hrvatskoj u 2022. godini, s 8,9% u anketi provedenoj u lipnju na 10,4% u anketi u studenome (Slika 5.6.). Tome su vjerojatno pridonijela viša ostvarenja u prethodnim mjesecima od očekivanih kao i ocjene da bi pritisci na rast cijena mogli biti jači i postojaniji nego što se predviđalo. Ekonomski analitičari u 2023. godini i dalje očekuju usporavanje inflacije u odnosu na 2022., pri čemu bi se ona ipak zadržala na povišenoj razini. Inflacijska očekivanja za 2023. godinu ekonomski su analitičari postupno revidirali naviše, s 4,3% u lipnju na 6,5% u studenome.

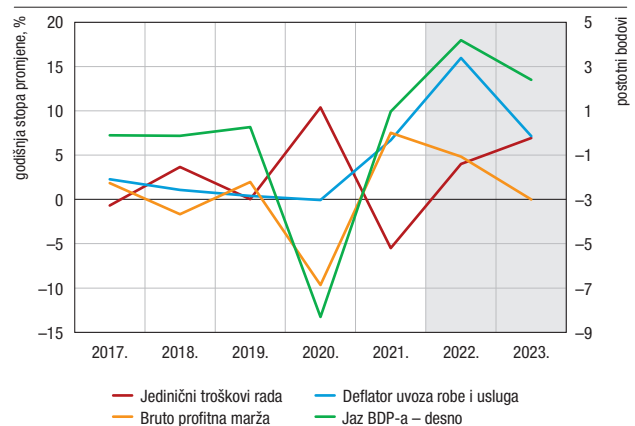
Projicirana kretanja

U skladu s kretanjima u prvih deset mjeseci u cijeloj 2022. očekuje se snažno ubrzanje prosječne godišnje inflacije mjerene HIPC-om na 10,6% (s 2,7% u 2021.). Na ubrzanje prosječne godišnje inflacije djeluje povećanje godišnjih stopa rasta svih glavnih potkomponenta inflacije, a poglavito temeljne inflacije (HIPC bez hrane i energije). Nešto manje izraženo, ubrzanju inflacije mogle bi pridonijeti i cijene hrane, dok bi povećanje doprinosa cijena energije moglo biti manje izraženo s obzirom na to da su cijene hrane i osobito energije počele rasti ranije od ostalih komponenta inflacije pa su se odrazile i na kretanja u prethodnoj godini.

Godišnja stopa temeljne inflacije tako bi se u 2022. mogla povećati na 7,3% (s 1,3% u 2021.), odražavajući pritom produženo razdoblje povišenih inflatornih pritisaka, i na strani ponude i na strani potražnje. Visoke cijene energenata i drugih sirovina zajedno s visokim vozarinama i poremećajima u lancima opskrbe zbog pandemije i rata u Ukrajini (odnosno pritisci sa strane ponude) predstavljali su glavne inflatorne pritiske u prvom polugodištu, dok su u drugoj polovini godine do izražaja dolazili i pritisci s potražne strane, poglavito oni povezani s turističkom potražnjom nerezidenata.

Nadalje, godišnja stopa rasta cijena hrane u 2022. mogla bi iznositi 12,8%, što je znatno više u odnosu na prethodnu godinu (2,6%). Ubrzanje rasta cijena hrane uglavnom je posljedica prelijevanja ranijeg poskupljenja prehrambenih sirovina i mineralnih gnojiva na svjetskom tržištu kao i viših cijena energije na maloprodajne cijene hrane. Viša stopa rasta cijene hrane djelomice je rezultat i poremećaja u lancima opskrbe, i to poglavito u onim skupinama proizvoda čijoj ukupnoj svjetskoj proizvodnji značajno pridonose Rusija i Ukrajina.

Slika 5.7. Domaći i inozemni pokazatelji inflacije



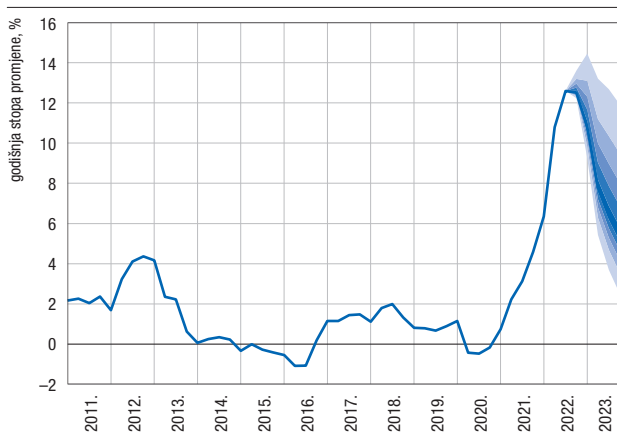
Napomena: Bruto profitna marža izračunata je kao razlika između godišnje stope promjene deflatora BDP-a i godišnje stope promjene jediničnih troškova rada.

Izvori: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

Prosječna godišnja stopa rasta cijena energije mogla bi se povećati s 8,8% u 2021. na 20,0% u 2022., zbog ubrzanja rasta cijena većine potkomponenata energije, onih čije se cijene uglavnom određuju tržišno (naftnih derivata⁷ i krutih goriva), ali i onih čije se cijene uglavnom administrativno utvrđuju (električne energije i prirodnog plina).

Godišnja stopa inflacije početkom 2023. mogla bi se početi izraženije usporavati te bi u cijeloj 2023. prosječna godišnja stopa inflacije mogla iznositi 7,5% (nakon 10,6% u 2022.). Prognozirano usporavanje inflacije posljedica je stabilizacije inflatornih pritisaka uz postupno iščezavanje baznog učinka visokog rasta tekuće inflacije tijekom 2022. na godišnju stopu inflacije u 2023. Osim toga, na usporavanje inflacije upućuje i popuštanje inflatornih pritisaka iz vanjskog okruženja, poglavito zbog recentnog pojeftinjenja sirove nafte i drugih sirovina na svjetskom tržištu, a čiji se nastavak očekuje i u ostatku projekcijskog razdoblja na osnovi cijena na terminskim tržištima. Usporavanje ukupne inflacije tako bi moglo odražavati niži godišnji porast cijena svih potkomponenata inflacije, energije s 20,0% u 2022. na 10,6% u 2023., hrane s 12,8% na 7,8% i temeljne inflacije sa 7,3% na 6,6%.

Slika 5.8. Projekcija inflacije potrošačkih cijena



Izvori: DZS; izračun HNB-a

Promatra li se nacionalni indeks potrošačkih cijena, zbog razmjerno malih razlika u usporedbi s harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena⁸, prosječne bi godišnje stope i u tekućoj i idućoj godini mogle biti podjednake. Tako se, kada je riječ o nacionalnom indeksu, u 2022. prognozira ubrzanje inflacije na 10,5% (s 2,6% u 2021.) i usporavanje na 7,5% u 2023. godini.

Projekcija inflacije, osobito u 2023. godini, izložena je vrlo velikim neizvjesnostima i rizicima. Pritom prevladavaju rizici da ona bude viša od projicirane te da povratak na razine niske i stabilne inflacije potraje dulje nego što je očekivano. Glavni rizik za ostvarenje prognozirane inflacije u Hrvatskoj jest viša inflacija od očekivane u zemljama koje su važni vanjskotrgovinski partneri Hrvatske. Recentne prognoze globalne inflacije pokazale su se uglavnom pogrešnima, pa je upitno jesu li nove globalne prognoze preciznije. Kako još nema preciznog i jasnog odgovora o uzrocima nagloga globalnog ubrzanja inflacije, ne može se precizno prognozirati ni očekivano brzo usporavanje inflacije. Na stopu inflacije sve više utječu srednjoročni strukturni činitelji poput deglobalizacije i orijentacije na obnovljive izvore energije zbog klimatskih promjena, dok su strukturni činitelji ranije uglavnom snižavali stopu inflacije. Usto, neizvjesnost glede cijena energije i drugih sirovina u okolnostima sukoba Rusije i Ukrajine mogla bi se odraziti na više cijene u slučaju uvođenja dodatnih sankcija Rusiji, poremećaja u lancima isporuke zbog intenziviranja sukoba tih dviju zemalja kao i smanjene ponude sirovina, osobito energenata, od strane Rusije. Što se tiče rizika koji proizlaze iz domaćih inflatornih pritisaka, oni bi uglavnom mogli odražavati eventualni brži rast plaća od očekivanog, koji bi se zatim mogao preliti na višu inflaciju potrošačkih cijena u Hrvatskoj.

S druge strane, rizici koji bi mogli djelovati na to da inflacija bude niža od prognozirane manje su izraženi. Oni proizlaze iz nižih cijena energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu te nižih cijena hrane od pretpostavljenih, i to, prije svega, kao posljedica eventualnog smirivanja rata u Ukrajini i ukidanja sankcija nametnutih Rusiji. Inflacija bi mogla biti niža i u slučaju bržeg pooštavanja monetarne politike odnosno jače reakcije na dosadašnje pooštavanje, što bi se moglo odraziti na slabljenje inflatornih pritisaka, koji bi mogli biti manji i u slučaju izraženijeg usporavanja gospodarske aktivnosti od onog koje se trenutačno očekuje.

Okvir 3. Zašto je inflacija u Hrvatskoj viša nego u europodručju?

Inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena u Hrvatskoj tijekom 2022. primjetljivo je viša nego u europodručju. Najviše tome pridonose cijene hrane, a zatim i usluga te industrijskih proizvoda, dok je doprinos cijena energije manji u Hrvatskoj nego u europodručju. Razdvajanje inflacije između Hrvatske i europodručja vjerojatno su pridonijeli, među ostalim, naglašen rast turističke potražnje nerezidenata, snažniji gospodarski oporavak, manja konkurencija na domaćem tržištu kao i razlike u strukturi potrošačke košarice s većim udjelom hrane i usluga smještaja. U 2023. očekuje se smanjenje razlike između inflacije u Hrvatskoj i europodručju.

Tijekom dužeg razdoblja inflacija potrošačkih cijena (mjerena

harmoniziranim indeksom, HIPC) u Hrvatskoj uvelike je pratila kretanja u europodručju.⁹ U skladu s dugoročno razmjerno malim odstupanjima još krajem 2021. i ukupna i temeljna inflacija (mjerena HIPC-om bez energije, hrane, alkohola i duhana) u Hrvatskoj i europodručju bile su podjednake¹⁰, no u prvih deset mjeseci 2022. inflacija se u Hrvatskoj ubrzala više nego u europodručju (Slika 1.1.). Razlika između ukupne inflacije u Hrvatskoj

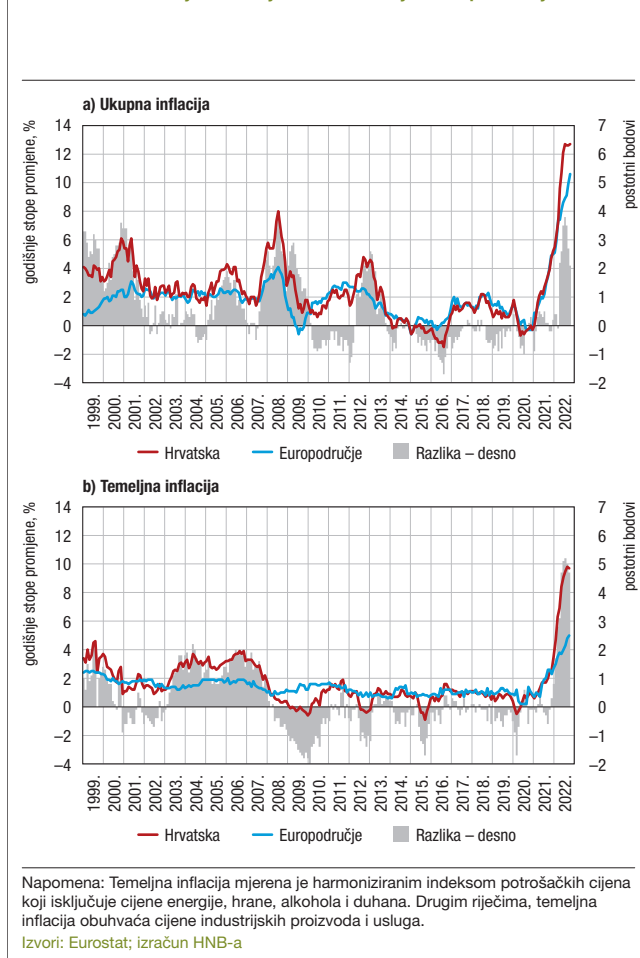
7 Vlada RH od ožujka povremeno intervenirala u tržište naftnih derivata, prvo putem privremenog smanjenja trošarina na benzinska i dizelska goriva i fiksiranja marži trgovaca naftnim derivatima, a zatim i povremenim utvrđivanjem maksimalne maloprodajne cijene osnovnih benzinskih i dizelskih goriva koja se utvrđuje od utorka s trajanjem od sedam ili četrnaest dana.

8 O razlikama između ova dva indeksa vidi Okvir 2. Usporedba nacionalnog i harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena u Hrvatskoj, Makroekonomska kretanja i prognoze, broj 12, srpanj 2022.

9 Godišnja stopa ukupne inflacije u Hrvatskoj je u razdoblju od početka 1999. do kraja 2021. prosječno bila viša od inflacije u europodručju za 0,6 postotnih bodova. U nešto kraćem razdoblju od početka 2002. do kraja 2021. temeljna inflacija u Hrvatskoj premašivala je inflaciju u europodručju prosječno za 0,1 postotni bod, a ukupna inflacija za 0,3 postotna boda.

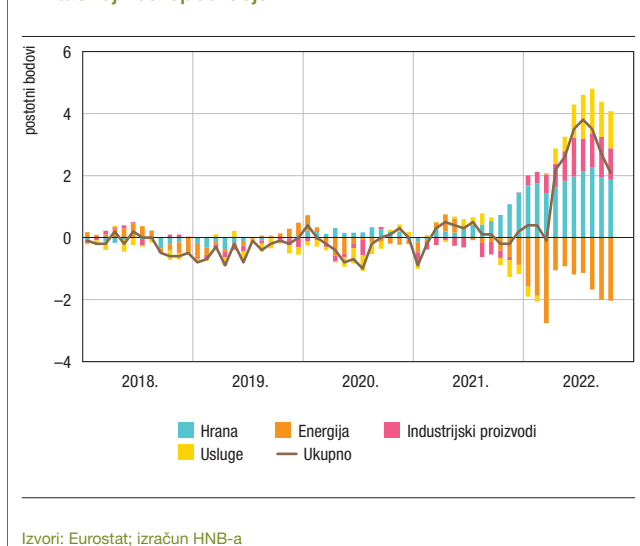
10 U prosincu 2021. ukupna inflacija u Hrvatskoj iznosila je 5,2% prema 5,0% u europodručju, dok je temeljna inflacija u Hrvatskoj iznosila 2,5% prema 2,6% u europodručju.

Slika 1.1. Kretanje inflacije u Hrvatskoj i europodručju



u europodručju svoj je maksimum od 3,8 postotnih bodova dosegla u srpnju 2022.¹¹, a do listopada se smanjila na 2,1 postotni bod. Najveća razlika u temeljnoj inflaciji ostvarena je u kolovozu 2022., kada je iznosila 5,2 postotna boda, a do listopada se smanjila na 4,7 postotnih bodova. U nastavku se pojašnjavaju glavni izvori razdvajanja inflacije u Hrvatskoj i europodručju.

Slika 1.2. Razlika između stopa ukupne inflacije i doprinosa pojedinih komponenata inflaciji potrošačkih cijena u Hrvatskoj i europodručju

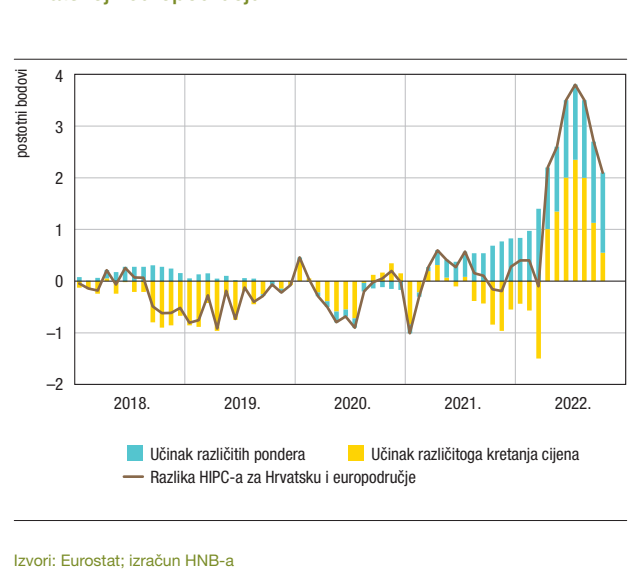


11 Podjednako odstupanje ostvareno je i u prethodnom razdoblju povišene inflacije, odnosno u srpnju 2008. godine.

Promotri li se razlika u doprinosima glavnih komponenata ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj i europodručju (Slika 1.2.), uočava se da su višoj inflaciji u Hrvatskoj u listopadu 2022. najviše pridonosile cijene hrane (uključuju cijene alkohola i duhana). Nakon toga slijedio je veći doprinos cijena usluga i zatim cijena industrijskih proizvoda. Za razliku od toga, doprinos cijena energije bio je manji u Hrvatskoj nego u europodručju.

Razlike u doprinosima pojedinih komponenata tehnički se mogu objasniti različitim kretanjem njihovih cijena i/ili njihovim različitim udjelima u potrošačkoj košarici, a koji odražavaju razlike u preferencijama potrošača.¹² Recentnom razdvajanju inflacije u Hrvatskoj i europodručju pridonose i razlike u ponderima pojedinih komponenata i razlike u kretanju njihovih cijena (Slika 1.3.), s tim da se učinak različitoga kretanja cijena smanjio u razdoblju od srpnja do listopada 2022. godine.

Slika 1.3. Učinak različitoga kretanja cijena i pondera u Hrvatskoj i europodručju



Kada je riječ o cijenama hrane, njihov je godišnji rast u listopadu 2022. iznosio 16,0%, što je za 2,9 postotnih bodova više nego u europodručju.¹³ Osim toga, cijene hrane imaju veći udio u potrošačkoj košarici u Hrvatskoj nego u europodručju (Tablica 1.1.), što se, među ostalim, može objasniti nižim stupnjem gospodarske razvijenosti i relativno visokom razinom cijena prehrambenih proizvoda.

Promatrano po pojedinim potkomponentama, većem doprinosu cijena hrane ukupnoj inflaciji potrošačkih cijena u Hrvatskoj u listopadu 2022. najviše su pridonijele cijene kruha (Slika 1.4.). Nakon toga slijedio je veći doprinos cijena mesa (posebno suhog, usoljenog ili dimljenog mesa te govedine i teletine) te mlijeka, sira i jaja.

Što se tiče cijena usluga, njihov je godišnji rast u listopadu 2022. u Hrvatskoj iznosio 9,5%, što je za 5,2 postotna boda više u odnosu na europodručje. Pritom se mogu izdvojiti ugostiteljske usluge, čiji je godišnji rast cijena u Hrvatskoj bio više nego dvostruko brži nego u europodručju (18,2% prema 7,1%) i ujedno jedan od najbržih među svim zemljama članicama europodručja.

12 Detaljnije o razlikama u doprinosima pojedinih komponenata u 2016. godini vidi u Okviru 1. Uzroci razlike između inflacije u Hrvatskoj i europodručju, Makroekonomska kretanja i prognoze br. 1, prosinac 2016.

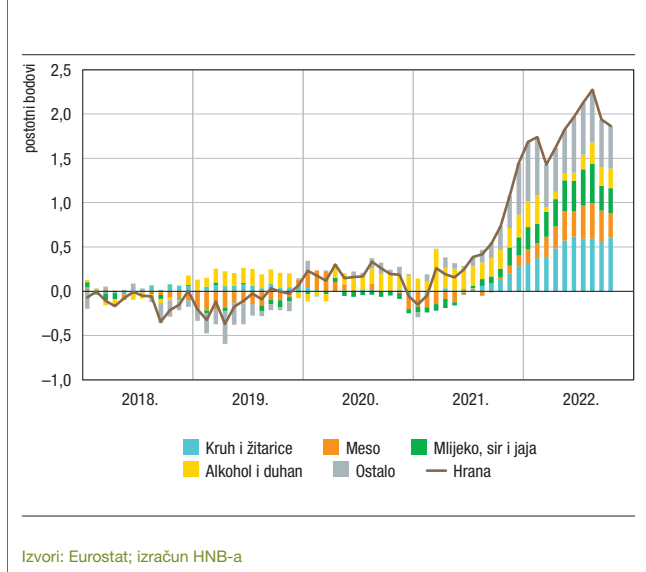
13 Ipak, godišnji rast cijena hrane u Hrvatskoj bio je niži nego u većini zemalja Srednje i Istočne Europe. Pokazalo se da je inflacija cijena hrane jače porasla u zemljama koje u znatnijoj mjeri uvoze poljoprivredne proizvode iz Ukrajine, Rusije i Bjelorusije (vidi u: Bodnár, K. i Schuler, T. (2022.): *The surge in euro area food inflation and the impact of the Russia-Ukraine war*, ECB Economic Bulletin, 4/2022).

Tablica 1.1. Struktura indeksa potrošačkih cijena u Hrvatskoj i europodručju u 2022. godini u postocima

	Hrvatska	Europodručje
Energija	13,2	10,9
Hrana	28,8	20,9
Prerađeni prehrambeni proizvodi	22,9	15,9
Nepreporučeni prehrambeni proizvodi	5,9	5,0
Temeljna inflacija	58,1	68,2
Industrijski proizvodi	26,6	26,5
Usluge	31,5	41,7

Izvor: Eurostat

Slika 1.4. Razlika između doprinosa cijena hrane i pojedinih potkomponentata inflaciji u Hrvatskoj i europodručju



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

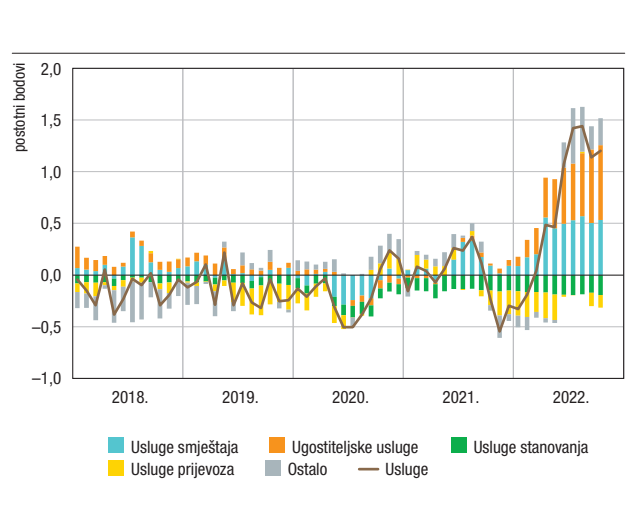
Učinak bržeg rasta cijena usluga na razdvajanje inflacije u Hrvatskoj i europodručju ublažen je njihovim manjim udjelom u potrošačkoj košarici u Hrvatskoj. Ipak, iako usluge kao cjelina imaju manji udio u potrošačkoj košarici u Hrvatskoj nego u europodručju, to ne vrijedi za, primjerice, usluge smještaja.

U skladu s tim veći doprinos cijena usluga inflaciji u Hrvatskoj nego u europodručju koncentriran je upravo na usluge povezane s turističkom djelatnosti u uvjetima snažnog oporavka potražnje nerezidenata za turističkim uslugama. Najveća razlika u doprinosima pojedinih usluga u rujnu 2022. odnosila se na usluge smještaja i ugostiteljske usluge (Slika 1.5.), kojima se može objasniti gotovo cjelokupna razlika u doprinosima cijena usluga ukupnoj inflaciji između Hrvatske i europodručja. Što se tiče drugih usluga, primjerice, cijene usluga stanovanja i održavanja kućanstava kao i usluge prijevoza manje su pridonosile inflaciji u Hrvatskoj nego u europodručju.

Veći doprinos industrijskih proizvoda inflaciji u Hrvatskoj nego u europodručju rezultat je bržeg rasta njihovih cijena, dok je njihov udio u potrošačkoj košarici podjednak u Hrvatskoj i europodručju. Tako je godišnji rast cijena industrijskih proizvoda u listopadu 2022. u Hrvatskoj iznosio 9,9%, što je za 3,8 postotnih bodova više u odnosu na europodručje. Veći doprinos industrijskih proizvoda inflaciji u Hrvatskoj ponajviše se odnosio na cijene potrošnih proizvoda za održavanje kućanstava te ostalih uređaja, predmeta i proizvoda za osobnu njegu (Slika 1.6.). Doprinos cijena novina i knjiga te odjeće također je bio veći u Hrvatskoj nego u europodručju.

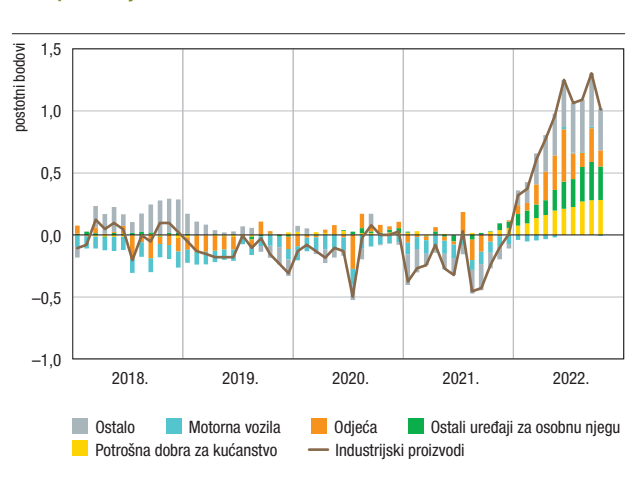
Promatraju li se cijene usluga i industrijskih proizvoda zajedno, kao jedan od osnovnih pokazatelja temeljne inflacije

Slika 1.5. Razlika između doprinosa cijena usluga i pojedinih potkomponentata inflaciji u Hrvatskoj i europodručju



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 1.6. Razlika između doprinosa cijena industrijskih proizvoda i pojedinih potkomponentata inflaciji u Hrvatskoj i europodručju



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

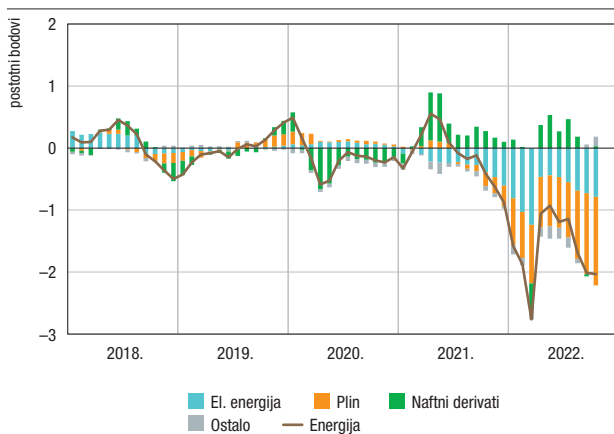
(odnosno, drugim riječima, indeks potrošačkih cijena koji isključuje cijene energije, hrane, alkohola i duhana), njihov doprinos višoj inflaciji u Hrvatskoj nego u europodručju premašuje doprinos cijena hrane počevši od lipnja 2022. godine.

Za razliku od cijena hrane, usluga i industrijskih proizvoda, rast cijena energije u Hrvatskoj je bio sporiji u odnosu na europodručje. Godišnja stopa rasta cijene energije tako je u listopadu 2022. u Hrvatskoj iznosila 19,0%, što je za 22,5 postotnih bodova niže od prosjeka europodručja, odnosno jedna od najnižih stopa rasta među svim zemljama članicama europodručja. Sporiji rast cijena energije u Hrvatskoj¹⁴ može se objasniti mjerama kojima je Vlada RH ograničavala njihov rast, ali i relativno manjom ovisnosti u uvozu energenata iz Rusije, kao i time što je otvaranjem plutajućeg terminala za ukapljeni plin (LNG) omogućen alternativan dobavni lanac prirodnog plina.

Učinak sporijeg rasta cijena energije ublažen je njihovim većim udjelom u potrošačkoj košarici u Hrvatskoj nego u europodručju, no doprinos cijena energije ukupnoj inflaciji manji je

14 Pritom je poskupljenje prirodnog plina i električne energije za kućanstva u Hrvatskoj bilo manje izraženo nego za poduzeća.

Slika 1.7. Razlika između doprinosa cijena energije i pojedinih potkomponenta inflaciji u Hrvatskoj i europskom području

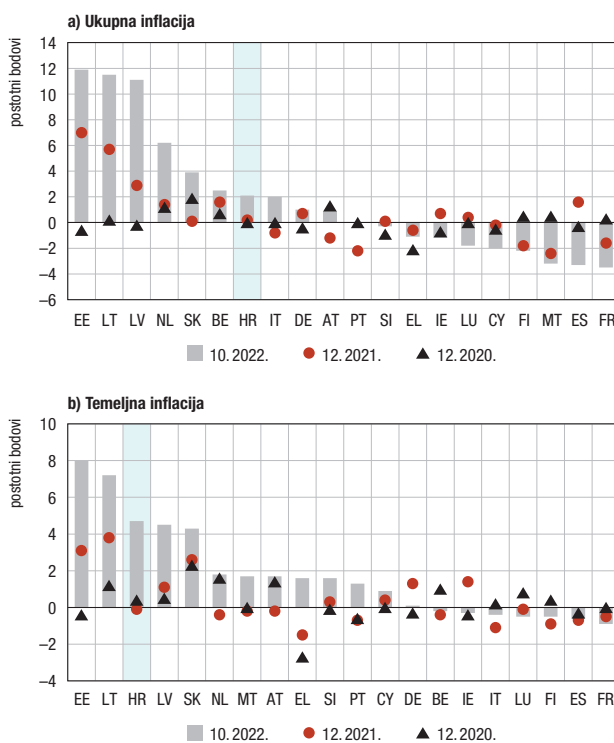


Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

u Hrvatskoj. Pritom se, promatrano po pojedinim energentima (Slika 1.7.), manjim doprinosom inflaciji u Hrvatskoj posebno izdvajaju plin i, nešto manje izraženo, električna energija. Istodobno je doprinos cijena naftnih derivata tijekom većeg dijela 2022. bio veći u Hrvatskoj, ali se u rujnu i listopadu izjednačio s doprinosom u europskom području.

Inflacijski diferencijali u odnosu na prosjek europskog područja tijekom 2022. porasli su i u mnogim drugim zemljama članicama monetarne unije (Slika 1.8.). Tako je, s jedne strane, inflacija u

Slika 1.8. Inflacijski diferencijal u odnosu na europsko područje



Napomena: Temeljna inflacija mjerena je harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena koji isključuje cijene energije, hrane, alkohola i duhana. Drugim riječima, temeljna inflacija obuhvaća cijene industrijskih proizvoda i usluga.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

baltičkim zemljama u listopadu 2022. premašivala 20%, a primjetno viša inflacija od prosjeka europskog područja bila je i u Nizozemskoj i Slovačkoj. Inflacija u Hrvatskoj bila je podjednaka ostvarenjima u Italiji i Belgiji. S druge strane, Francuska, Španjolska i Malta imale su inflaciju ispod prosjeka europskog područja. Kada je riječ o temeljnoj inflaciji, Hrvatska je u samom vrhu zemalja po inflacijskom diferencijalu u odnosu na prosjek europskog područja, odmah nakon Estonije i Litve.

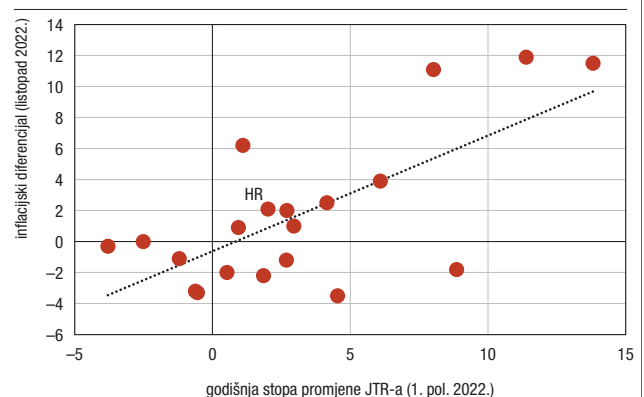
Na rast inflacijskih diferencijala u monetarnoj uniji utjecali su različiti činitelji, koji uključuju različit utjecaj krize izazvane pandemijom koronavirusa i razlike u brzini otvaranja pojedinih gospodarstava, zatim razlike u učincima rasta cijena energenata, prehrambenih i drugih sirovina (primjerice, zbog razlika u strukturama potrošačkih košarica i/ili mjerama kojima su vlade pojedinih zemalja ograničavale učinke rasta cijena), kao i razlike u kretanju cijena industrijskih proizvoda i usluga zbog različitih učinaka poremećaja u opskrbnim lancima i nacionalnih tržišta rada.¹⁵

Što se tiče Hrvatske, osim spomenutoga bržeg rasta i većeg udjela cijena hrane u potrošačkoj košarici, kao i snažnog rasta potražnje nerezidenata za turističkim uslugama, razdvajanje inflacije u odnosu na europsko područje pridonijeli su i drugi činitelji.¹⁶

Tako je gospodarski oporavak u Hrvatskoj snažniji nego u europskom području. Osim toga, jači pritisci na rast cijena u Hrvatskoj mogu biti povezani i s time što je zbog manjeg tržišta konkurencija na domaćem tržištu slabija. Rastu inflacijskog diferencijala mogla je pridonijeti i razmjerno visoka uvozna ovisnost domaćeg gospodarstva, na koje se stoga jače prelijevaju povećani inflatorni pritisci na globalnoj razini. Također je moguće da je dio slabije produktivnih i manje konkurentnih domaćih poduzetnika prisiljen u većoj mjeri prelići povećane ulazne troškove (npr. energije i plaća) na finalnu cijenu svojih proizvoda i/ili usluga.

Postavlja se pitanje jesu li na razdvajanje inflacije u Hrvatskoj i europskom području utjecale i razlike u kretanju nominalnih jediničnih troškova rada (JTR). Brži godišnji rast JTR-a u 2022. povezan je s većom razlikom u stopi inflacije između pojedinih zemalja

Slika 1.9. Promjena nominalnih jediničnih troškova rada i razlika u inflaciji prema prosjeku europskog područja u pojedinim zemljama članicama europskog područja i Hrvatskoj



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

15 Vidi u Beynet, P. i Goujard, A. (2022.): *What is driving the spike in inflation dispersion in the euro area and how should policy react*, ECOSCOPE, dostupno na: <https://oecdecoscope.blog/2022/09/06/what-is-driving-the-spike-in-inflation-dispersion-in-the-euro-area-and-how-should-policy-react/>.

16 O činiteljima koji su utjecali na inflacijski diferencijal u razdoblju do (uključujući) 2012. godine, vidi Okvir 1. Determinante razlike između ostvarenih stopa inflacije u Hrvatskoj i eurozoni, Bilten HNB-a, prosinac 2012.

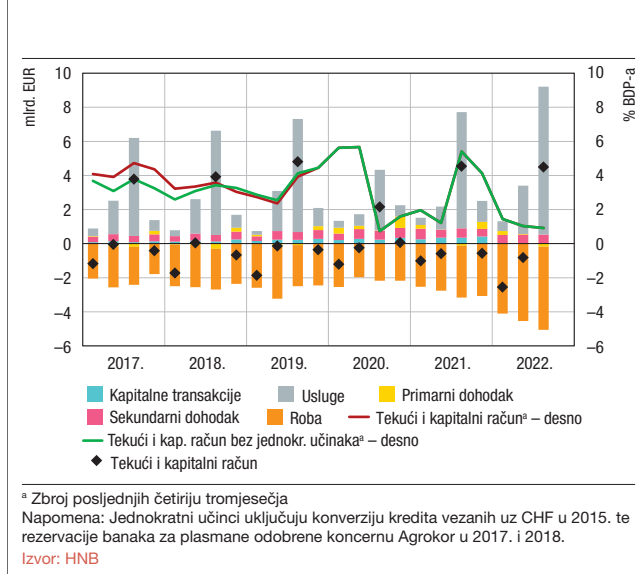
članica europodručja i prosjeka monetarne unije (Slika 1.9.). Što se tiče Hrvatske, iako je godišnja stopa rasta JTR-a u prvoj polovini 2022. bila nešto niža nego u europodručju, razlika u kretanju JTR-a između Hrvatske i europodručja pogoršala se u odnosu na drugu polovinu 2021. godine kada je u Hrvatskoj ostvaren pad JTR-a prema sporijem rastu JTR-a u europodručju.

Za razliku od toga, viša inflacija u Hrvatskoj ne može se objasniti učinkom uvođenja eura. Zasad nema naznaka o tome da konverzija kune u eure značajnije djeluje na rast cijena, pogotovo uzmu li se u obzir mjere uvedene radi sprječavanja neopravdanog rasta cijena (poglavito dvojno iskazivanje cijena). Osim toga, iskustva drugih zemalja upućuju na vrlo blag učinak konverzije nacionalnih valuta u euro na rast potrošačkih cijena.

6. Tekući i kapitalni račun platne bilance

Višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u trećem tromjesečju 2022. blago smanjio u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Naime, unatoč snažnom pogoršanju manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom, poglavito zbog rasta cijena energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu, nepovoljna su kretanja na računu robe nadomještena snažnim rastom neto izvoza usluga zbog rasta prihoda od turizma. Osim u robnoj razmjeni, blago se produbio manjak i na računu primarnog dohotka, dok se ukupni višak na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija zadržao na podjednakoj razini kao i u trećem tromjesečju 2021. godine. Promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednja četiri tromjesečja, višak na tekućem i kapitalnom računu u razdoblju do kraja rujna 2022. iznosio je samo 0,9% BDP-a, u odnosu na 4,2% BDP-a ostvarenih u cijeloj 2021. godini, ponajprije zbog snažnog rasta manjka u razmjeni energenata (Slika 6.1.).

Slika 6.1. Saldo na tekućem i kapitalnom računu i njegova struktura



Vanjska trgovina i konkurentnost

Nakon što je robna razmjena s inozemstvom u prvoj polovini godine zabilježila iznimno visoke stope rasta, rast se dodatno ubrzao u trećem tromjesečju 2022. godine. Velikim dijelom to se odnosi na znatno poskupljenje energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu, dodatno potaknutih ratom u Ukrajini,

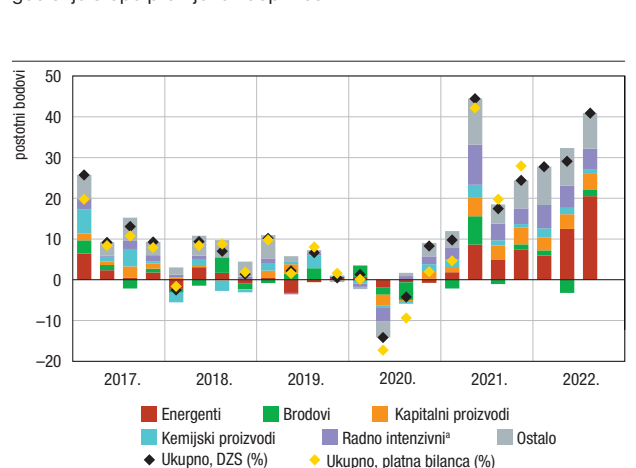
Naposljetku, rast razlike u stopi inflacije između Hrvatske i europodručja trebao bi odražavati samo privremeno odstupanje. U 2023. tako se uz usporavanje inflacije i u Hrvatskoj i europodručju očekuje i smanjenje razlike u inflaciji. Uzmu li se u obzir najnovije projekcije Hrvatske narodne banke i Europske središnje banke, razlika u prosječnoj godišnjoj stopi ukupne inflacije između Hrvatske i europodručja mogla bi se smanjiti s 2,2 postotna boda u 2022. na 1,2 postotna boda u 2023. godini. Na tome tragu, smanjenje razlike u inflaciji očekuju i ekonomski analitičari obuhvaćeni istraživanjem *Consensus Economicsa* (studeni 2022.), s 1,9 postotnih bodova u 2022. na 0,5 postotnih bodova u 2023. godini.

što je znatno pogoršalo uvjete razmjene. Tako je nominalni rast robnog izvoza u trećem tromjesečju 2022., prema platnobilančnim podacima, iznosio 55,1%, a uvoza 57,7%, što je rezultiralo izrazito snažnim rastom manjka u robnoj razmjeni za 61,0% na godišnjoj razini. Promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, manjak u robnoj razmjeni u razdoblju do kraja rujna 2022. iznosio je 25,6% BDP-a, u usporedbi s 19,6%, koliko je iznosio u cijeloj 2021. godini.

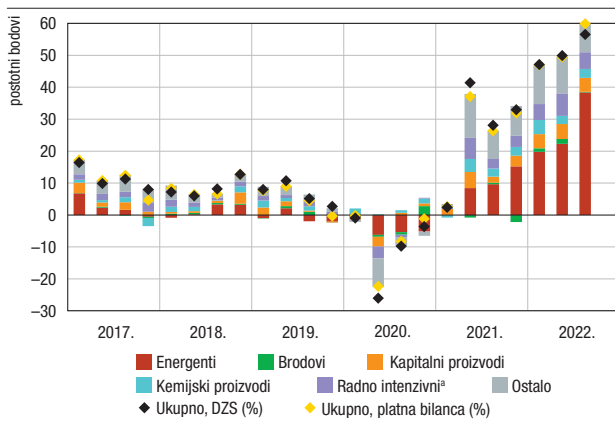
Detaljni podaci DZS-a za treće tromjesečje 2022. pokazuju da su boljim izvoznim ostvarenjima na godišnjoj razini najviše pridonijeli energenti (Slika 6.2.), i to posebice izvoz električne energije u Sloveniju te izvoz plina u Mađarsku. Isključujući energente, znatno je porastao i izvoz ostale robe, i to poglavito prehrambenih proizvoda u Italiju, Sloveniju i Mađarsku te kapitalnih proizvoda (posebice električnih strojeva, aparata i uređaja u Italiju i Njemačku). U malo su manjoj mjeri tome pridonijeli i snažniji izvoz ostalih prijevoznih sredstava, odnosno brodova u Grčku te proizvoda tekstilne industrije u Italiju i Ukrajinu.

Kao i kod izvoza, agregatnom povećanju na strani robnog uvoza najviše su pridonijele iste proizvodne kategorije, posebice energenti, odnosno zemni i industrijski plin iz Sjedinjenih Američkih Država, nafta i naftni derivati iz Azerbajdžana, Italije i Slovenije te električna energija iz Srbije i Mađarske (Slika

Slika 6.2. Robni izvoz
godišnje stope promjene i doprinosi



Slika 6.3. Robni uvoz
godišnje stope promjene i doprinosi



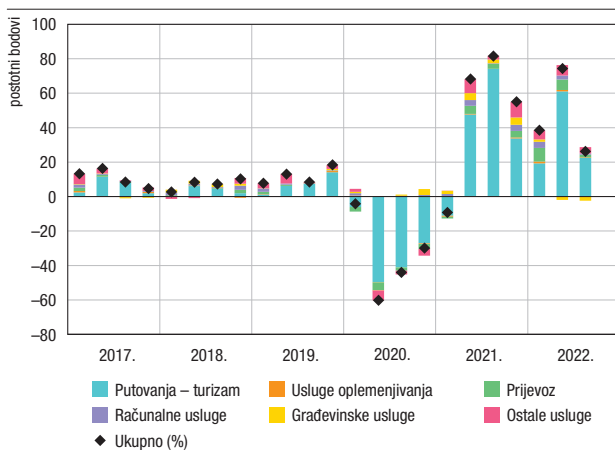
* Radno intenzivni proizvodi uključuju (prema SMTK-u): tekstil, odjeću, obuću, kožu, papir, pluto i drvo, pokućstvo, proizvode od metala i nemetala, montažne zgrade te nerazvrstane gotove proizvode.

Izvori: DZS; HNB

6.3.). Snažno se povećao i uvoz kapitalnih proizvoda (posebice električnih strojeva, aparata i uređaja iz Kine) te prehrambenih proizvoda iz Mađarske, Italije i Njemačke. Osim toga, primjetno je rastao i uvoz cestovnih vozila iz Njemačke, Slovenije i Češke, proizvoda tekstilne industrije iz Italije i Njemačke te proizvoda metalske industrije iz Njemačke i Bosne i Hercegovine, a u nešto manjoj mjeri i ostalih kemijskih proizvoda (isključujući medicinske i farmaceutske proizvode) iz Italije i Francuske.

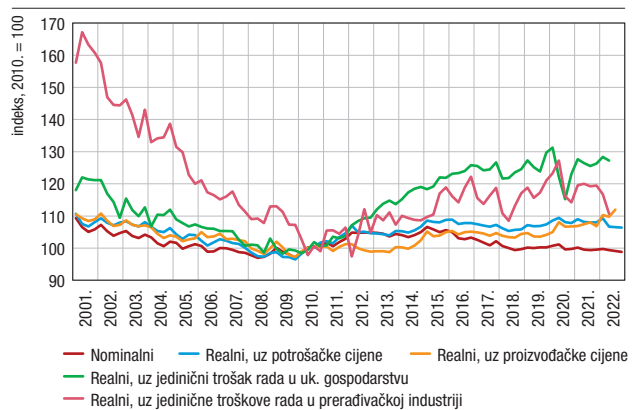
Za razliku od robne razmjene s inozemstvom, saldo na računu usluga izrazito se snažno poboljšao zahvaljujući rastu turističke potrošnje stranih gostiju, koja je u trećem tromjesečju 2022. bila za 27,3% veća u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine. Odras je to daljnjeg popuštanja epidemioloških mjera početkom godine, odnosno njihova potpunog ukidanja i oporavka potražnje za uslugama koja je bila uvelike potisnuta tijekom pandemije. Usto, ostvareni rast prihoda od turizma primjetno je veći od porasta fizičkih pokazatelja dolazaka i noćenja, odnosno rezultat je znatno veće prosječne potrošnje stranih gostiju, velikim dijelom i zbog znatno viših cijena smještaja i ugostiteljskih usluga. U znatno manjoj mjeri povećao se i neto izvoz ostalih usluga. Promatraju li se kumulativna ostvarenja u

Slika 6.4. Izvoz usluga
godišnje stope promjene i doprinosi



Izvor: HNB

Slika 6.5. Nominalni i realni efektivni tečajevi kune



Napomena: Pad indeksa označuje efektivnu aprecijaciju kune. Podaci za četvrto tromjesečje 2022. kod nominalnog tečaja odnose se na listopad i studeni, a kod realnog tečaja uz potrošačke cijene odnose se na listopad.

Izvor: HNB

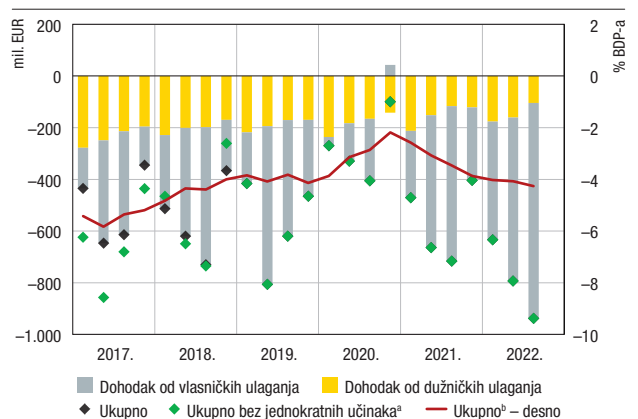
posljednjih godinu dana, višak u međunarodnoj razmjeni usluga povećao se sa 16,8% BDP-a u 2021. na 20,5% na kraju rujna 2022. godine.

Cjenovna konkurentnost hrvatskog izvoza mjerena realnim efektivnim tečajevima deflaciranima potrošačkim i proizvođačkim cijenama zabilježila je divergentna kretanja u drugoj polovini 2022. Pritom se trend poboljšavanja cjenovne konkurentnosti započet početkom 2022. nastavio promatraju li se realni efektivni tečajevi uz proizvođačke cijene, i to zbog sprijeg rasta proizvođačkih cijena u Hrvatskoj u usporedbi s najvažnijim vanjskotrgovinskim partnerima Hrvatske. S druge strane, cjenovna konkurentnost mjerena realnim efektivnim tečajem uz potrošačke cijene blago se pogoršala kao posljedica jačanja kune prema drugim valutama iz košarice za izračun efektivnih tečajeva kune (Slika 6.5.).

Dohoci i transakcije s EU-om

Saldo na računu primarnog dohotka u trećem se tromjesečju 2022. primjetno pogoršao u odnosu na isto razdoblje prethodne godine zbog nastavka rasta manjka na osnovi dohotka od vlasničkih ulaganja (Slika 6.6.), kao rezultat rasta profitabilnosti

Slika 6.6. Dohoci od ulaganja

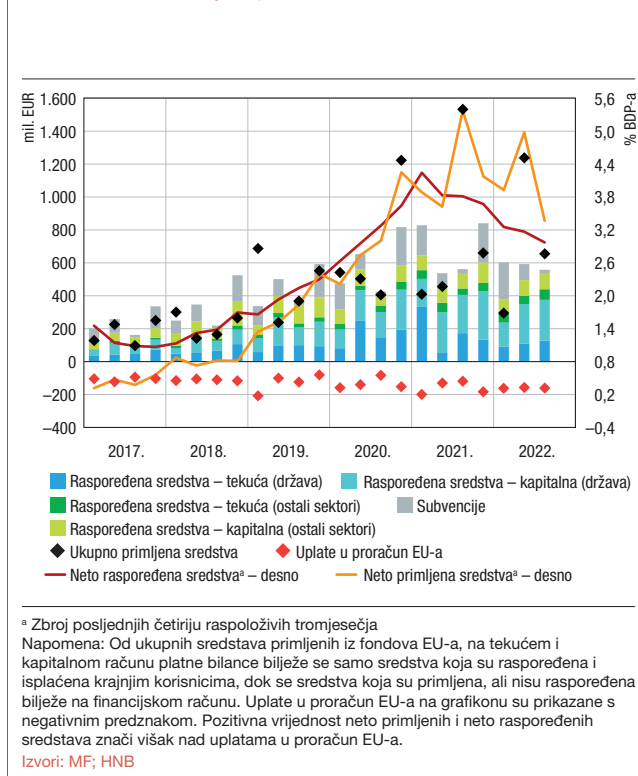


* Jednokratni učinci uključuju konverziju kredita vezanih uz CHF u 2015. te rezervacije banaka za plasmane odobrene koncernu Agrokor u 2017. i 2018.

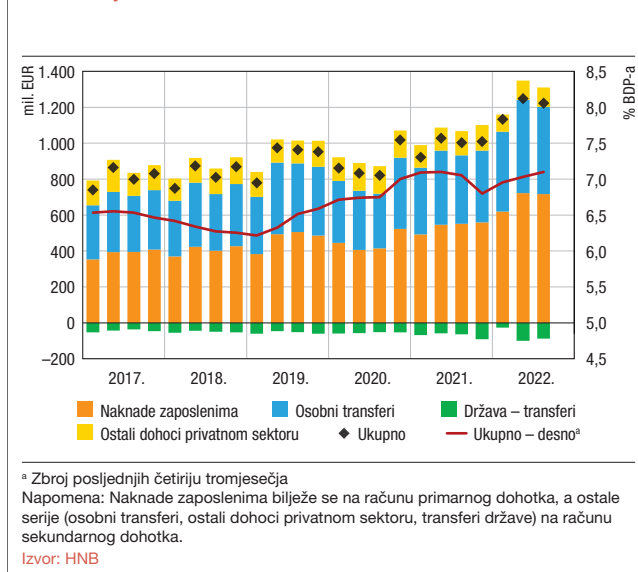
^b Zbroj posljednjih četiriju tromjesečja, isključujući jednokratne učinke

Izvor: HNB

Slika 6.7. Transakcije s proračunom EU-a



Slika 6.8. Ostali dohoci, isključujući dohotke od ulaganja i transakcije s EU-om



poduzeća u stranom vlasništvu. Istodobno su se neto kamatni troškovi domaćih sektora neznatno smanjili, poglavito zbog rasta kamatnih prihoda središnje banke i ostalih domaćih sektora na vrijednosne papire nerezidenata.

Neto prihodi iz transakcija s proračunom EU-a u trećem su se tromjesečju 2022. blago smanjili zbog malo većih iznosa uplata u zajednički proračun, dok su se korištenja sredstava iz fondova EU-a zadržala na jednakoj razini kao i u istom razdoblju prethodne godine. Višak iskorištenih sredstava nad uplatama u proračun EU-a, izražen kao zbroj posljednjih četiriju tromjesečja, tako se smanjio s 3,7% BDP-a na kraju 2021. na 3,0% BDP-a, koliko je iznosio krajem rujna 2022. godine (Slika 6.7.).

Nasuprot tome, neto priljev ostalih dohodaka, koji isključuju dohotke od vlasničkih i dužničkih ulaganja te transakcije s proračunom EU-a, u trećem se tromjesečju 2022. primjetno

povećao u odnosu na isto razdoblje 2021. kao rezultat daljnjeg rasta neto prihoda od naknada privremeno zaposlenih osoba u inozemstvu te osobnih transfera (Slika 6.8.).

Projicirana kretanja

Višak na tekućem i kapitalnom računu u cijeloj bi se 2022. mogao primjetno smanjiti na 1,2% BDP-a s 4,1%, koliko je zabilježeno u prethodnoj godini. Unatoč snažnom rastu viška u međunarodnoj razmjeni usluga, posebice prihoda od turizma, te znatnog rasta ukupnog viška na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija zbog rasta korištenja sredstava iz fondova EU-a i priljeva osobnih doznaka iz inozemstva, ukupan bi se saldo na tekućem i kapitalnom računu mogao znatno pogoršati ponajprije zbog izrazitog povećanja manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom te, u znatno manjoj mjeri, blagog smanjenja viška na računu primarnog dohotka.

Snažno produbljivanje manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom poglavito je rezultat znatnog povećanja neto uvoza svih kategorija energenata, zbog cjenovnog šoka na globalnom tržištu, koji je započeo još 2021. te se dodatno intenzivirao nakon početka rata u Ukrajini krajem veljače ove godine. Izvoz i uvoz ostale robe, osim energenata, također snažno rastu, čemu pridonose inflacijski pritisci. No, ponešto izraženiji rast uvoza od izvoza zamjetno produbljuje i manjak u razmjeni ostale robe. Osim robne razmjene, nepovoljna bi se kretanja mogla zabilježiti i na računu primarnog dohotka, a zbog rasta profitabilnosti domaćih poduzeća u stranom vlasništvu, što bi samo djelomično mogli nadomjestiti veći prihodi od naknada privremeno zaposlenih osoba u inozemstvu.

Nasuprot tome, zbog iznimno povoljnih ostvarenja u dosadašnjem dijelu godine, posebno u mjesecima glavne turističke sezone, prihodi od turističke potrošnje stranih gostiju mogli bi u cijeloj 2022. biti za čak 22% veći negoli u 2019. godini. Takav rekordan financijski rezultat mogao bi poglavito biti odraz učinka snažnog rasta cijena, dok bi se fizički pokazatelji mogli kretati oko pretkrizne razine.

Iako u znatno manjoj mjeri, ublažavanju nepovoljnih kretanja mogao bi pridonijeti i snažniji neto priljev osobnih doznaka iz inozemstva. Istodobno se očekuje i snažnije korištenje sredstava iz fondova EU-a, ali bi pozitivan saldo transakcija s proračunom EU-a mogao pasti s 3,7% BDP-a u 2021. na 3,4% BDP-a u 2022. zbog snažnog porasta nominalnog BDP-a.

U 2023. očekuje se nastavak pogoršavanja salda na tekućem i kapitalnom računu na 1,0% BDP-a, pri čemu je njegov naglašeniji pad ublažen rastom viška u međunarodnoj razmjeni usluga te očekivanim vrhuncem isplata sredstava iz fondova EU-a. Naime, sljedeća je godina ujedno krajnji rok za isplate sredstava iz financijske omotnice za razdoblje od 2014. do 2020. te sredstava iz Europskog fonda solidarnosti za potrebe sanacije potresom pogođenih područja. Osim toga, očekuje se istodobno intenziviranje korištenja sredstava u okviru Nacionalnog plana oporavka i otpornosti financiranog iz Instrumenta Europske unije za oporavak (EU sljedeće generacije). Tako bi pozitivan saldo neto transakcija s proračunom EU-a mogao dosegnuti svoj vrhunac od 4,5% BDP-a u 2023. godini. Kada je riječ o rastu viška u međunarodnoj razmjeni usluga, on bi iznova mogao biti rezultat porasta prihoda od turizma, iako znatno sporijom dinamikom protekle dvije godine.

Povoljna kretanja na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija te u međunarodnoj razmjeni usluga mogao bi nadmašiti daljnji rast manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom unatoč smanjenju neto uvoza energenata, a u znatno manjoj mjeri i smanjenje viška na računu primarnog dohotka zbog nastavka rasta profitabilnosti domaćih poduzeća u stranom vlasništvu kao i troškova kamata na inozemni dug domaćih sektora.

Projekcija kretanja na tekućem i kapitalnom računa platne bilance izložena je znatnim rizicima i neizvjesnostima. Najizraženiji su rizici vezani uz pretpostavljeno kretanje cijena energenata i drugih ključnih sirovina, s obzirom na izraženu uvoznost ovisnost domaćega gospodarstva, što bi moglo dodatno pogoršati vanjskotrgovinski saldo. Ipak, kada je riječ o energentima,

postoje i pozitivni rizici da kretanja cijena budu povoljnija nego što se očekivalo. Isto vrijedi i za projekciju korištenja sredstava koja Hrvatskoj stoje na raspolaganju iz fondova EU-a. Iako bi korištenja sredstava iz fondova EU-a, s jedne strane, mogla premašiti tekuća očekivanja, prisutan je rizik slabijega korištenja zbog potencijalno ograničenih apsorpcijskih kapaciteta.

7. Financiranje privatnog sektora

Drugu polovinu godine obilježio je nastavak izraženih inflatornih pritisa, geopolitičke neizvjesnosti i pogoršavanja globalnih uvjeta financiranja, što se odrazilo na daljnji rast tržišnih prinosa na dužničke vrijednosne papire države. Pooštavanje uvjeta financiranja na financijskim tržištima počelo se prelijevati na troškove financiranja poduzeća, dok se za stanovništvo još ne primjećuju znatniji pritisci na porast kamatnih stopa. Tijekom trećeg tromjesečja pooštrili su se standardi odobravanja kredita poduzećima i stanovništvu. Pritom je zabilježena najsnažnija kreditna potražnja poduzeća od početka provođenja ankete, dok se potražnja stanovništva za kreditima smanjila. Godišnji se rast ukupnog financiranja poduzeća nastavio intenzivirati uglavnom zbog ubrzanog zaduživanja kod domaćih kreditnih institucija. Godišnji rast plasmana stanovništvu ostao je stabilan tijekom druge polovine godine, pri čemu se glavnina kreditne aktivnosti i nadalje odnosi na stambene kredite.

Troškovi zaduživanja države, koji su jedna od odrednica troškova zaduživanja ostalih domaćih sektora, nastavili su rasti tijekom druge polovine godine, i to na dugoročno zaduživanje, dok su troškovi kratkoročnog zaduživanja ostali stabilni. Kamatna stopa na jednogodišnje kunske trezorske zapise na domaćem tržištu od svibnja se zadržava na razini od 0,2% (Slika 7.1.a). Dugoročni su troškovi zaduživanja porasli, pa je, primjerice, prinos na sedmogodišnje obveznice u kunama bez valutne klauzule u listopadu iznosio 4,02%, što je za 3,7 postotnih bodova više u odnosu na kraj 2021. godine. U istom je razdoblju prinos na desetogodišnje obveznice u kunama s valutnom klauzulom u eurima porastao za 2,7 postotnih bodova i u listopadu je iznosio 3,64% (Slika 7.1.b). Tijekom srpnja država je na domaćem tržištu izdala obveznice u kunama s valutnom klauzulom u eurima,

četverogodišnje obveznice u iznosu od 0,4 mlrd. EUR uz prinos od 2,17% i desetogodišnje obveznice u iznosu od 0,8 mlrd. EUR uz prinos od 3,47%. Ipak, učinak povećanja prinosa na ukupne kamatne troškove države trebao bi biti ograničen zbog relativno dugoga prosječnog dospijeca javnog duga.

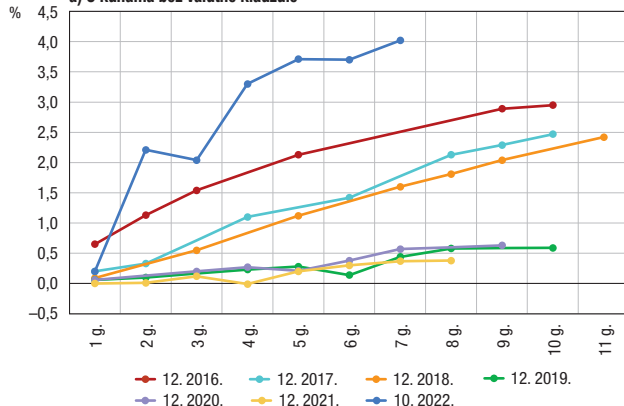
Nakon što je tijekom srpnja formalno potvrđeno članstvo Hrvatske u europodručju od početka 2023. godine, sve tri agencije za dodjelu kreditnog rejtinga povećale su rejting Hrvatske na dotad najvišu razinu. Tako od sredine srpnja agencije Fitch i Standard & Poor's Hrvatsku ocjenjuju ocjenom BBB+, što su tri razine iznad špekulativnog rejtinga, a agencija Moody's ocjenom Baa2, odnosno dvije razine iznad špekulativnog rejtinga.

Pooštavanje globalnih uvjeta financiranja počelo se tijekom druge polovine godine prelijevati na troškove financiranja poduzeća. Kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite poduzećima u listopadu je porasla na 2,76% (Slika 7.2.), što je najviša razina od početka 2019. godine. U odnosu na listopad prethodne godine trošak financiranja bio je veći za 107 baznih bodova (Slika 7.3.), na što je najviše utjecalo povećanje kamatnih stopa na kredite za investicije i indicirane kredite, ali i na kredite za obrtna sredstva. Gledano po veličini poduzeća, godišnjem rastu najviše je pridonijelo povećanje kamatne stope na kredite velikim poduzećima (108 baznih bodova), prema kojima su tijekom druge polovine godine bile usmjerene više od dvije trećine novog financiranja kod banaka.

Tromjesečni prosjek troškova financiranja porastao je tijekom druge polovine godine za poduzeća svih veličina (Slika 7.4.), ali je osobito bio izražen za velika poduzeća. Pritom kamatne stope uglavnom i nadalje padaju s porastom veličine poduzeća s obzirom na to da su veća poduzeća u pravilu manje rizična.

Slika 7.1. Prinosi do dospijeca na obveznice RH

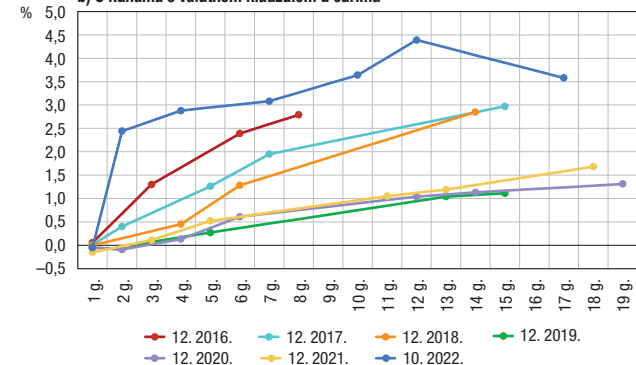
a) U kunama bez valutne klauzule



Napomena: Točkama su označeni ostvareni prinosi, dok su ostale vrijednosti interpolirane. Podaci za jednogodišnji prinos odnose se na ostvarenu kamatnu stopu na jednogodišnje kunske trezorske zapise bez valutne klauzule.

Izvor: HNB

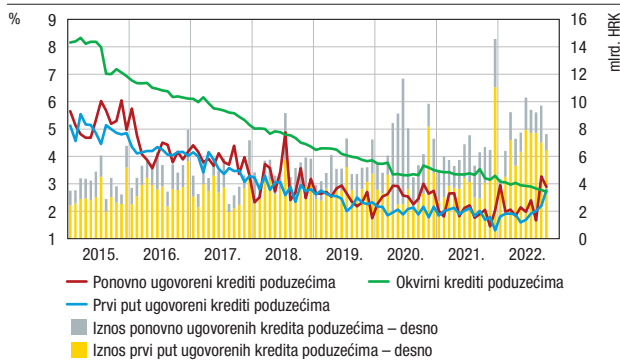
b) U kunama s valutnom klauzulom u eurima



Napomena: Točkama su označeni ostvareni prinosi, a ostale su vrijednosti interpolirane. Podaci za jednogodišnji prinos odnose se na ostvarenu kamatnu stopu na jednogodišnje trezorske zapise s valutnom klauzulom u eurima. Podatak za trezorske zapise za kraj 2016. odnosi se na studeni, za kraj 2017., 2019., 2020. i 2021. na listopad, a za 2022. na svibanj.

Izvor: HNB

Slika 7.2. Kamatne stope i iznosi kredita poduzećima



Napomena: Za kredite po kreditnim karticama, prekoračenja po transakcijskim računima, revolving kredite i potraživanja na osnovi kartica s odgodom plaćanja (engl. *charge card*) nisu dostupni podaci o prvi put ugovorenim kreditima s obzirom na to da su novi poslovi (koji kod ostalih instrumenata osim prvi put ugovorenih kredita uključuju i ponovno ugovorene postojeće kredite) za te instrumente jednaki stanjima, pa su zato svrstani u kategoriju Okvirni krediti.

Izvor: HNB

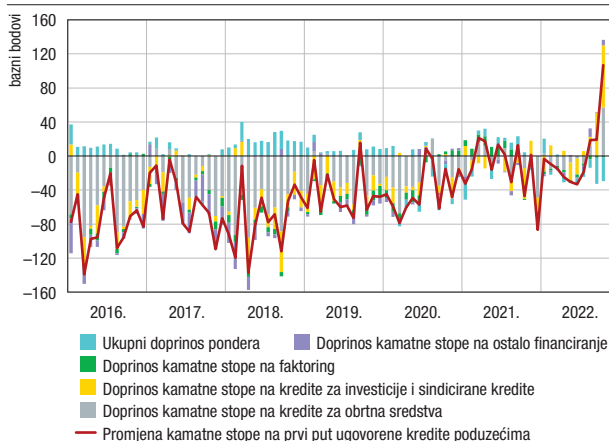
Međutim, smanjila se razlika u troškovima financiranja, pa je tromjesečna ponderirana kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite mikropoduzećima u listopadu bila za 1,6 postotnih bodova veća u odnosu na velika poduzeća, dok se tijekom prve polovine godine uglavnom kretala na razini od oko dva postotna boda.

Za razliku od poduzeća, kod stanovništva se još uvijek ne primjećuju znatniji pritisci na porast troškova financiranja. Kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite stanovništvu blago se smanjila u listopadu na 4,25% (Slika 7.5.), iako je razina i nadalje povišena u odnosu na drugo tromjesečje, kada je na pad troškova financiranja djelovao APN-ov program subvencioniranja stambenih kredita. Na godišnjoj su razini troškovi financiranja stanovništva bili veći samo za dva bazna boda (Slika 7.6.), na što je utjecao blagi rast kamatnih stopa na gotovinske nenamjenske kredite.

Kamatna stopa na gotovinske nenamjenske kredite u listopadu je iznosila 5,5%, a na stambene kredite 2,6% (Slika 7.7.), što je vrlo slično vrijednostima zabilježenima u istom mjesecu prethodne godine.

Troškovi izvora sredstava hrvatskoga bankovnog sustava

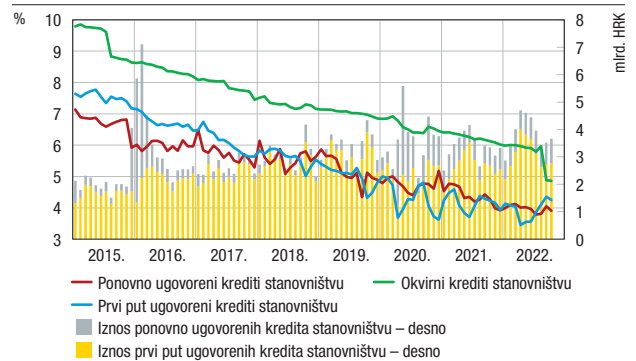
Slika 7.3. Doprinosi godišnjoj promjeni kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima



Napomena: izračunato na osnovi Bennetova indeksa, prema kojemu se ukupni doprinos dijeli na učinak kamatne stope i učinak pondera

Izvor: HNB

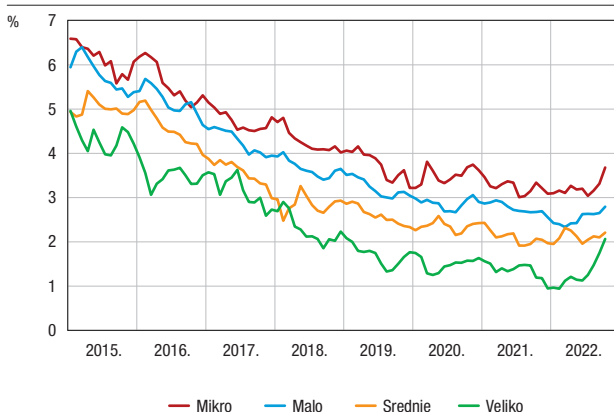
Slika 7.5. Kamatne stope i iznosi kredita stanovništvu



Napomena: Za kredite po kreditnim karticama, prekoračenja po transakcijskim računima, revolving kredite i potraživanja na osnovi kartica s odgodom plaćanja (engl. *charge card*) nisu dostupni podaci o prvi put ugovorenim kreditima s obzirom na to da su novi poslovi (koji kod ostalih instrumenata osim prvi put ugovorenih kredita uključuju i ponovno ugovorene postojeće kredite) za te instrumente jednaki stanjima, pa su zato svrstani u kategoriju Okvirni krediti.

Izvor: HNB

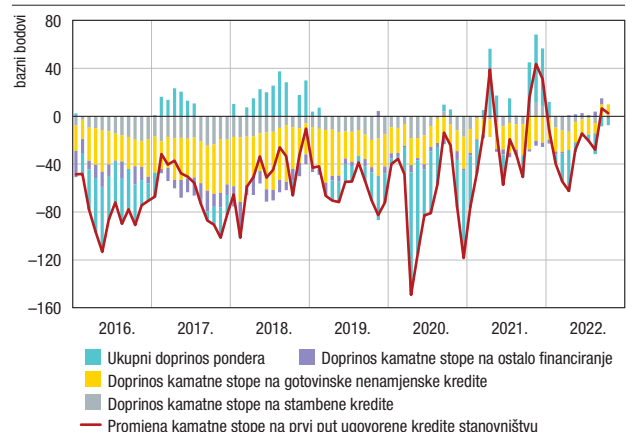
Slika 7.4. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite prema veličini poduzeća



Napomena: tromjesečni ponderirani pomični prosjeci

Izvor: HNB

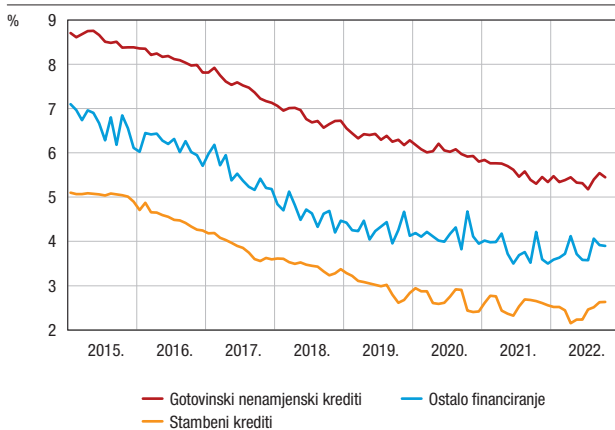
Slika 7.6. Doprinosi godišnjoj promjeni kamatne stope na prvi put ugovorene kredite stanovništvu



Napomena: izračunato na osnovi Bennetova indeksa, prema kojemu se ukupni doprinos dijeli na učinak kamatne stope i učinak pondera

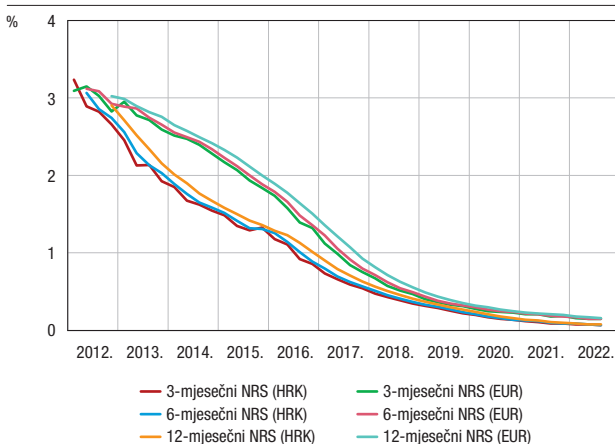
Izvor: HNB

Slika 7.7. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite stanovništvu prema namjeni



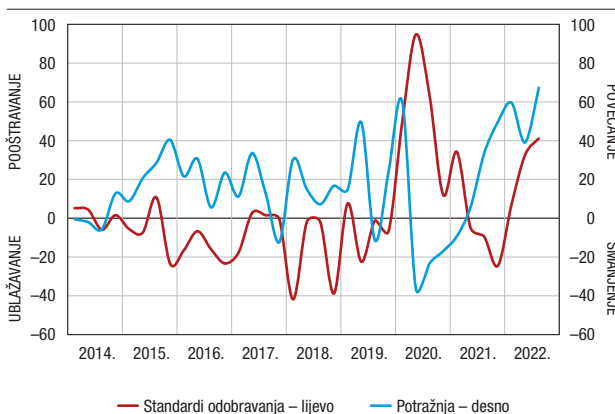
Izvor: HNB

Slika 7.8. Nacionalna referentna stopa (NRS)



Napomena: Prikazane stope odnose se na stope za sve fizičke i pravne osobe.
Izvori: HUB; HNB

Slika 7.9. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima poduzećima



Napomena: Podaci su neto postotak banaka ponderiran udjelom u ukupnim kreditima poduzećima.
Izvor: HNB

uglavnom ostaju povoljni u uvjetima dosad najviših viškova likvidnosti. Tako je tijekom trećeg tromjesečja nacionalna referentna stopa¹⁷ (Slika 7.8.), koja se najčešće rabi kao parametar za određivanje promjenjivog dijela promjenjive kamatne stope u kreditnim ugovorima za stanovništvo, ostala nepromijenjena ili se samo neznatno smanjila. S druge strane, šestomjesečni je EURIBOR nastavio rasti tijekom druge polovine godine. Tijekom prvih jedanaest mjeseci porastao je za 3,0 postotna boda na 2,4%, što je bila najviša razina od siječnja 2009. godine.

Prema rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka tijekom trećeg tromjesečja nastavilo se intenziviranje pooštavanja standarda odobravanja kredita poduzećima, dok je istodobno zabilježena najsnažnija kreditna potražnja poduzeća od početka provođenja ankete (Slika 7.9.). Na daljnje pooštavanje standarda tijekom trećeg tromjesečja najviše je utjecalo pogoršanje očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima kao i izgleda industrije ili pojedinog poduzeća. Na snažnu potražnju najviše su utjecale potrebe poduzeća za financiranjem zaliha i obrtnoga kapitala, ali se i intenzitet potražnje povezan s potrebom financiranja investicija u fiksni kapital povećao u odnosu na prvu polovinu godine.

Kada je riječ o stanovništvu, u trećem tromjesečju zabilježeno je pooštavanje standarda, pri čemu je intenzitet pooštavanja bio dvostruko snažniji za potrošačke i ostale kredite u odnosu na stambene kredite (Slika 7.10.). Banke navode pogoršana gospodarska očekivanja te trošak izvora sredstava i bilančna ograničenja kao glavne razloge za pooštavanje odobravanja svih kredita stanovništvu, dok se kod potrošačkih kredita dodatno ističe slabljenje kreditne sposobnosti klijenata. Nakon rasta tijekom prve polovine godine, kreditna potražnja smanjila se tijekom trećeg tromjesečja, posebice za stambenim kreditima. Pad potražnje za stambenim kreditiranjem bio je rezultat slabljenja perspektive tržišta nekretnina te porasta nestambenih rashoda stanovništva, dok se kod potrošačkih i ostalih kredita ističe nastavak pada pozudanja potrošača.

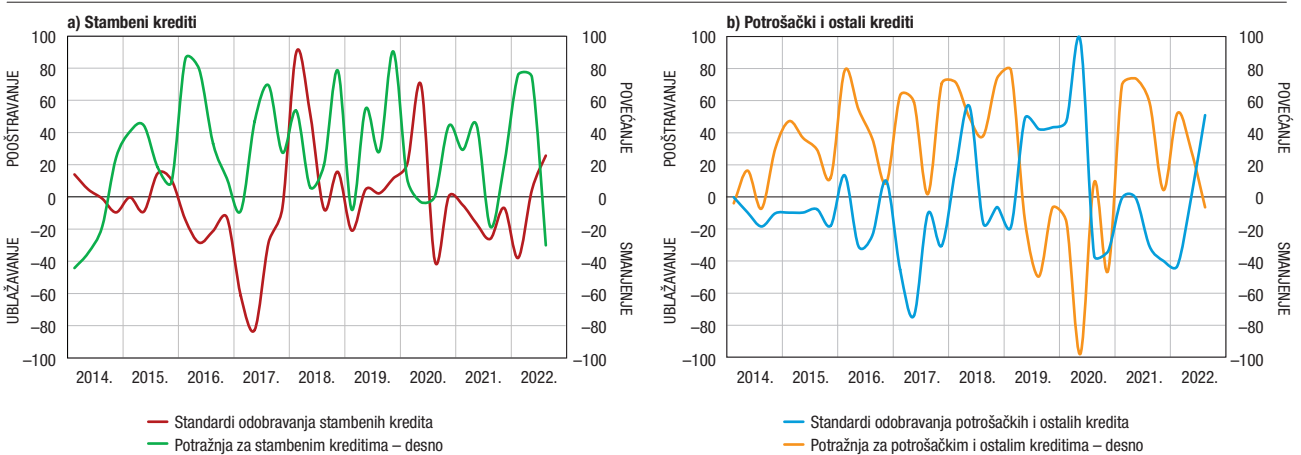
Ukupno je financiranje poduzeća zbog povećanja domaćeg duga poraslo tijekom trećeg tromjesečja (Slika 7.11.), dok je u inozemstvu zabilježeno blago razduživanje. Promatrano na godišnjoj razini, rast ukupnog financiranja nastavio se intenzivirati i u rujnu je dosegao 9,4% (na osnovi transakcija), što je najviša stopa od početka 2009. godine. Svi oblici financiranja zabilježili su godišnji rast, pri čemu se više od dvije trećine prirasta odnose na porast zaduživanja kod domaćih kreditnih institucija.

Godišnji rast duga poduzeća prema domaćim kreditnim institucijama nastavio se intenzivirati i u listopadu je iznosio 22,3% (na osnovi transakcija, Slika 7.12.). U izazovnom poslovnom okružju potrebe poduzeća za financiranjem su raznolike, pa trenutnom velikom rastu podjednako pridonose krediti za obrtna sredstva, krediti za investicije i sindicirani krediti (Slika 7.13.). Što se tiče strukture financiranja po veličini poduzeća, najizraženiji je godišnji rast zaduživanja velikih poduzeća, koji je u listopadu iznosio čak 36,5% (Slika 7.14.), dok je kreditiranje mikropoduzeća te malih i srednjih poduzeća raslo zamjetno manjim intenzitetom.

Promatrano prema djelatnostima, tijekom prvih deset mjeseci 2022. najveći je rast zaduživanja kod domaćih kreditnih institucija ostvaren u energetskim djelatnostima (Slika 7.15.), ponajprije pod utjecajem većih troškova nabave zbog izraženog poskupljenja uvoznih energenata i sirovina. No, inflatorni pritisci

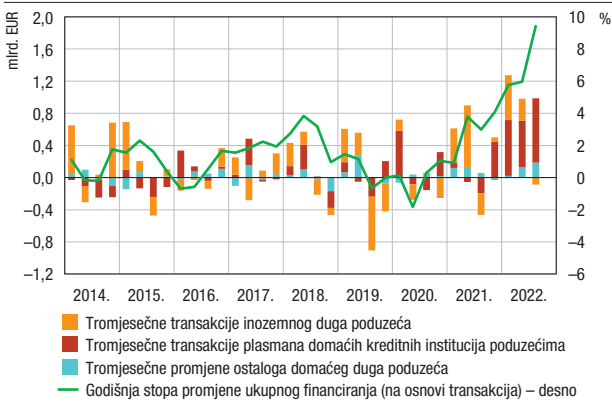
17 Nacionalna referentna stopa (NRS) prosječna je kamatna stopa koju bankarski sektor plaća na depozite te se primjenjuje kao jedna od referentnih kamatnih stopa za određivanje visine varijabilnog dijela promjenjive kamatne stope na kredite u skladu s člankom 11.a Zakona o potrošačkom kreditiranju (u skladu sa Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o potrošačkom kreditiranju, NN, br. 143/2013.).

Slika 7.10. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima stanovništvu



Napomena: Podaci jesu neto postotak banaka ponderiran udjelom u ukupnim kreditima stanovništvu.
Izvor: HNB

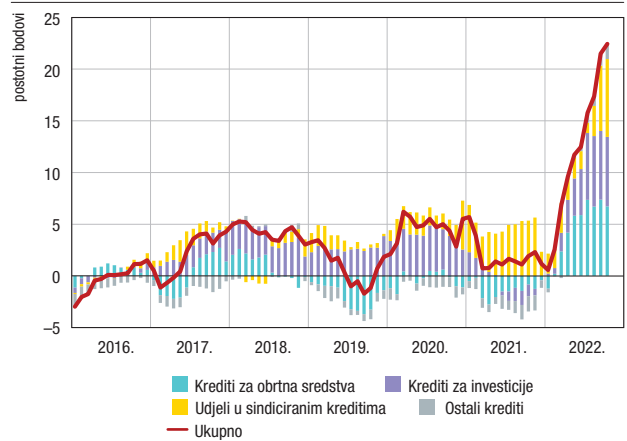
Slika 7.11. Financiranje poduzeća



Napomena: Ostalo domaće financiranje uključuje zaduživanje kod domaćih društava za lizing, HBOR-a i HAMAG BICRO-a. Inozemni dug isključuje učinak pretvaranja inozemnog duga u kapital. Sve su promjene izračunate na osnovi transakcija (osim za društva za lizing).

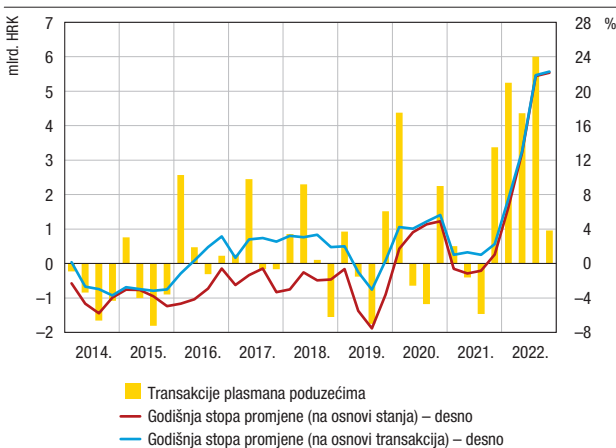
Izvori: HAMAG BICRO; Hanfa; HNB; izračun HNB-a

Slika 7.13. Rast kredita poduzećima po namjeni doprinosi na osnovi transakcija



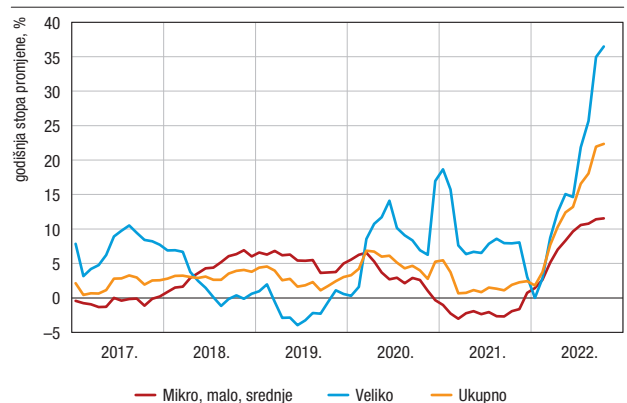
Izvor: HNB

Slika 7.12. Domaći plasmani kreditnih institucija poduzećima



Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2022. odnose se na listopad.
Izvor: HNB

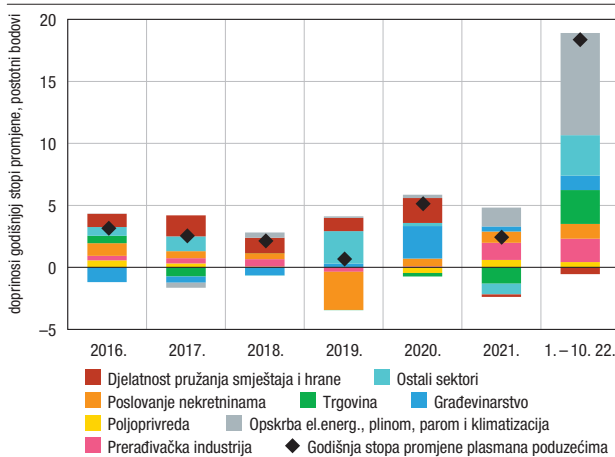
Slika 7.14. Rast plasmana poduzećima po veličini na osnovi transakcija



Napomena: Podaci su prilagođeni za procjenu učinka aktivacije državnih jamstava za kredite pojedinim brodogradilištima te smanjivanja potraživanja od grupe Agrokor, povezanog i s operativnom provedbom nagodbe.

Izvor: HNB

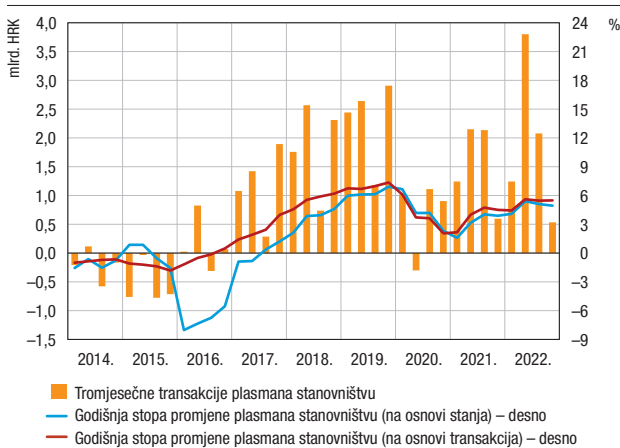
Slika 7.15. Rast plasmana poduzećima po djelatnostima na osnovi transakcija



Napomena: U listopadu 2019. jedno je veliko poduzeće zabilježilo promjenu djelatnosti iz skupine L (Poslovanje nekretninama) u skupinu E (Opskrba vodom, uklanjanje otpadnih voda, gospodarenje otpadom te djelatnosti sanacije okoliša). Zbog toga je u 2019. zabilježen snažan pad plasmana kod djelatnosti Poslovanja nekretninama, a znatan rast kod Ostalih sektora u koje je uključena i djelatnost Opskrbe vodom.

Izvor: HNB

Slika 7.16. Plasmani stanovništvu



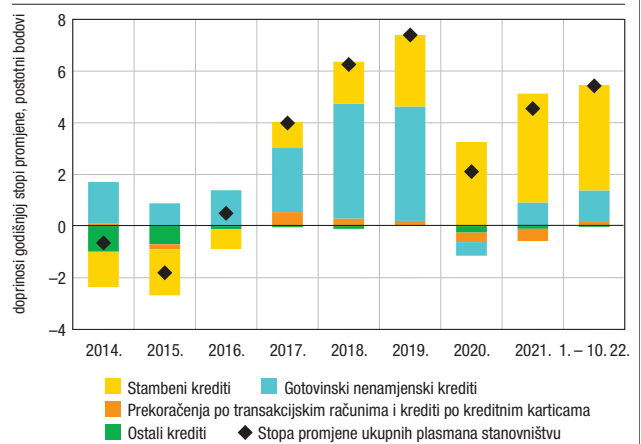
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2022. odnose se na listopad.

Izvor: HNB

i očekivanja o daljnjem porastu troškova zaduživanja djeluju na cjelokupan sektor nefinancijskih poduzeća, pa je u istom razdoblju rast financiranja poduzeća kod banaka, isključujući energetske djelatnosti, bio četiri puta veći nego rast financiranja svih poduzeća kod banaka u 2021. godini.

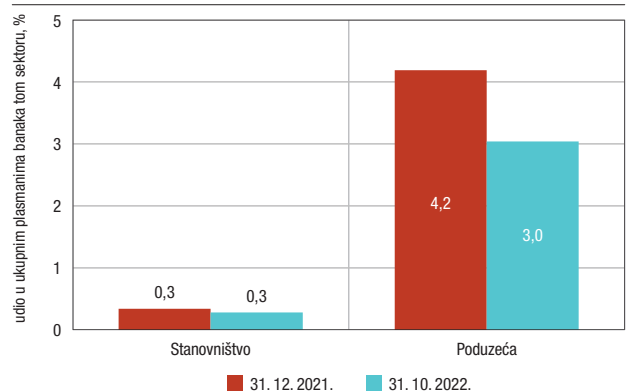
Godišnji rast plasmana stanovništvu stabilan je od svibnja, kada je iznosio 5,5%, a ista stopa ostvarena je i u listopadu (na osnovi transakcija, Slika 7.16.). Pritom se i nadalje većina prirasta odnosi na stambene kredite (Slika 7.17.), koji su u listopadu na godišnjoj razini porasli za 9,5%, što je gotovo jednako rastu u 2021. godini. Godišnji rast gotovinskih nenamjenskih kredita blago se usporio tijekom druge polovine godine na 3,0% u listopadu, što je samo malo više od rasta ostvarenog u prethodnoj godini (2,4%).

Slika 7.17. Rast plasmana stanovništvu po vrsti kredita na osnovi transakcija



Izvor: HNB

Slika 7.18. Plasmani obuhvaćeni mjerama za odgodu plaćanja ili restrukturiranje



Napomena: Od lipnja 2021. primjenjuje se nova metodologija prikupljanja podataka o odobrenim zahtjevima za odgodu plaćanja ili restrukturiranje kredita, a čija primjena nije dovela do značajnijih odstupanja u odnosu na podatke prikupljene prvotnom metodologijom.

Izvor: HNB

Ukupan iznos plasmana banaka obuhvaćenih mjerama za odgodu plaćanja ili restrukturiranje bio je na kraju listopada 2022. manji u odnosu na kraj prethodne godine. Tako je krajem listopada 3,0% plasmana banaka poduzećima i samo 0,3% plasmana stanovništvu bilo obuhvaćeno mjerama (Slika 7.18.).

Projicirana kretanja

Ukupni bi plasmani (isključujući državu) u 2022. mogli ostvariti godišnju stopu rasta od 10,7% (na osnovi transakcija), što je gotovo tri puta više u odnosu na rast zabilježen u 2021. godini (3,9%). Ubrzavanju rastu plasmana najviše je pridonijelo snažno povećanje kreditiranja poduzeća, za koje se ocjenjuje da bi do kraja godine moglo dosegnuti godišnji rast od 22,0%. Znatno manji, ali pozitivan doprinos rastu očekuje se i od kreditiranja stanovništva, koje bi u 2022. moglo porasti za 5,3%, čemu bi u velikoj mjeri moglo pridonijeti stambeno kreditiranje, a manjim dijelom i povećanje gotovinskih nenamjenskih kredita.

Okvir 4. Je li odluka Vijeća EU-a o ulasku Hrvatske u europodručje s početkom 2023. već utjecala na troškove zaduživanja?

Jedna od najvećih prednosti uvođenja eura za Hrvatsku jest smanjenje valutnog rizika, koji proizlazi iz visoke razine euroizacije. Gotovo potpuna eliminacija valutnog rizika trebala bi dovesti do pada premije na rizik zemlje, a time i do nižih troškova zaduživanja Hrvatske. U ovom se okviru stoga pokazuje da su već vidljivi povoljni učinci prelaska na euro na trošak zaduživanja države. To je posebno važno u trenutnim uvjetima jer središnje banke diljem svijeta podižu kamatne stope, što ima velik učinak na trošak zaduživanja zemalja sa sličnim obilježjima kao Hrvatska.

Članstvo u europodručju smanjuje troškove zaduživanja države (Szilard, 2021.; Kunovac i Pavić, 2018.; Wiegand, 2017.; Ehrmann, Fratzscher, Gürkaynak i Swanson, 2007.; Côté i Graham, 2004.). Kao glavni razlog za postojanje tzv. europremije navodi se uklanjanje valutnog rizika i pristupanje europskom mehanizmu za stabilnost (ESM), koji pruža pomoć državama u financijskim poteškoćama. Valja uzeti u obzir da je u određenim razdobljima "europremija" bila negativna, primjerice tijekom europske dužničke krize, kada je i nastao ESM. Budući da Hrvatska ima vrlo visoku razinu euroizacije, može se očekivati i relativno velika korist zbog uklanjanja valutnog rizika. Država, poduzeća i dio stanovništva imaju mnogo veće obveze u euru u odnosu na imovinu u euru, pa bi snažna deprecijacija kune povećala teret otplate duga i dovela u pitanje mogućnost njegove otplate. Racionalni bi investitori učinke uklanjanja valutnog rizika trebali već sada uključiti u cijenu državnih obveznica. Naime, zbog manje vjerojatnosti neispunjenja obveza u budućnosti, vjerovnici bi državi trebali biti spremni ponuditi jeftinije financiranje.

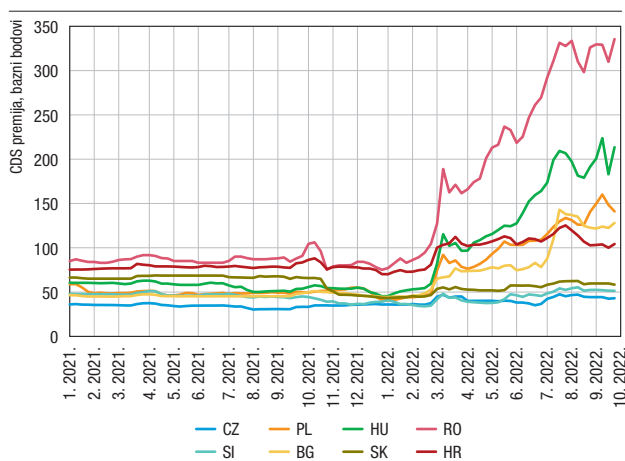
Učinak uvođenja eura na prinos na obveznice Republike Hrvatske zbog najave ulaska u europodručje ne može se izravno izmjeriti, ali ga je moguće procijeniti. Ocjena učinka uvođenja eura na prinose nije jednostavna jer je teško razlučiti učinak najave ulaska u europodručje (odluka Vijeća EU-a) u odnosu na druge šokove koji utječu na kretanje prinosa na obveznice. Potencijalno je rješenje tog problema usporedba kretanja prinosa na državne obveznice Hrvatske s prinosima na državne obveznice usporedivih zemalja. Kretanje CDS premije¹⁸, koja je standardna mjera rizika i jedna od glavnih odrednica¹⁹ prinosa na obveznice, posebice upućuje na to da je nedavno došlo do promjene u trošku financiranja Hrvatske u odnosu na usporedive zemlje (Slika 1.).

CDS premija na petogodišnju državnu obveznicu Hrvatske od početka se godine povećala, ali taj je porast bio zamjetno manji nego za neke usporedive zemlje. Na početku 2022. godine percipirana rizičnost Hrvatske u odnosu na usporedive zemlje bila je druga najveća (Rumunjska je imala veću). Porast CDS premija bio je poglavito izražen za zemlje koje nisu dio europodručja, osim Češke, dok je za usporedive zemlje koje su dio europodručja bio manje naglašen. Do kraja rujna tržišna percepcija vjerojatnosti neispunavanja obveza Hrvatske manja je i od Rumunjske, Mađarske, Bugarske i Poljske, članica EU-a izvan europodručja. Međutim, teško je tvrditi da povoljnije kretanje CDS premija za Hrvatsku zrcali odluku Vijeća EU-a o njezinu skorom ulasku u europodručje. CDS premije bile su ove godine uglavnom određene stezanjem monetarne politike i učincima rata u Ukrajini. Različite zemlje mogle su biti različito pogođene tim šokovima, primjerice Poljska i Rumunjska potencijalno su više izložene rizicima proizašlima iz rata u Ukrajini od Hrvatske.

Kako bi se utvrdio kauzalni efekt najave prelaska na euro, u ovom okviru primjenjuje se metoda tzv. sintetičke kontrole (Abadie, 2021.). Ideja metode jest konstruirati sintetičku Hrvatsku na osnovi uprosječivanja kretanja pokazatelja za druge zemlje. Svakoj zemlji dodijeljen je određeni udio²⁰ u sintetičkoj kontrolnoj skupini, s ciljem da ona dobro prati kretanje pokazatelja za Hrvatsku. Nakon Odluke Vijeća EU-a o prihvaćanju eura, sintetička kontrolna skupina pokazuje alternativni scenarij, tj. kretanje prinosa na državnu obveznicu Hrvatske koje bi se moglo očekivati u slučaju da takva odluka nije donesena. Sintetička Hrvatska vrlo dobro oponaša kretanje prinosa na desetogodišnju eurisku obveznicu Hrvatske prije odluke Vijeća EU-a (Slika 2.). Nakon odluke Vijeća EU-a dolazi do razlike u kretanju prinosa na obveznice Hrvatske u odnosu na sintetičku kontrolnu skupinu. Na kraju rujna, prinos je bio 60 baznih bodova niži za obveznice Hrvatske u odnosu na alternativni scenarij, u kojemu nije bilo najave ulaska u europodručje (Slika 3.).

Povoljni učinci uvođenja eura veći su za obveznice kraćega dospelja. Za obveznice kraćega dospelja, primjerice 3 i 5 godina, vidljiv je i veći pad prinosa u odnosu na kontrolnu skupinu zemalja, što je u skladu s većim učinkom eliminiranja neizvjesnosti o ulasku u europodručje u kratkom i srednjem roku, nego u dugom roku (Slika 4.). Sličan pad u odnosu na sintetičku Hrvatsku vidljiv je i u CDS premijama nakon Odluke vijeća EU-a. To pokazuje da investitori doista percipiraju manju vjerojatnost neispunjenja obveza Hrvatske nakon pridruživanja europodručju. I ostali domaći sektori izloženi su valutnom riziku te se stoga

Slika 1. Kretanje CDS premija u Hrvatskoj i usporedivim zemljama



Napomena: CDS premija odnosi se na petogodišnju državnu obveznicu.

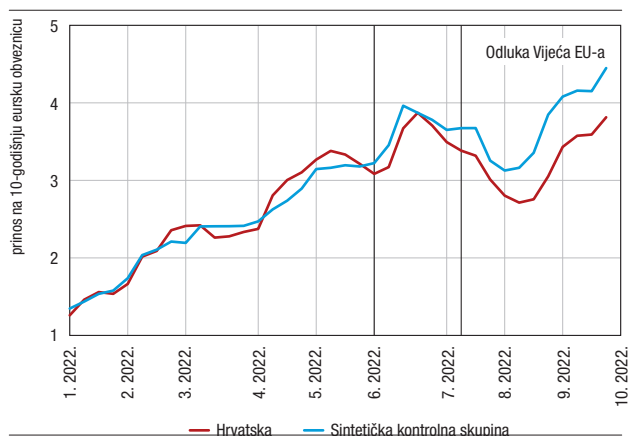
Izvor: Bloomberg

18 Credit default swap (CDS) premija je premija osiguranja od neispunjenja obveza na određeni financijski instrument (u ovome okviru, na petogodišnju državnu obveznicu).

19 Prinos na obveznice određen je i drugim čimbenicima, poput mogućnosti obveznice da se rabi kao jamstvo (kolateral) u repo poslovima i oskudnosti kolaterala na tržištu.

20 Udjeli su odabrani tako da je minimizirana razlika u kretanju prinosa (točnije, korijen srednje kvadratne pogreške) Hrvatske i sintetičke kontrolne skupine od početka 2022. godine do Odluke Vijeća EU-a. Također, minimizirana je razlika (euklidska udaljenost) u relevantnim karakteristikama koje su važne za dinamiku prinosa. Varijable uzete u obzir jesu prosjek prinosa na obveznice od početka godine, prosječna dnevna promjena tečaja EUR/HRK, prosječni mjesečni rast cijena mjeren HICP-om, stopa rasta realnog BDP-a, omjer javnog duga i BDP-a te omjer proračunskog salda i BDP-a. Sintetička kontrolna skupina s pripadajućim udjelima tako uključuje: Rumunjsku (s udjelom od 0,355), Nizozemsku (0,247), Grčku (0,214), Švedsku (0,088), Litvu (0,055) i Dansku (0,041). Serija prinosa sintetičke Hrvatske linearna je kombinacija navedenih udjela pomnoženih s pripadajućim prinosima za svaku zemlju. Udjeli dobiveni metodom sintetičke kontrole općenito nisu jedinstveni, tj. moguće je da različite kombinacije udjela također minimiziraju korijen srednje kvadratne pogreške.

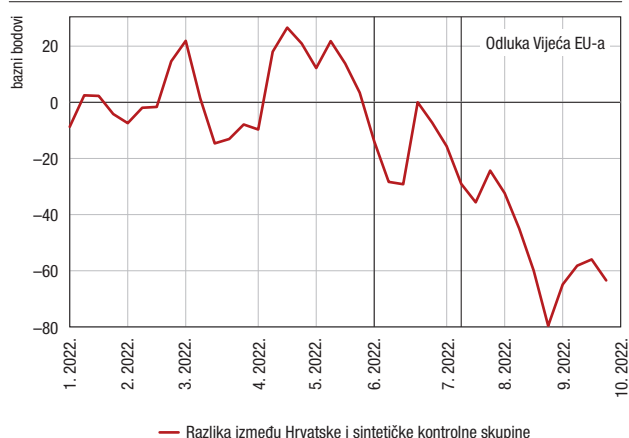
Slika 2. Kretanje prinosa u odnosu na sintetičku kontrolnu skupinu



Napomena: Prva vertikalna linija odnosi se na Izvješće o konvergenciji od 1. lipnja 2022., a druga na Odluku Vijeća EU-a o usvajanju eura u Hrvatskoj.

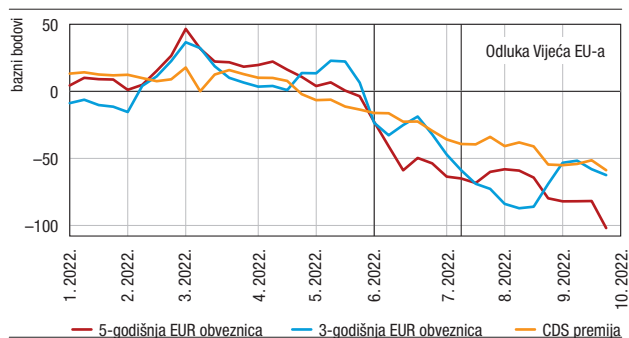
Izvor: izračun HNB-a

Slika 3. Razlika prinosa na desetogodišnju eursku državnu obveznicu Hrvatske u odnosu na sintetičku kontrolnu skupinu



Izvor: izračun HNB-a

Slika 4. Razlika između ostvarenja i sintetičke kontrolne skupine za različite ročnosti i CDS premije



Napomene: Sintetička kontrolna skupina za petogodišnju eursku obveznicu obuhvaća: Rumunjsku (s pripadajućim udjelom 0,382), Dansku (0,266), Grčku (0,238), Litvu (0,054), Švedsku (0,034) i Nizozemsku (0,026). Sintetička kontrolna skupina za trogodišnju eursku obveznicu obuhvaća: Austriju (0,311), Litvu (0,214), Portugal (0,196), Nizozemsku (0,119), Mađarsku (0,102), Poljsku (0,054) i Grčku (0,003). Sintetička kontrolna skupina za CDS premiju obuhvaća: Rumunjsku (0,321), Dansku (0,281), Grčku (0,247), Švedsku (0,098) i Litvu (0,053).

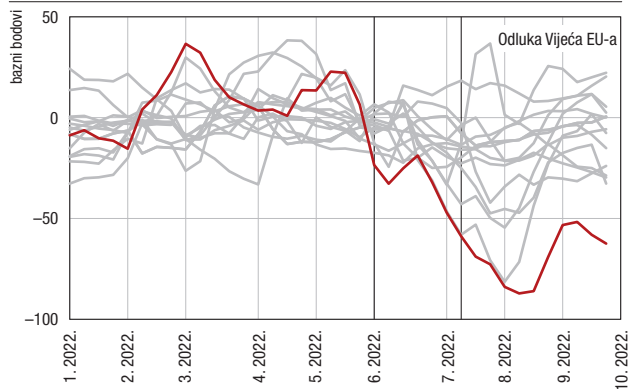
Izvor: izračun HNB-a

može očekivati povoljan učinak na trošak zaduživanja kućanstava i poduzeća.

Ključna je pretpostavka ove analize da se nakon odluke Vijeća EU-a nije dogodilo ništa što bi moglo objasniti razliku između Hrvatske i sintetičke kontrolne skupine. Ta bi pretpostavka vjerojatnije bila ispunjena kada bismo primjenom iste metode da druge zemlje dobili rezultate koji pokazuju da nije došlo do znatnijih idiosinkratskih promjena prinosa. Ako je riječ o specifičnom šoku povezanom s uvođenjem eura, procijenjeni učinak za Hrvatsku bio bi veći nego kada bismo primijenili istu metodu na druge zemlje. Usporedba promjene prinosa na obveznicu za sve zemlje u odnosu na njihove specifične kontrolne skupine doista pokazuje da je upravo nakon Izvješćaja o konvergenciji i Odluke Vijeća EU-a pad prinosa neobično velik za Hrvatsku u odnosu na kretanje prinosa na obveznice drugih zemalja (Slika 5.).

Postoji mogućnost da prikazani rezultat ovisi o određenoj zemlji ili grupi zemalja u sintetičkoj kontrolnoj skupini. Primjerice, možda se u srpnju za važnu zemlju u kontrolnoj skupini dogodio neki specifični šok, pa rezultati odražavaju učinak toga šoka, a ne odluke o prihvatanju eura (primjerice, možda je ruska agresija na Ukrajinu u srpnju naglašenije utjecala na kretanje prinosa

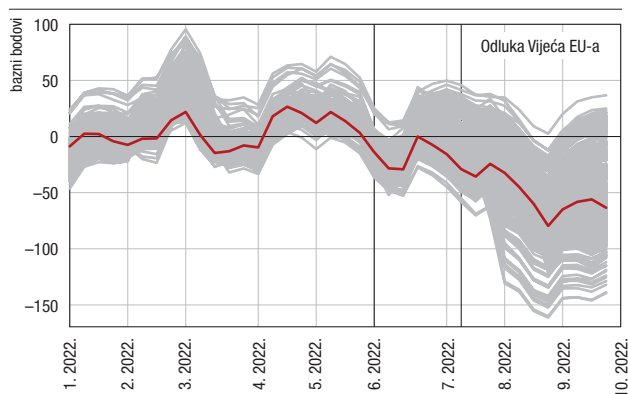
Slika 5. Razlika u odnosu na sintetičku kontrolnu skupinu za sve zemlje u uzorku za trogodišnju eursku obveznicu



Napomena: Zemlje za koje metoda nije rezultirala adekvatnom sintetičkom kontrolnom skupinom izbačene su iz grafikona. To je napravljeno u slučaju kada je apsolutna razlika u odnosu na sintetičku kontrolnu skupinu prije 1. lipnja veća od 50 baznih bodova.

Izvor: izračun HNB-a

Slika 6. Razlika u odnosu na sintetičku kontrolnu skupinu za tisuću nasumično odabranih uzoraka



Napomena: Zemlje za koje metoda nije rezultirala adekvatnom sintetičkom kontrolnom skupinom izbačene su iz grafikona. To je napravljeno u slučaju kada je apsolutna razlika u odnosu na sintetičku kontrolnu skupinu prije 1. lipnja veća od 50 baznih bodova.

Izvor: izračun HNB-a

Rumunjske). Kako bi se procijenilo je li odabir pojedinih zemalja u kontrolnu skupinu utjecao na rezultat, tisuću puta nasumično su odabrani članovi kontrolne skupine na način da svaka zemlja ima jednaku vjerojatnost da se pojavi u uzorku. Potom je na svakom novom odabranom uzorku primijenjena metoda sintetičke kontrole. Slika 6. pokazuje da i nasumično odabrani skupovi zemalja u velikoj većini slučajeva rezultiraju manjim traženim prinosima za Hrvatsku u odnosu na sintetičku kontrolnu skupinu. To upućuje na zaključak da dobiveni rezultat ne ovisi o specifičnoj grupi zemalja u kontrolnoj skupini.

Prikazani rezultati upućuju na mogućnost da je dio učinka vezan uz pristupanje Hrvatske europodručju vjerojatno ugrađen u prinose na njezine državne obveznice i prije same Odluke Vijeća EU-a. Naime, pad u prinosima vidljiv je i nakon objave Izvještaja o konvergenciji (1. lipnja 2022.), kada je Europska komisija objavila da je Hrvatska zadovoljila kriterije za ulazak u europodručje. Vjerojatno je i prije toga dio investitora očekivao ulazak u

europodručje s početkom 2023. godine. Međutim, postojala je neizvjesnost oko ispunjavanja kriterija za prihvaćanje eura, poglavito uz kriterij povezan s inflacijom, pa se stoga ovaj rezultat može promatrati kao dodatni učinak smanjenja neizvjesnosti o ulasku u europodručje, odnosno kao donja granica vjerojatnog učinka uvođenja eura u ovom trenutku.

Analiza kretanja prinosa Hrvatske i usporedivih zemalja upućuje na zaključak da se dio najavljenih povoljnih učinaka ulaska u europodručje već materijalizirao i vidljiv je u troškovima zaduživanja države. Također, dodatni učinci na cijenu zaduživanja, koji možda nisu unaprijed predviđeni od strane investitora, mogući su i nakon ulaska u europodručje. Povoljan utjecaj na financiranje države može se u budućnosti prelići i na trošak zaduživanja poduzeća i kućanstava (Kunovac i Pavić, 2017.). To je posebno važno u trenutnim uvjetima, kada podizanje ključnih kamatnih stopa središnjih banaka dovodi do nerazmjerno velikog rasta troška zaduživanja za zemlje s obilježjima kao Hrvatska.

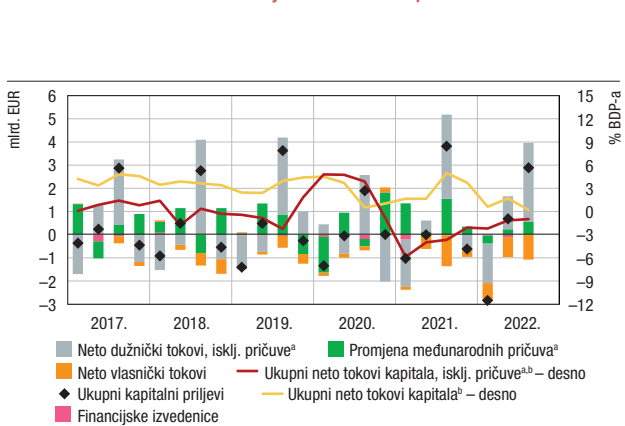
8. Tokovi kapitala s inozemstvom

Na financijskom računu platne bilance, isključujući li se promjena bruto međunarodnih pričuva i obveza HNB-a, u trećem je tromjesečju 2022. zabilježen snažan neto odljev kapitala u iznosu od 1,6 mlrd. EUR. Pritom je ostvareni neto odljev kapitala u potpunosti rezultat smanjenja neto dužničkih obveza domaćih sektora, zbog uobičajenoga sezonskog poboljšanja inozemne pozicije kreditnih institucija, dok su se neto vlasničke obveze primjetno povećale. Kako su se u istom razdoblju povećale i međunarodne pričuve središnje banke, ukupan je neto odljev kapitala bio još izraženiji i iznosio je 2,1 mlrd. EUR.

Neto priljev vlasničkih ulaganja od 1,1 mlrd. EUR ostvaren u trećem tromjesečju 2022. poglavito se odnosi na dobit banaka i nefinancijskih poduzeća u stranom vlasništvu, koja je porasla za otprilike trećinu. U uvjetima nastavka gospodarskog rasta dobit nefinancijskih poduzeća djelomice je porasla i zbog porasta cijena, dok je kod banaka na tekuću dobit povoljno djelovalo smanjivanje ispravaka vrijednosti za kredite. Istodobno su nova izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku, isključujući transakcije pretvaranja duga u ulog, bila relativno skromna (Slika 8.2.).

Izrazito snažno smanjenje neto inozemnih dužničkih obveza (za 3,4 mlrd. EUR, isključujući promjenu bruto međunarodnih pričuva i obveza HNB-a) u trećem je tromjesečju 2022. rezultat zamjetnog rasta imovine, što je u manjoj mjeri bilo praćeno smanjenjem obveza. Pritom su svoju neto dužničku poziciju poboljšali svi domaći sektori, a ponajviše kreditne institucije (Slika 8.3.) zahvaljujući snažnom rastu inozemne imovine zbog priljeva deviza tijekom glavnog dijela turističke sezone. Za razliku od toga, imovina se banaka u okviru sustava TARGET2²¹ smanjila. Osim toga, poboljšala se i inozemna pozicija države zbog smanjenja inozemnih obveza, poglavito na osnovi dugoročnih dužničkih vrijednosnih papira, zbog transakcija na sekundarnom tržištu. Poboljšala se i dužnička pozicija ostalih domaćih sektora, pri čemu su se najviše smanjile neto obveze na osnovi dugoročnih kredita, a smanjile su se i njihove neto obveze prema vlasnički povezanim vjerovnicima. Istodobno su se međunarodne

Slika 8.1. Tokovi na financijskom računu platne bilance



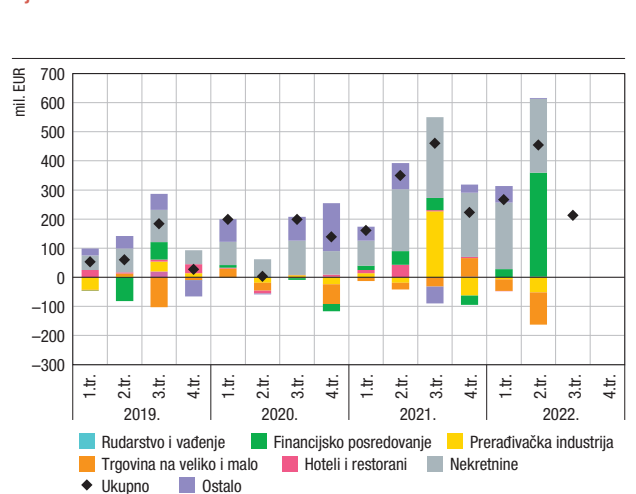
^a Promjena bruto međunarodnih pričuva umanjena je za obveze HNB-a.

^b Zbroj prethodnih četiriju tromjesečja

Napomena: Neto tokovi jesu razlika između promjene sredstava i obveza. Vlasnički tokovi obuhvaćaju samo promjenu inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja, zadržane dobiti i portfeljnih vlasničkih ulaganja, dok je neto zaduživanje kod vlasnički povezanih poduzeća dio dužničkih tokova kapitala. Pozitivna vrijednost označuje neto odljev kapitala u inozemstvo.

Izvor: HNB

Slika 8.2. Inozemna izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku po djelatnostima

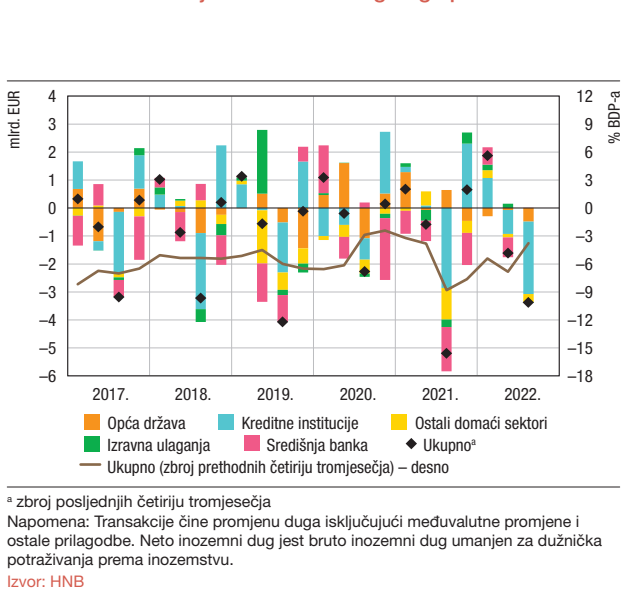


Napomena: Vlasnička ulaganja umanjena su za transakcije pretvaranja duga u kapital i kružna izravna ulaganja.

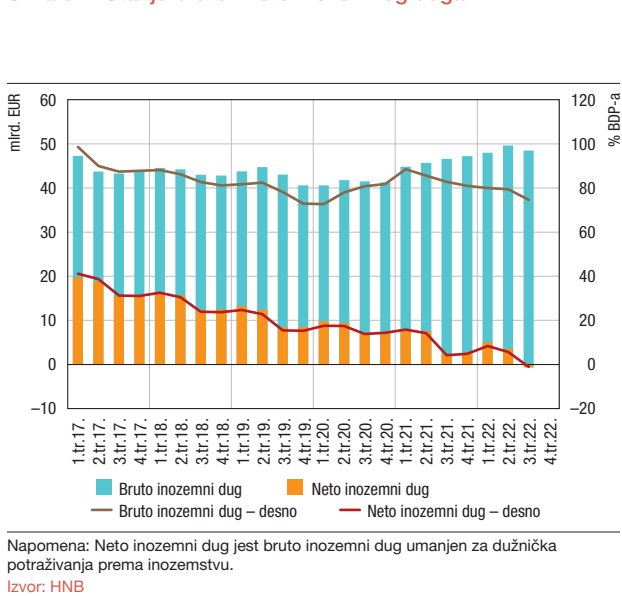
Izvor: HNB

21 Sredstva banaka u okviru sustava TARGET2 čine inozemnu imovinu središnje banke, ali nisu dio međunarodnih pričuva.

Slika 8.3. Transakcije neto inozemnog duga po sektorima



Slika 8.4. Stanje bruto i neto inozemnog duga



pričuve (bruto pričuve umanjene za obveze HNB-a) primjetno povećale, kao posljedica rasta deviznog depozita države kod HNB-a, a na osnovi priljeva sredstava iz fondova EU-a. Povećani obujam repo poslova dodatno je pridonio rastu bruto međunarodnih pričuva, iako u znatno manjoj mjeri, no s obzirom na to da navedena vrsta poslova za isti iznos istodobno povećava i inozemne obveze središnje banke, to nije utjecalo na njezinu neto inozemnu poziciju.

Relativni pokazatelji inozemne zaduženosti u prvih su se devet mjeseci 2022. primjetno poboljšali. Tako je na kraju rujna 2022. stanje bruto inozemnog duga iznosilo 48,5 mlrd. EUR, odnosno 74,6% BDP-a, što je za 6,4 postotna boda manje nego na kraju 2021. godine. Poboljšanje relativnog pokazatelja bruto inozemne zaduženosti isključivo je rezultat snažnog rasta nominalnog BDP-a, dok se u apsolutnim iznosima bruto dug povećao (najviše dug ostalih domaćih sektora). Budući da se inozemna

imovina domaćih sektora, poglavito kreditnih institucija i središnje banke, povećala više od njihovih obveza, neto inozemni dug smanjio se i u relativnom i u apsolutnom iznosu. Tako je stanje neto inozemnog duga na kraju rujna 2022. prvi put ušlo u negativno područje te je iznosilo -0,7 mlrd. EUR ili -1,1% BDP-a, što je za 3,5 postotnih bodova manje nego na kraju 2021. godine.

Projicirana kretanja

Neto odljev kapitala u cijeloj 2022. mogao bi biti zamjetno manji od prošlogodišnjeg ostvarenja, što je na tragu znatno nepovoljnije ocjene viška na tekućem i kapitalnom računu. Ocjenjeni neto odljev kapitala pritom odražava snažno smanjenje neto dužničkih obveza domaćih sektora, iako manje izraženo nego prethodne godine, pri čemu bi se najviše mogla poboljšati neto inozemna pozicija poslovnih banaka. Iako u znatno manjoj mjeri, na razini cijele godine očekuje se i poboljšanje neto inozemne pozicije države, dok bi se, za razliku od toga, pozicija ostalih domaćih sektora mogla blago pogoršati.

U 2022. mogao bi biti zabilježen i veći neto priljev vlasničkih ulaganja u usporedbi s prethodnom godinom, no to je poglavito posljedica manjih odljeva na osnovi vlasničkih ulaganja rezidenata u dionice i vlasničke udjele u inozemstvu. Osim toga, unatoč rastu profitabilnosti domaćih banaka i nefinancijskih poduzeća u stranom vlasništvu, vlasničke obveze mogle bi biti primjetno manje negoli prethodne godine, zbog rasta isplata dividendi, odnosno ukidanja ograničenja raspodjela dobiti kreditnih institucija koje je bilo na snazi do 1. listopada 2021. I izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku na razini cijele godine mogla bi biti malo niža nego prethodne godine, iako u puno manjoj mjeri, uvažavajući visoku bazu iz 2021. zbog nekoliko većih preuzimanja domaćih tvrtki od strane inozemnih investitora.

Nakon stagnacije u 2021., u tekućoj se godini očekuje ponovo smanjenje omjera bruto inozemnog duga i BDP-a. To je poboljšanje posljedica rasta nominalnog BDP-a, dok bi se u apsolutnom iznosu stanje ukupnog bruto inozemnog duga moglo povećati zbog rasta obveza središnje banke i poslovnih banaka. Tako bi na kraju 2022. relativni pokazatelj bruto inozemne zaduženosti mogao iznositi oko 73% BDP-a, u usporedbi s 81% BDP-a na kraju 2021. godine. Istodobno bi inozemna potraživanja mogla prvi put nadmašiti inozemne obveze, zbog čega bi neto inozemni dug mogao biti negativan i iznositi oko -0,5% BDP-a.

U 2023. mogao bi se nastaviti blagi neto odljev kapitala, uz daljnje smanjivanje neto dužničkih obveza i istodoban neto priljev vlasničkih ulaganja. Istodobno, u skladu s prognoziranim blagim smanjenjem ukupnog bruto inozemnog duga, praćenog rastom inozemne dužničke imovine, kao i daljnjim rastom nominalnog BDP-a, relativni pokazatelji bruto i neto inozemne zaduženosti mogli bi se dodatno poboljšati na 67%, odnosno -3% BDP-a.

Projekcija tokova kapitala, a time i smanjenje neto inozemnih dužničkih obveza, vezani su uz projekciju viška na tekućem i kapitalnom računu, koja je izložena znatnim rizicima. Osim toga, ne treba zanemariti da ranije akumulirane inozemne obveze Hrvatsku i nadalje čine osjetljivom na rizike još izraženijeg pogoršanja uvjeta financiranja i pogoršanja globalne investicijske klime. Međutim, ti su rizici primjetno smanjeni jačanjem vanjske pozicije Hrvatske i predviđenim uvođenjem eura, što ujedno pridonosi rastu otpornosti domaćega gospodarstva.

9. Monetarna politika

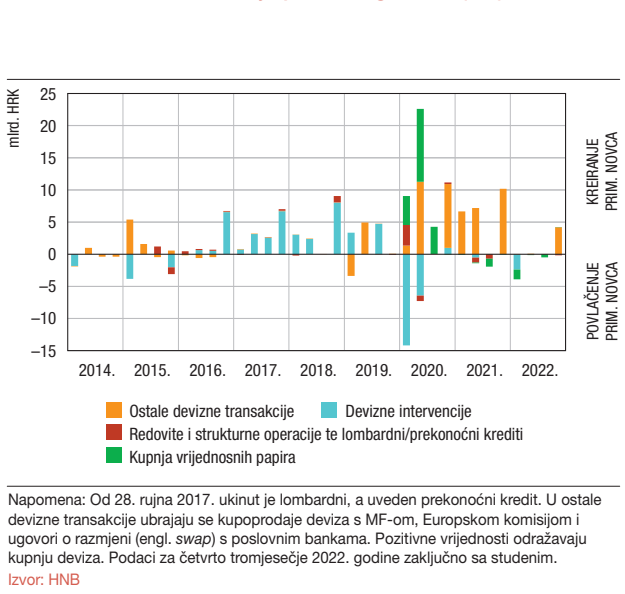
Monetarno okružje u drugoj polovini 2022. godine obilježili su geopolitička i ekonomska neizvjesnost, a posebice visoka i rastuća inflacija, koja je potaknula središnje banke diljem svijeta na brže i snažnije pooštavanje monetarne politike. U takvim su se okolnostima nastavili pogoršavati uvjeti financiranja na globalnim financijskim tržištima. Učinak prelijevanja nepovoljnih globalnih financijskih uvjeta na troškove financiranja u Hrvatskoj dosad je bio relativno ograničen, što se ponajprije može pripisati skorom pristupanju europodručju, odnosno smanjenoj percepciji rizika i visokoj kunskoj likvidnosti banaka, koja je dodatno povećana harmonizacijom monetarnih instrumenata HNB-a instrumentariju Eurosustava. Tečaj kune prema euru bio je stabilan. Sudjelovanje u europskom tečajnom mehanizmu i očekivano uvođenje eura dodatno su usidrili očekivanja tržišta. Stoga HNB, nakon što je u ožujku u tri navrata prodao poslovnim bankama ukupno 385 mil. EUR, u ostatku godine nije intervenirao na deviznom tržištu. Kada je riječ o ostalim deviznim

transakcijama, HNB je od početka godine do kraja studenoga neto otkupio od Ministarstva financija 576,8 mil. EUR. Od toga je gotovo cijeli iznos ostvaren u studenome, kada je HNB otkupio 550 mil. EUR. Promatraju li se ukupne devizne transakcije u istom razdoblju, HNB je neto otkupio 191,8 mil. EUR, čime je ukupno kreirao 1,4 mlrd. kuna primarnog novca (Slika 9.1.).

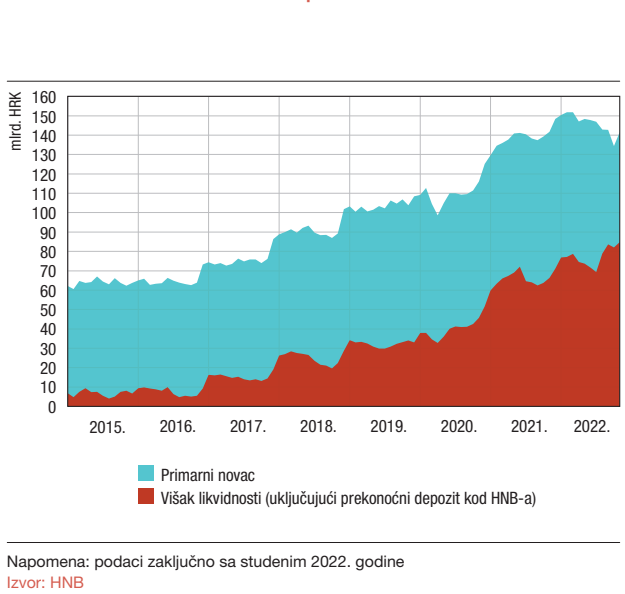
Kad je riječ o kunkskim operacijama, HNB je nastavio održavati redovite tjedne operacije s fiksnom kamatnom stopom od 0,05%. Međutim, nakon ožujka²², u ostatku godine nije bilo interesa banaka za sredstvima ponuđenima putem ovog instrumenta monetarne politike. Strukturnim operacijama također nije kreirana dodatna kunška likvidnost, pa se njihovo stanje na kraju studenoga zbog prijevremenih otplata smanjilo na 2,8 mlrd. kuna, što je za 240 mil. kuna manje u odnosu na kraj prethodne godine. Osim toga, dospjeća pojedinih obveznica iz portfelja HNB-a smanjila su stanje ukupno upisanih obveznica RH za 2,1 mlrd. kuna u odnosu na kraj 2021. godine.

Slobodna novčana sredstva banaka dosegla su tijekom druge polovine 2022. dosad najvišu razinu. Tako je prosječni dnevni višak kunske likvidnosti domaćega bankovnog sustava u studenome dosegnuo 84,8 mlrd. kuna (Slika 9.2.). U odnosu na prosinac prethodne godine, prosječni dnevni višak likvidnosti bio je u studenome viši za 13,7 mlrd. kuna. To je posljedica spomenute prilagodbe instrumenata monetarne politike HNB-a u procesu pristupanja europodručju. Naime, HNB je u srpnju 2022. godine donio Odluku o izmjenama i dopunama Odluke o obveznoj pričuvu, kojom se stopa obvezne pričuve smanjuje s 9% na 5% u kolovozu, a potom na 1% u prosincu. Time se u kolovozu smanjio kunski dio obvezne pričuve za 14,7 mlrd. kuna, što je rezultiralo povećanjem viška kunske likvidnosti domaćega bankovnog sustava. HNB je u srpnju donio i Odluku o izmjeni i dopuni Odluke o minimalno potrebnim deviznim potraživanjima, kojom se uvodi postupno ukidanje mjere održavanja deviznih obveza deviznim potraživanjima, pri čemu se od kolovoza

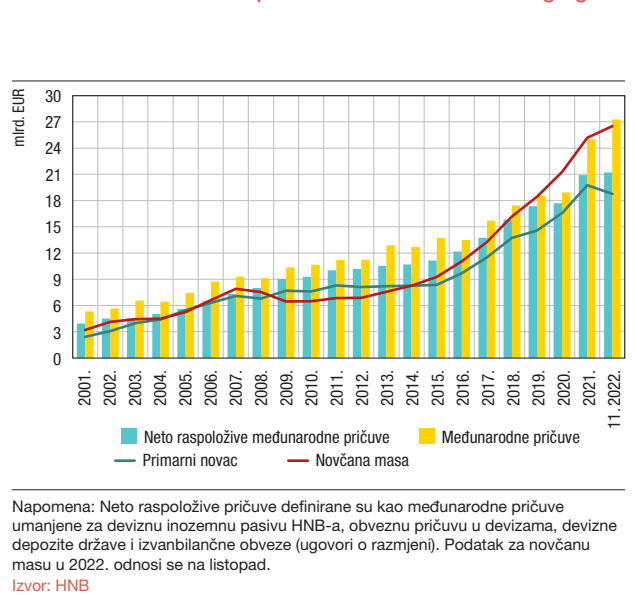
Slika 9.1. Tokovi formiranja primarnog novca (M0)



Slika 9.2. Likvidnost banaka i primarni novac

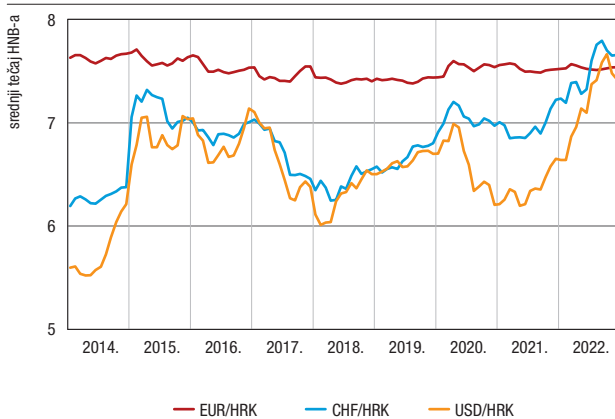


Slika 9.3. Međunarodne pričuve HNB-a i monetarni agregati



²² Zbog neizvjesnosti povezanih s posljedicama sankcija uvedenih Ruskoj Federaciji, banke su iskazale interes za dodatnom likvidnošću, pa je HNB, prvi put nakon svibnja 2020. godine, u ožujku 2022. bankama plasirao sredstva putem redovite operacije, odnosno banke su posudile ukupno 770 mil. kuna na rok od tjedan dana s fiksnom kamatnom stopom od 0,05%.

Slika 9.4. Nominalni tečajevi kune prema odabranim valutama



Izvor: HNB

minimalni postotak održavanja smanjuje sa 17% na 8,5%, a potom se u prosincu mjera u potpunosti ukida.

Viša razina ugovorenih repo ugovora, rast deviznih depozita države kod HNB-a i otkup deviza od države rezultirali su rastom međunarodnih pričuva RH tijekom prvih jedanaest mjeseci 2022. Tako su bruto međunarodne pričuve na kraju studenoga iznosile 27,3 mlrd. EUR (Slika 9.3.), što je za 2,3 mlrd. EUR ili 9,1% više u usporedbi s krajem 2021. godine. Neto raspoložive pričuve u istom su razdoblju porasle za 0,3 mlrd. EUR (1,4%) te su na kraju studenoga iznosile 21,2 mlrd. EUR.

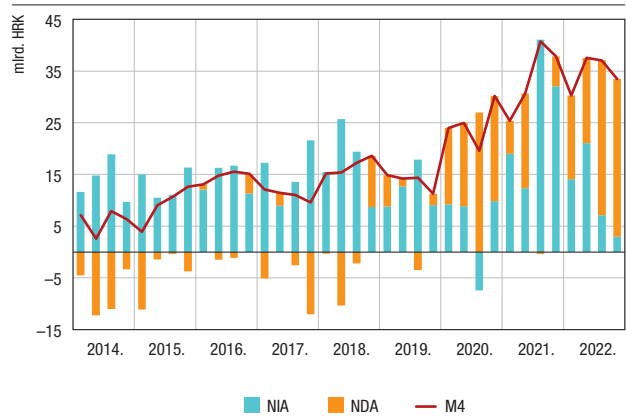
Tečaj kune prema euru bio je stabilan u drugoj polovini 2022. Na povremene aprecijacijske pritiske tijekom ljetnih mjeseci ponajviše je utjecala dobra turistička sezona te posljedično veća ponuda deviznih sredstava. Te je pritiske ublažavala povremena korporativna potražnja za deviznim sredstvima osobito izražena u energetske sektoru zbog skupljih sirovina i energenata. Na kraju studenoga 2022. tečaj kune prema euru iznosio je 7,55 EUR/HRK, što je za 0,4% viši tečaj nego na kraju istog mjeseca 2021., dok je prosječni tečaj u prvih jedanaest mjeseci 2022. iznosio 7,53 EUR/HRK ili 0,1% više od prosječnog tečaja ostvarenog u istom razdoblju 2021. (Slika 9.4.). U odnosu na središnji paritet²³ prosječni se tečaj u razdoblju od ulaska Hrvatske u europski tečajni mehanizam do kraja studenoga 2022. kretao u vrlo uskom rasponu od -1,0% do +0,7%. Tečaj kune

10. Javne financije

U prvju polovini 2022. godine ostvaren je višak konsolidirane opće države od 2,0 mlrd. kuna (prema metodologiji ESA 2010), što je zamjetno poboljšanje u usporedbi s manjkom ostvarenim u istom razdoblju lani (9 mlrd. kuna). Promatrano po tromjesečjima, u prvom je tromjesečju 2022. ostvaren manjak od 0,2 mlrd. kuna, što je poboljšanje od 3,8 mlrd. kuna na godišnjoj razini, a povoljna kretanja u javnim financijama nastavila su se

²³ Hrvatska je u srpnju 2020. pristupila europskom tečajnom mehanizmu. Pritom je kao središnji nominalni paritet određena razina od 7,5345 kuna za jedan euro te standardan raspon fluktuacija od $\pm 15\%$ oko spomenutog pariteta.

Slika 9.5. Neto inozemna aktiva, neto domaća aktiva i ukupna likvidna sredstva M4 apsolutne promjene u posljednjih 12 mjeseci



Napomena: Apsolutne promjene isključuju utjecaj tečaja. Podaci za četvrto tromjesečje 2022. odnose se na kraj listopada.

Izvor: HNB

prema američkom dolaru i švicarskom franku na kraju studenoga 2022. bio je viši nego na kraju istog mjeseca 2021., što odražava slabljenje eura prema tim valutama na svjetskim financijskim tržištima.

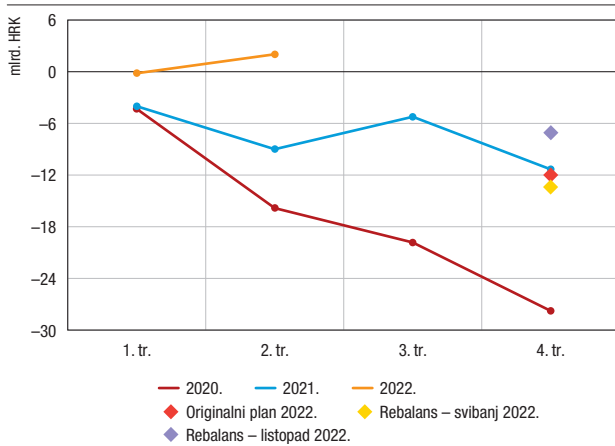
Rast monetarnih agregata usporio se tijekom 2022. godine. Rast ukupnih likvidnih sredstava (M4) iznosio je na kraju listopada 2022. na godišnjoj razini 8,4% (na osnovi transakcija), što je umjereno usporavanje u odnosu na 9,9% u lipnju te 10,4% na kraju prethodne godine. Pritom se godišnji rast neto domaćih aktive (NDA) ubrzao, ponajviše zbog rasta plasmana domaćim sektorima, dok se rast neto inozemne aktive (NIA) usporio. Promatrajući sastavnice M4, godišnji rast novčane mase (M1) osjetno se usporio, i to s 18,0% na kraju prosinca 2021. na 7,4% na kraju listopada 2022. godine. Unutar M1 ostvareno je vrlo snažno smanjenje gotovog novca izvan kreditnih institucija zbog približavanja uvođenja eura.

Hrvatska će pristupiti europodručju početkom 2023. tijekom ciklusa pooštavanja monetarne politike ESB-a, što će pogoršati uvjete financiranja domaćih sektora. Međutim, daljnja prilagodba stope obvezne pričuve i minimalno potrebnih deviznih potraživanja instrumentariju ESB-a snažno će povećati slobodna novčana sredstva banaka i djelovati u smjeru ublažavanja i usporavanja prijenosa pogoršanja prosječnih uvjeta financiranja u europodručju na domaće tržište.

i u drugom tromjesečju, što je rezultiralo viškom od 2,2 mlrd. kuna, odnosno godišnjim poboljšanjem salda od 7,2 mlrd. kuna.

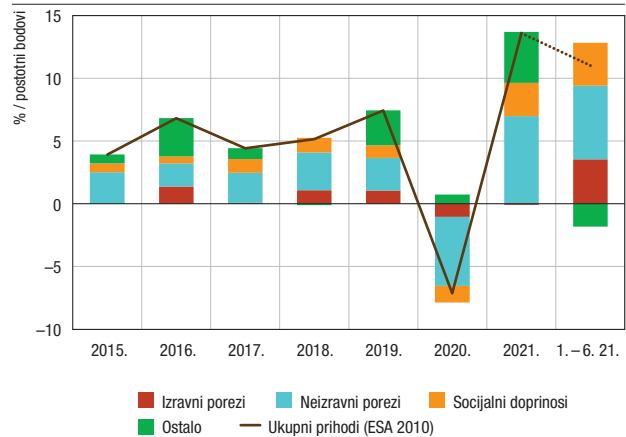
Prema originalnom planu Vlade RH, u 2022. godini manjak konsolidirane opće države bio je procijenjen na 12,0 mlrd. kuna. Prvim rebalansom proračuna u svibnju revidiran je naviše, odnosno na 13,4 mlrd. kuna, s obzirom na nepovoljan utjecaj travanj-skog paketa mjera usmjerenih na ublažavanje učinaka inflacije kao i eskalacije geopolitičke nestabilnosti na stanje u javnim financijama. Drugim rebalansom u listopadu 2022. manjak je revidiran naniže, odnosno na 7,1 mlrd. kuna, i to ponajprije zbog boljeg od očekivanog priljeva poreznih prihoda, što je odražavalo utjecaj povoljnih cikličkih kretanja i povećanje razine cijena.

Slika 10.1. Kumulativni saldo opće države po tromjesečjima (ESA 2010)



Izvori: Eurostat; MF (izračun HNB-a)

Slika 10.2. Prihodi konsolidirane opće države ESA 2010, godišnje stope promjene i doprinosi



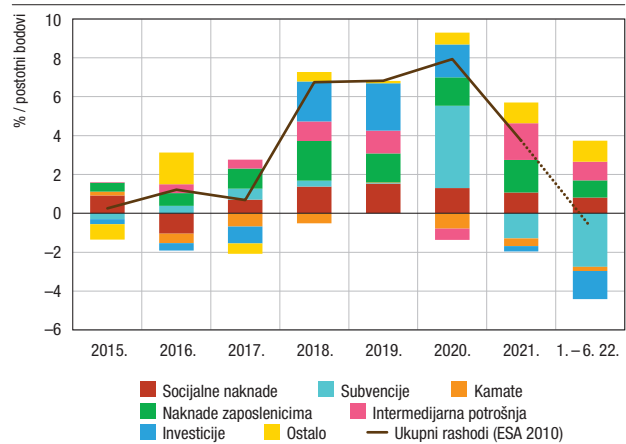
Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

Vlada RH s ciljem ublažavanja inflatornih pritisaka na životni standard građana i poslovanje poduzeća donijela je dva paketa mjera, u travnju i rujnu 2022., u iznosu od 4,8 mlrd. kuna ili 1,1% BDP-a (travanj) odnosno 21 mlrd. kuna ili 4,2% BDP-a (rujan). Prema dostupnim podacima, procijenjeni izravni učinak travnjaškog paketa mjera na manjak proračuna u 2022. iznosi oko 1,0% BDP-a, dok bi izravni utjecaj rujanskog paketa mjera na saldo proračuna opće države mogao dosegnuti oko 1,1% BDP-a, pri čemu će veći dio tog fiskalnog učinka biti vidljiv u 2023. godini.

Kada je riječ o prihodnoj strani proračuna (metodologija ESA 2010), primjetan je snažan rast ukupnih prihoda od 11,0% u prvom polugodištu 2022. u odnosu na isto razdoblje lani. Navedenom rastu ukupnih prihoda ponajviše je pridonio znatan godišnji rast prihoda od neizravnih poreza, odražavajući porast nominalne osobne potrošnje i turističke aktivnosti, ali i povećanje opće razine cijena. Na kretanje ove porezne kategorije u suprotnom je smjeru djelovao travnjaški protuinflacijski paket mjera, s obzirom na to da je njime smanjena stopa PDV-a na određene proizvode i usluge, kao i na trošarine na gorivo u sklopu ograničavanja maloprodajnih cijena naftnih derivata. Zamjetan godišnji rast prihoda od izravnih poreza također je pridonio rastu ukupnih prihoda, odražavajući bolje poslovne rezultate poduzeća kao i povoljna kretanja na tržištu rada. Porast zaposlenosti i plaća odrazio se i na godišnji porast prihoda od socijalnih doprinosa. Negativan doprinos kretanju ukupnih prihoda dali su ostali prihodi, što je vjerojatno posljedica slabijega godišnjeg povećanja sredstava iz fondova EU-a.

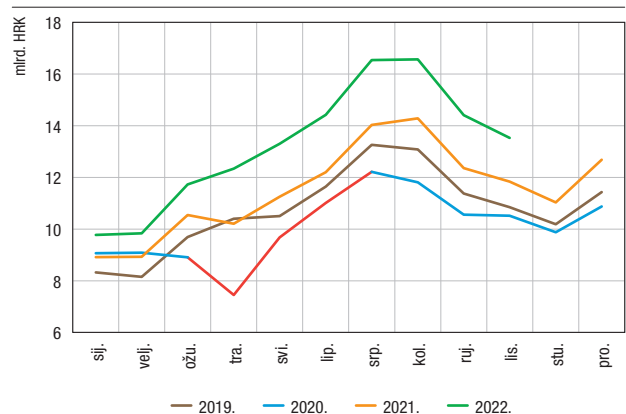
Rashodna strana proračuna konsolidirane opće države (metodologija ESA 2010) u prvom se polugodištu 2022. neznatno smanjila (0,7%) u odnosu na isto razdoblje lani. Snažan pad rashoda za subvencije ponajviše je pridonio padu ukupnih rashoda, odražavajući iščezavanje isplata potpora poduzetnicima za očuvanje zaposlenosti u pandemiji. Na ukupne rashode u istom je smjeru djelovao i pad kapitalnih rashoda, odnosno investicijske aktivnosti, što je vjerojatno posljedica usporenije provedbe projekata financiranih sredstvima iz fondova EU-a. Potrebno je istaknuti da rashodi povezani s korištenjem sredstava iz fondova EU-a imaju neutralan utjecaj na proračunski saldo. Također, rashodi za kamate bilježe godišnji pad u prvom polugodištu 2022., odražavajući činjenicu da se dospjeli dug refinancirao pod povoljnijim uvjetima. S druge strane, primjetan je porast rashoda za intermedijarnu potrošnju, koji je u većoj mjeri posljedica

Slika 10.3. Rashodi konsolidirane opće države ESA 2010, godišnje stope promjene i doprinosi



Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

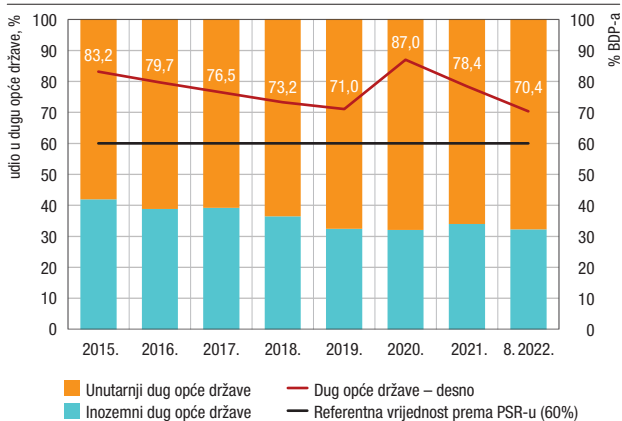
Slika 10.4. Iznosi fiskaliziranih računa u djelatnosti trgovina na veliko i malo, popravak motornih vozila i motocikala (G)



Napomena: Crveno označena linija označuje razdoblje restriktivnih epidemioloških mjera.

Izvor: MF, Porezna uprava (izračun HNB-a)

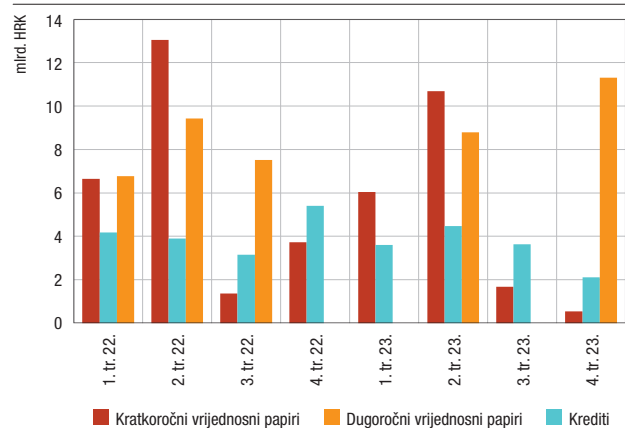
Slika 10.5. Dug opće države stanje na kraju razdoblja



Napomena: Za izračun relativnog pokazatelja na kraju kolovoza 2022. korišten je nominalni BDP u posljednja četiri dostupna tromjesečja.

Izvor: HNB

Slika 10.6. Dospijeaća duga opće države



Napomena: Projekcija otplata kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnih papira izrađena je na osnovi stanja na dan 20. 11. 2022., a kredita na dan 30. 9. 2022.

Izvori: MF; HNB

povećanih troškova, uključujući energente, te dijelom i troškova povezanih sa zbrinjavanjem izbjeglica iz Ukrajine. Rashodi za zaposlene bilježe porast na godišnjoj razini, odražavajući ponajviše porast osnovice plaća u državnim i javnim službama za 4% od 1. svibnja 2022. Također, rashodi za socijalne naknade bilježe godišnji rast, što je u velikoj mjeri posljedica porasta rashoda za mirovine, odnosno učinka indeksacije, kao i jednokratnoga energetskog dodatka za umirovljenike iz travanjškoga protuinflacijskog paketa mjera.

Povoljna kretanja u javnim financijama nastavila su se i tijekom trećeg tromjesečja. Prema preliminarnim podacima MF-a za središnju državu prema Direktivi 2011/85/EU, u trećem tromjesečju 2022. zabilježen je višak proračuna središnje države u iznosu od 7,6 mlrd. kuna, što je poboljšanje od 3,9 mlrd. kuna u odnosu na ostvareni višak u istom razdoblju prethodne godine. Nadalje, prema recentnim podacima iz sustava fiskalizacije, u djelatnosti trgovine na veliko i malo, popravka motornih vozila i motocikala (G) primjetan je porast od 14,3% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine (isti pokazatelj u rujnu je iznosio 16,6%).

Dug konsolidirane opće države na kraju kolovoza 2022. iznosio je 344,3 mlrd. kuna, što je povećanje od 0,5 mlrd. kuna u odnosu na stanje na kraju 2021. godine. No, relativni pokazatelj javnoga duga smanjio se na 70,4% BDP-a u kolovozu 2022. sa 78,4% BDP-a na kraju 2021. godine, odražavajući ponajviše

porast nominalnog BDP-a.

Kada je riječ o ostvarenim izdanjima na financijskim tržištima, Vlada RH na domaćem je tržištu početkom veljače 2022. izdala obveznicu u nominalnom iznosu od 1 mlrd. EUR s valutnom klauzulom dospijeaća 2030. godine s prinosom do dospijeaća od 1,39% i godišnjom kamatnom stopom od 1,25%. Prikupljena sredstva iskorištena su za refinanciranje obveznica dospjelih 5. veljače u nominalnom iznosu od 500 mil. EUR s valutnom klauzulom te 7. veljače u nominalnom iznosu od 3 mlrd. kuna, dok je preostali iznos predviđen za financiranje proračunskih potreba. Nadalje, Vlada RH na domaćem je tržištu u srpnju izdala dvije tranše obveznica, prvu dospijeaća 2026. godine u nominalnom iznosu od 400 mil. EUR uz prinos do dospijeaća od 2,17%, te drugu dospijeaća 2032. godine u nominalnom iznosu od 800 mil. EUR uz prinos do dospijeaća od 3,47%, pri čemu su obje tranše izdane s valutnom klauzulom. Navedena izdanja obveznica iskorištena su za refinanciranje dospjele obveznice 22. srpnja 2022. u ukupnom nominalnom iznosu od 1 mlrd. EUR, dok je preostali iznos predviđen za financiranje proračunskih potreba. Na međunarodnom tržištu Vlada RH u travnju je izdala euroobveznicu u nominalnom iznosu od 1,25 mlrd. EUR dospijeaća 2032. godine s prinosom do dospijeaća od 2,98% i godišnjom kuponskom kamatnom stopom od 2,88%, pri čemu su prikupljena sredstva iskorištena za refinanciranje dospjele euroobveznice u svibnju u nominalnom iznosu od 1,25 mlrd. EUR.

11. Odstupanja od prethodne projekcije

Trenutne ocjene globalnoga gospodarskog rasta za 2022. nepovoljnije su u odnosu na očekivanja ugrađena u projekciju objavljenu u srpnju. Tako bi, prema posljednjoj projekciji MMF-a, rast svjetskoga gospodarstva u 2022. mogao biti za 0,4 postotna boda niži od prethodnih očekivanja. Međutim, negativna korekcija rasta uglavnom se odnosi na Sjedinjene Američke Države, dok je većina drugih razvijenih tržišta, uključujući europodručje, zabilježila malo povoljnija ostvarenja, a tome su najviše pridonijela povoljna kretanja u sektoru usluga. Cijene nafte i drugih sirovina nešto su niže nego u prošloj projekciji, uglavnom zbog slabije globalne potražnje. Istodobno je ocijenjena globalna

inflacija za tekuću godinu znatno povećana, zbog snažnijeg prelijevanja ranijih poskupljenja sirovina na potrošačke cijene. U takvim je okolnostima navise revidirana i razina referentnih kamatnih stopa središnjih banaka.

Realni bruto domaći proizvod Hrvatske u 2022. mogao bi se povećati za 6,3% i tako rasti snažnije nego što se očekivalo u srpnju ove godine, kada je projicirana godišnja stopa rasta iznosila 5,5%. Revizija očekivane stope rasta odražava ponajprije znatno bolja očekivanja oko inozemne potražnje te osobne potrošnje, kao i reviziju serije BDP-a koja je objavljena u studenome ove godine, a kojom je stopa rasta BDP-a u prvom dijelu

Tablica 11.1. Temeljne pretpostavke, odstupanja od prethodne projekcije

	2022.		
	Prethodna projekcija (7. 2022.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
BDP (realne stope promjene, %)			
Svijet	3,6	3,2	-0,4
Razvijene zemlje	1,5	2,4	0,9
Europodručje	2,8	3,1	0,3
SAD	3,7	1,6	-2,1
Japan	2,4	1,7	-0,6
Zemlje u razvoju i zemlje s tržištima u nastajanju	3,8	3,7	-0,1
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	2,6	3,3	0,7
Cijene			
HICP u europodručju ^a	6,8	8,1	1,3
Cijene nafte (USD/barel) ^b	107,5	101,5	-6,1
Ključne kamatne stope			
EURIBOR 3M ^c	0,2	2,2	2,0
ECB Main Refinancing Rate ^c	0,5	2,5	2,0
U.S. Federal Funds Target Rate ^c	2,7	4,5	1,8

^a ESB, rujan 2022.; ^b Bloomberg, *Brent crude oil futures*; ^c Bloomberg, stope na kraju godine

Napomena: Ponderirani prosjek gospodarskog rasta najvažnijih vanjskotrgovinskih partnera obuhvaća šest zemalja koje čine 60% hrvatskoga robnog izvoza.

Izvor: MMF (WEO), listopad 2022.

godine revidirana navise. Ukupan izvoz tako bi se mogao povećati za 25,4% u odnosu na 11,3%, koliko je bilo ranije projicirano. Revizija navise odražava znatno bolja ostvarenja u prvih devet mjeseci ove godine kada je riječ o izvozu i robe i usluga. Pritom su ostvarenja u turističkoj sezoni bila naglašeno bolja od ranijih projekcija, što se pozitivno odrazilo na izvoz usluga. Istodobno su i ostvarenja glede izvoza robe bila bolja od prethodnih očekivanja. Kada je riječ o domaćoj potražnji, očekivana stopa rasta osobne potrošnje u 2022. također je povećana te sada iznosi 5,9% (prethodno 5,3%). Pritom revizija odražava bolja ostvarenja u odnosu na projicirane vrijednosti, a očekuje se i nastavak potrošnje štednje koja je bila akumulirana tijekom razdoblja pandemije. Osim toga, rast bruto plaća u dosadašnjem je dijelu godine izrazitiji nego što je bilo ranije projicirano, posebice u privatnom sektoru, što se može dijelom povezati s povećanjem plaća zbog jačanja inflatornih pritisaka te nestašice radnika u određenim segmentima gospodarstva. Nasuprot tome, potrošnja države mogla bi rasti sporije nego što se prethodno očekivalo (2,2% u odnosu na 3,3%), pri čemu korekcija odražava lošija ostvarenja u drugom i trećem tromjesečju ove godine. Bruto investicije u fiksni kapital mogle bi također rasti sporije nego što se prije očekivalo (5,6% u odnosu na 6,4%). Korekcija naniže rezultat je nepovoljnijih ostvarenja u drugom tromjesečju te vjerojatne odgode ulaganja zbog rasta troškova u proteklih godinu dana, kao i očekivanog nastavka povećavanja troškova poslovanja zbog rasta cijena energenata i drugih ključnih sirovina. Kada je riječ o ukupnom uvozu, on bi se u 2022. mogao povećati za 26,1%, više nego što se projiciralo u prosincu, kada se očekivao rast od 9,9%. Snažniji rast uvoza robe i usluga odražava znatno bolja ostvarenja u drugom i trećem tromjesečju ove godine, kao i bolja očekivanja oko ukupnog izvoza te osobne potrošnje. Budući da je korekcija uvoza robe i usluga navise izraženija od revizije ukupnog izvoza, doprinosi neto inozemne potražnje ukupnom gospodarskom rastu na razini 2022. sada bi mogao biti negativan (-0,8 postotnih bodova), a u srpnju 2022. očekivalo se da će on biti pozitivan.

Ocjena prosječne godišnje stope inflacije mjerene

harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena u 2022. povećana je na 10,6%, što je za 1,2 postotna boda više u usporedbi s projekcijom iz srpnja. To je poglavito rezultat povećanja ocijenjene godišnje stope temeljne inflacije (koja obuhvaća cijene industrijskih proizvoda i usluga), i to sa 6,2% u prethodnoj na 7,3% u tekućoj projekciji. Osim toga, povećana je ocjena prosječne godišnje stope rasta cijena hrane, s 11,5% na 12,8%. Viša ocjena temeljne inflacije i rasta cijena hrane u cijeloj 2022. poglavito odražava njihova viša ostvarenja u prvih deset mjeseci u usporedbi s očekivanjima iz srpanjske projekcije, a u manjoj mjeri i višu prognozu kretanja inflacije do kraja godine. To je, među ostalim, posljedica snažnije potražnje nerezidenata za turističkim uslugama, kao i izrazitijih učinaka prelijevanja prijašnjeg porasta cijena sirovina, mineralnih gnojiva, poluproizvoda i vozarina te električne energije i plina za poduzetnike na domaće potrošačke cijene nego što se očekivalo u prethodnoj projekciji. Istodobno je ocjena prosječne godišnje stope rasta cijena energije blago povećana, s 18,9% u prošloj na 20,0% u tekućoj projekciji.

Ocjena viška na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u 2022. u postotku BDP-a znatno je pogoršana u odnosu na prošlu projekciju (za 4,6 postotnih bodova). Navedena je korekcija ponajprije posljedica znatno većeg pogoršanja salda u robnoj razmjeni s inozemstvom nego što se prije pretpostavljalo, čemu uvelike pridonosi primjetno veći neto uvoz energenata. S druge pak strane, nepovoljna su kretanja samo djelomično ublažena povoljnijom ocjenom viška u međunarodnoj razmjeni usluga, uvažavajući ostvarenja turističkih prihoda za prvih devet mjeseci ove godine te, u znatno manjoj mjeri, povoljnija ostvarenja na računu primarnog dohotka. Kada je riječ o indikatoru bruto inozemne zaduženosti, on nije u potpunosti usporediv s prethodnom službenom projekcijom zbog metodoloških izmjena koje su primjetno utjecale na povećanje bruto inozemnog duga u apsolutnom iznosu. Unatoč tome, ponajprije zbog veće ocjene nominalnog BDP-a, na kraju 2022. očekuje se povoljnija razina bruto inozemnog duga u omjeru s BDP-om u odnosu na prethodnu projekciju.

Projekcija rasta plasmana kreditnih institucija (isključujući

državu) u 2022. korigirana je naviše. Tako bi ukupni plasmani do kraja 2022. mogli dosegnuti rast od 10,7% (na osnovi transakcija), što je gotovo tri puta snažniji rast od onoga ostvarenog u 2021. godini (3,9%) ili za 3,2 postotna boda više nego što se očekivalo u prethodnoj projekciji. Takva kretanja odraz su ponajprije snažnijega kreditiranja poduzeća, a u manjoj mjeri i stanovništva u dosadašnjem dijelu godine. Procjenjuje se kako su se poduzeća više zaduživala kod domaćih banaka ponajprije zbog većih troškova nabave zbog izraženog poskupljenja uvoznih energenata i sirovina, ali i očekivanja o daljnjem porastu troškova zaduživanja također su bila razlog snažnijeg rasta potražnje poduzeća za bankovnim kreditima. Rast plasmana poduzećima tako bi se do kraja 2022. mogao ubrzati na 22,0%, s 2,3% u 2021. (na osnovi transakcija), pri čemu su očekivanja iz prošle projekcije korigirana naviše (13,6%). Usto, projekcijom

se predviđa rast plasmana stanovništvu od 5,3% (na osnovi transakcija), što je ubrzanje u odnosu na prethodnu godinu (4,5%), ali i malo snažnije u odnosu na prošlu projekciju, kada se očekivao rast od 5,0%. Korekcija naviše posljedica je povoljnijih ostvarenja plasmana stanovništvu u proteklim mjesecima. Kao i tijekom prethodnih nekoliko godina, rast bi se ponajviše trebao ostvariti kroz stambeno kreditiranje, a manjim dijelom i na osnovi potražnje za gotovinskim nenamjenskim kreditima.

Projicirani rast ukupnih likvidnih sredstava (M4) za 2022. iznosi 9,6% (na osnovi transakcija), što je jednako rastu očekivanom u prošloj projekciji. Iako je u ovoj projekciji rast novčane mase znatno korigiran naniže zbog smanjenja gotovog novca izvan kreditnih institucija u uvjetima pristupanja europodručju, snažnije povećanje deviznih depozita djelovalo je u smjeru povećanja M4.

Tablica 11.2. Domaći pokazatelji, odstupanja od prethodne projekcije

	2022.			2023.		
	Prethodna projekcija (7.2022.)	Ostvarenje	Odstupanje	Prethodna projekcija (7.2022.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
Nacionalni računi (realne stope promjene, %)						
BDP	5,5	6,3	0,7	2,5	1,4	-1,1
Osobna potrošnja	5,3	5,9	0,6	2,5	1,2	-1,4
Državna potrošnja	3,3	2,2	-1,1	2,5	2,5	-0,1
Investicije u kapital	6,4	5,6	-0,8	4,1	3,2	-0,9
Izvoz robe i usluga	11,3	25,4	14,0	6,2	-0,5	-6,6
Uvoz robe i usluga	9,9	26,1	16,2	7,5	0,3	-7,2
Tržište rada						
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	2,6	2,5	-0,1	1,1	0,4	-0,7
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	6,4	7,0	0,6	5,9	6,9	1,0
Stopa nezaposlenosti (anketna)	6,1	6,9	0,8	6,2	6,8	0,6
Cijene						
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene, %) ^a	9,4	10,6	1,2	4,6	7,5	2,9
Vanjski sektor						
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	3,4	-1,4	-4,8	2,1	-2,1	-4,2
Tekući i kapitalni račun platne bilance (% BDP-a)	5,8	1,2	-4,6	5,2	1,0	-4,1
Bruto inozemni dug (% BDP-a)	77,9	73,3	-4,7	69,8	67,3	-2,5
Monetarna kretanja (stope promjene, %)						
Ukupna likvidna sredstva – M4	9,9	10,3	0,4			
Ukupna likvidna sredstva – M4	9,6	9,6	0,0			
Plasmani (isključujući središnju državu)	7,4	10,5	3,1			
Plasmani (isključujući središnju državu)	7,4	10,7	3,2			

^a Stope promjene izračunate su na osnovi podataka o transakcijama (vidjeti Dodatak 1. Uvođenje podataka o transakcijama u analizu monetarnih kretanja u Biltenu 221).

Izvor: HNB

12. Dodatak A. Makroekonomske projekcije ostalih institucija

Tablica.12.1. Makroekonomske projekcije ostalih institucija

promjena u postocima

	BDP		Potrošnja kućanstava		Bruto investicije u fiksni kapital		Izvoz robe i usluga		Uvoz robe i usluga		Industrijska proizvodnja		Potrošačke cijene	
	2022.	2023.	2022.	2023.	2022.	2023.	2022.	2023.	2022.	2023.	2022.	2023.	2022.	2023.
Hrvatska narodna banka (prosinac, 2022.)	6,3	1,4	5,9	1,2	2,2	2,5	25,4	-0,5	26,1	0,3	-	-	10,5	7,5
Eastern Europe Consensus Forecasts (studeni, 2022.)	5,8	1,7	5,2	1,3	6,7	4,3	-	-	-	-	2,1	1,1	10,7	6,3
Europska komisija (listopad, 2022.)	6,0	1,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10,1	6,5
Međunarodni monetarni fond (listopad, 2022.)	5,9	3,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9,8	5,5
Ministarstvo financija (listopad, 2022.)	5,7	0,7	4,5	0,4	4,5	1,7	17,3	-0,2	20,2	0,4	-	-	10,4	5,7
Raiffeisen bank* (listopad, 2022.)	5,8	1,8	6,1	1,9	6,7	6,9	15,7	9,8	22,4	9,6	2,5	1,8	12,9	2,4
Svjetska banka (listopad, 2022.)	6,4	1,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10,1	3,9
Europska banka za obnovu i razvoj (rujan, 2022.)	6,5	2,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

^a Stope promjene izvoza i uvoza robe i usluga odnose se na promjenu nominalnih vrijednosti.

Napomena: Projekcija Ministarstva financija preuzeta je iz Programa konvergencije RH za razdoblje 2023.–2025.

Izvor: publikacije navedenih institucija

13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske i odabranih zemalja

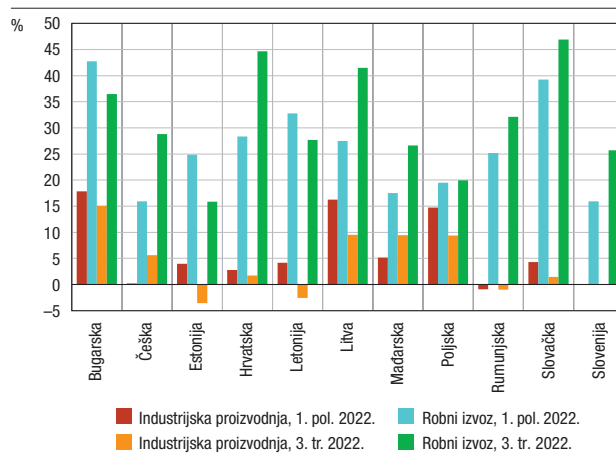
Tablica 13.1. Bruto domaći proizvod

	Godišnje stope promjene, originalni podaci			Tromjesečne stope promjene, sezonski prilagođeni podaci			
	2019.	2020.	2021.	4. tr. 2021.	1. tr. 2022.	2. tr. 2022.	3. tr. 2022.
Bugarska	4,0	-4,0	7,6	1,6	0,5	0,9	:
Češka	3,0	-5,5	3,5	0,8	0,6	0,5	-0,4
Estonija	3,7	-0,6	8,0	0,8	0,0	-1,3	-1,8
Hrvatska	3,4	-8,6	13,1	1,5	2,8	1,5	-0,4
Letonija	2,6	-2,2	4,1	-0,4	1,8	0,0	-1,7
Litva	4,6	0,0	6,0	1,1	0,6	0,3	0,5
Mađarska	4,9	-4,5	7,1	2,1	1,6	0,8	-0,4
Poljska	4,4	-2,0	6,8	1,6	4,3	-2,3	1,0
Rumunjska	3,9	-3,7	5,1	0,5	1,5	1,3	1,3
Slovačka	3,5	-4,3	8,2	5,2	-0,1	0,2	-1,4
Slovenija	2,5	-3,4	3,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Prosjeck^a	3,7	-3,5	6,6	1,4	1,3	0,2	-0,3

^a Jednostavni prosjek

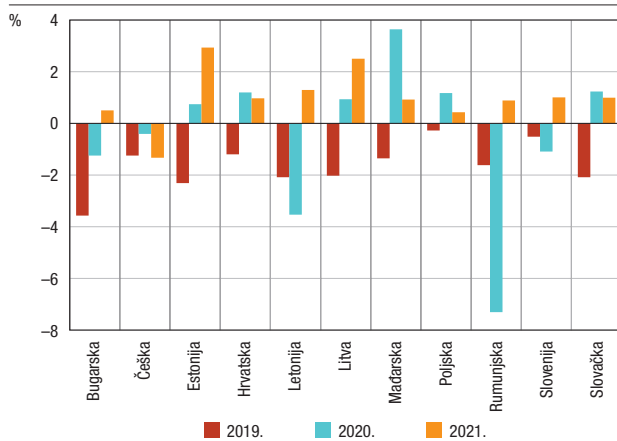
Izvori: Eurostat; EK; DZS; HNB

Slika 13.1. Industrijska proizvodnja i robni izvoz godišnje stope promjene



Izvori: Eurostat; DZS

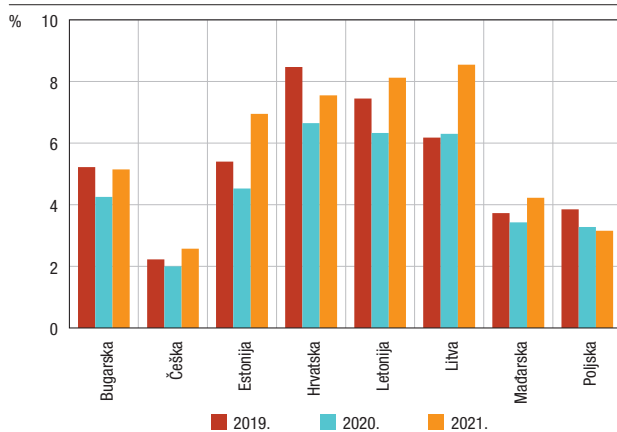
Slika 13.2. Anketna zaposlenost
godišnje stope promjene



Napomena: Eurostat navodi kako podaci iz Ankete o radnoj snazi zbog izmijenjene metodologije od prvog tromjesečja 2021. imaju lom u vremenskim serijama.

Izvor: Eurostat

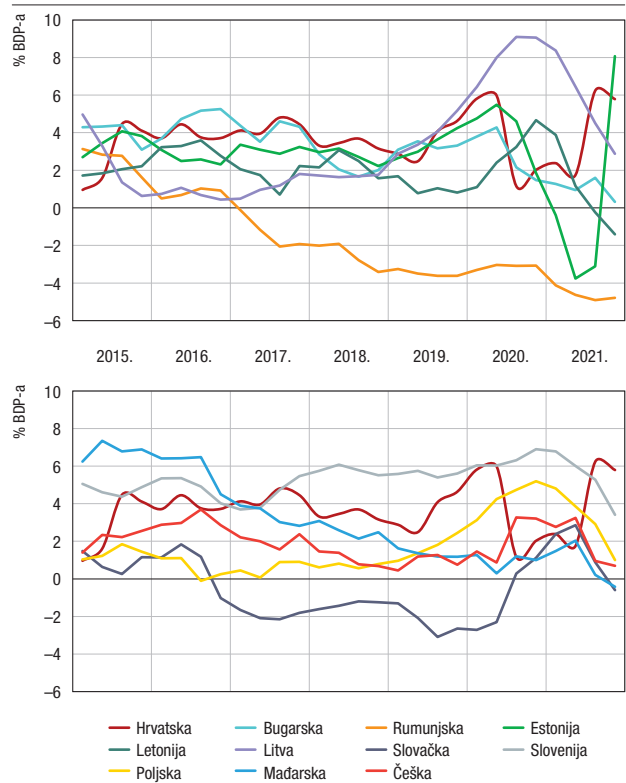
Slika 13.3. Anketna stopa nezaposlenosti



Napomena: Eurostat navodi kako podaci iz Ankete o radnoj snazi zbog izmijenjene metodologije od prvog tromjesečja 2021. imaju lom u vremenskim serijama.

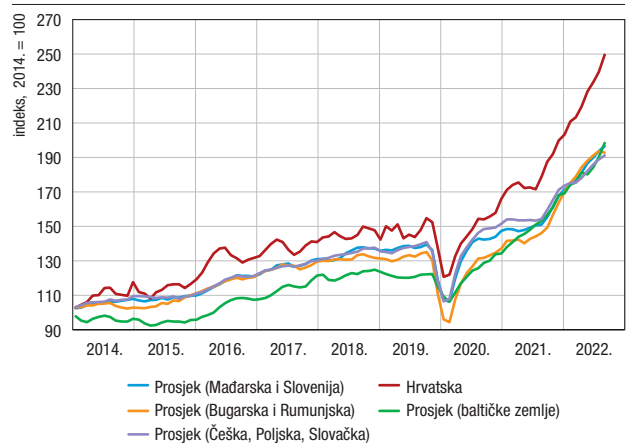
Izvor: Eurostat

Slika 13.4. Saldo na tekućem i kapitalnom računu platne bilance
zbroj posljednjih četiriju tromjesečja



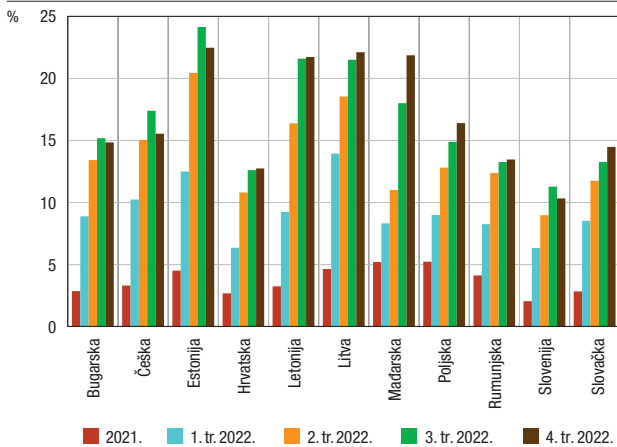
Izvori: Eurostat; HNB

Slika 13.5. Robni izvoz
tromjesečni pomični prosjek, sezonski prilagođeni podaci



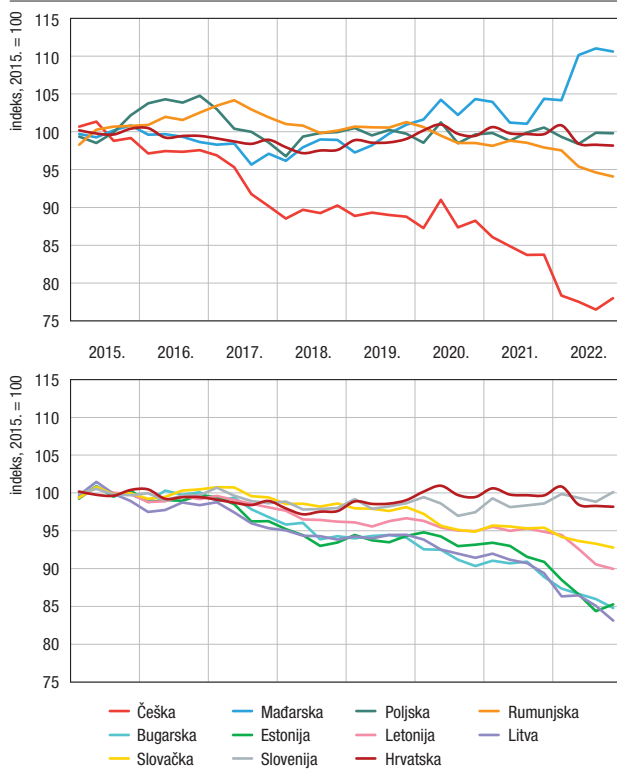
Izvori: Eurostat; HNB

Slika 13.6. Inflacija potrošačkih cijena
prosječne godišnje stope promjene



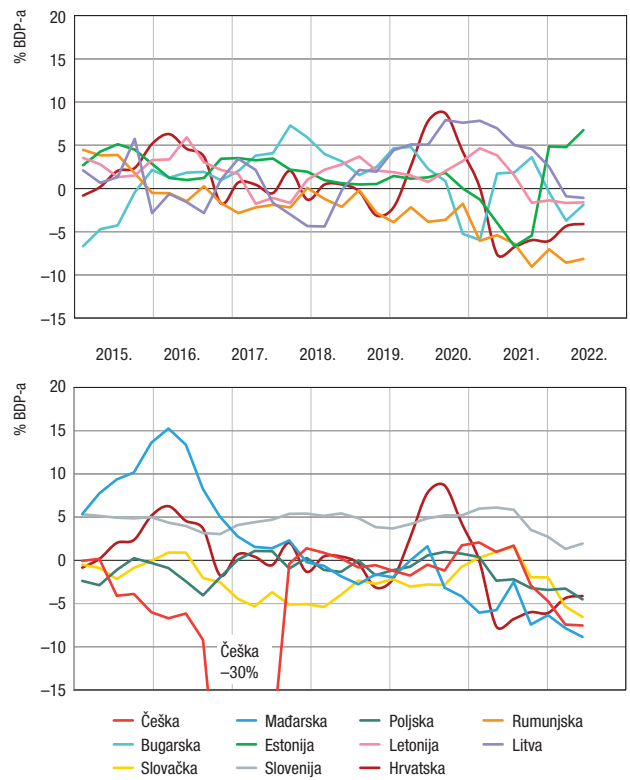
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2022. odnose se na listopad.
Izvor: Eurostat

Slika 13.7. Realni efektivni tečaj (deflacioniran potrošačkim cijenama) u odabranim zemljama



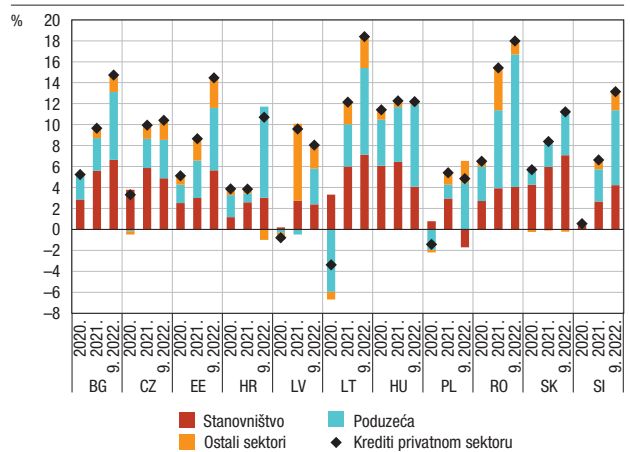
Napomena: Podaci za 2022. odnose se na razdoblje od siječnja do listopada. Pad indeksa upućuje na realnu efektivnu aprecijaciju.
Izvori: BIS; HNB

Slika 13.8. Saldo na financijskom računu platne bilance, isključujući promjenu međunarodnih pričuva
zbroj posljednjih četiriju tromjesečja



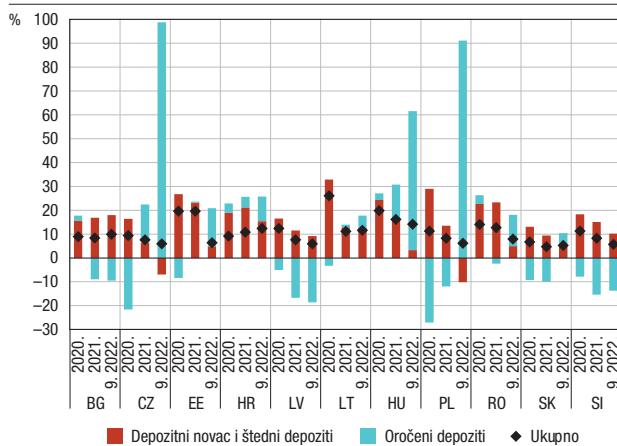
Izvori: Eurostat; HNB

Slika 13.9. Krediti banaka privatnom sektoru
doprinosi godišnjoj stopi promjene, na osnovi transakcija



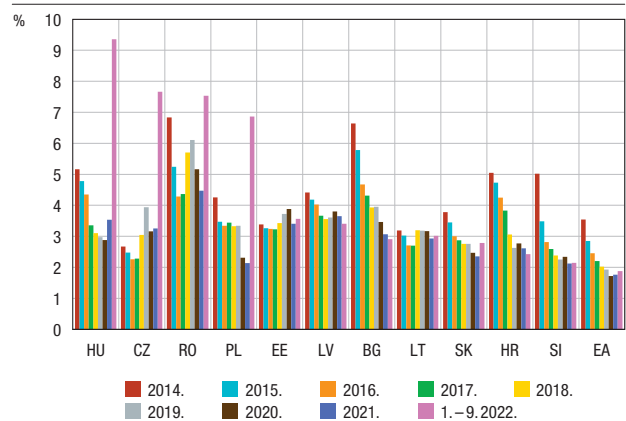
Izvori: ESB; HNB

Slika 13.10. Depoziti privatnog sektora
godišnje stope promjene, na osnovi transakcija



Izvori: ESB; HNB

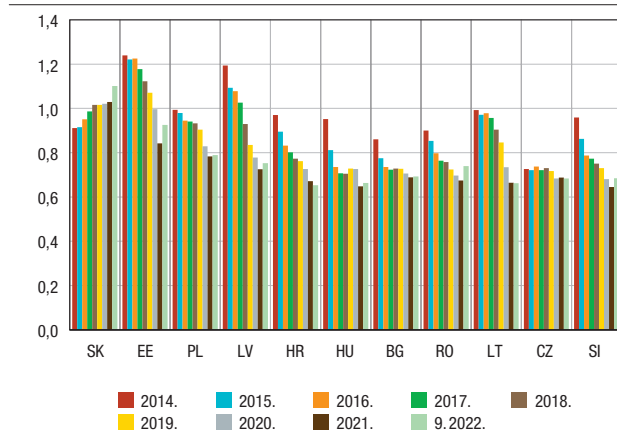
Slika 13.13. Kratkoročne kamatne stope na kredite poduzećima



Napomena: Prikazane su prosječne kamatne stope na kredite poduzećima do jedne godine, do 1 mil. EUR.

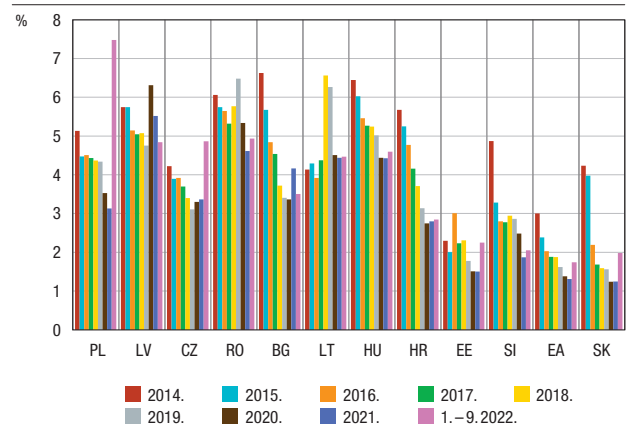
Izvor: ESB

Slika 13.11. Omjer plasmana i depozita privatnog sektora



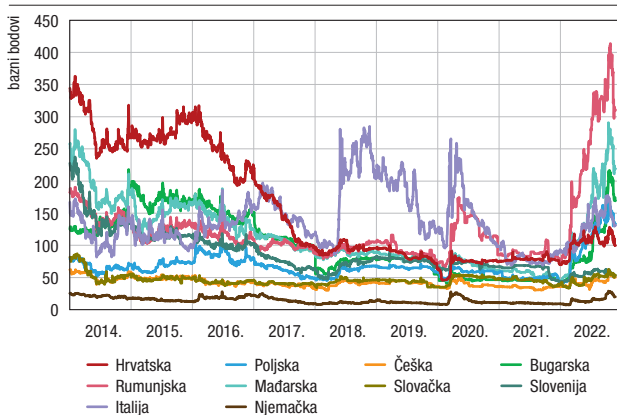
Izvori: ESB; HNB

Slika 13.14. Kamatne stope na stambene kredite



Izvori: ESB; nacionalne središnje banke

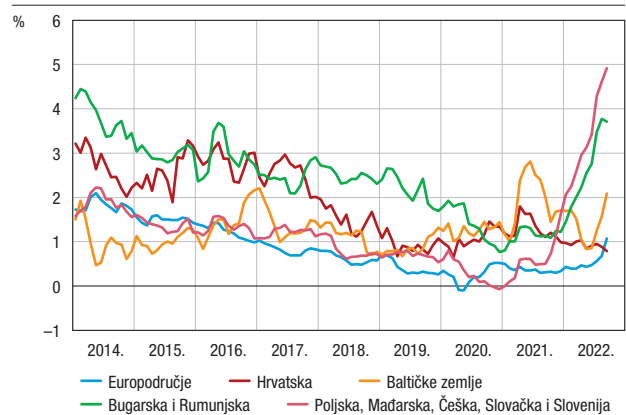
Slika 13.12. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika za petogodišnje državne obveznice odabranih zemalja



Napomena: Premija osiguranja od kreditnog rizika jest godišnji relativni iznos premije koju kupac CDS-a plaća kako bi se zaštitio od kreditnog rizika povezanog s izdavateljem nekog instrumenta.

Izvor: S&P Capital IQ

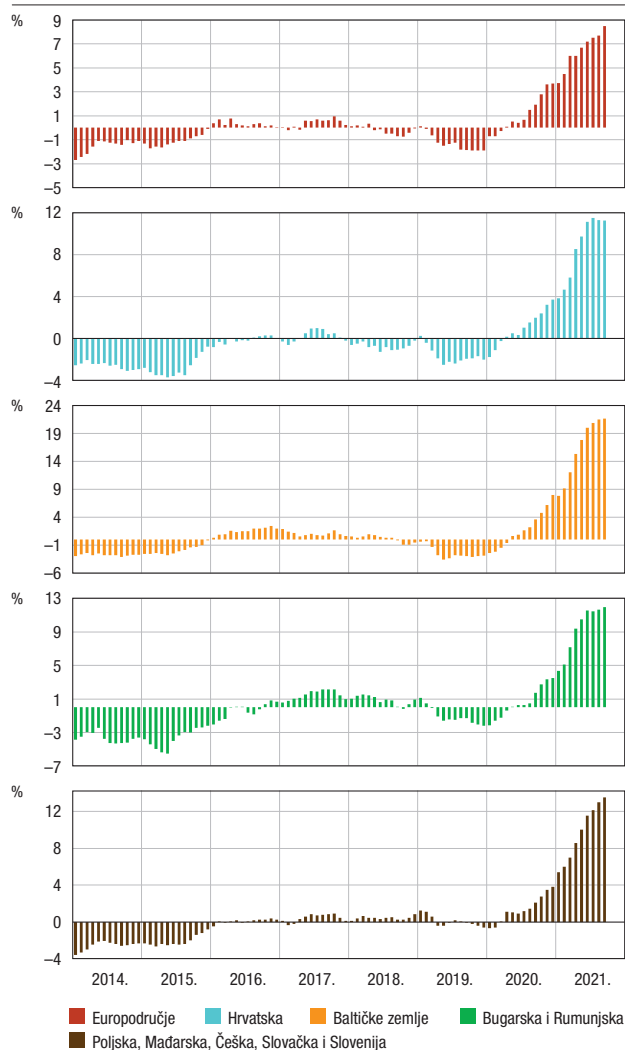
Slika 13.15. Očekivana realna kamatna stopa na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR



Napomena: Očekivana realna kamatna stopa jednaka je nominalnoj kamatnoj stopi deflacioniranoj projiciranom inflacijom za godinu dana unaprijed iz *Consensus Forecasts*. Prosjeci za skupine zemalja nisu ponderirani.

Izvori: ESB; *Consensus Forecasts*

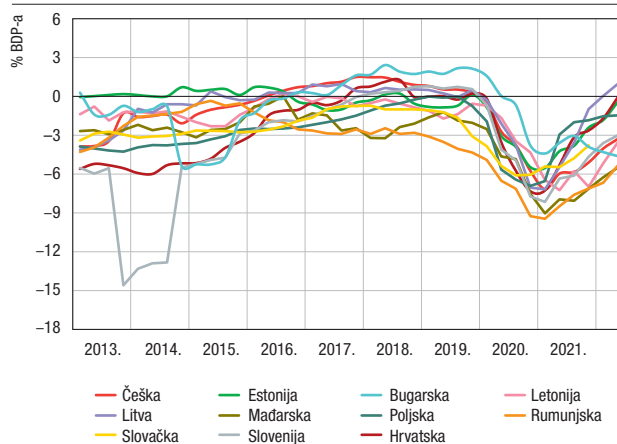
Slika 13.16. Razlika između očekivane i ostvarene realne kamatne stope na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR



Napomena: Očekivana realna kamatna stopa jednaka je nominalnoj kamatnoj stopi deflaciranomj projekcijom inflacije za godinu dana unaprijed iz *Consensus Forecasts*, a ostvarena realna kamatna stopa jednaka je nominalnoj kamatnoj stopi deflaciranomj ostvarenomj inflacijom. Prosjeci za skupine zemalja nisu ponderirani.

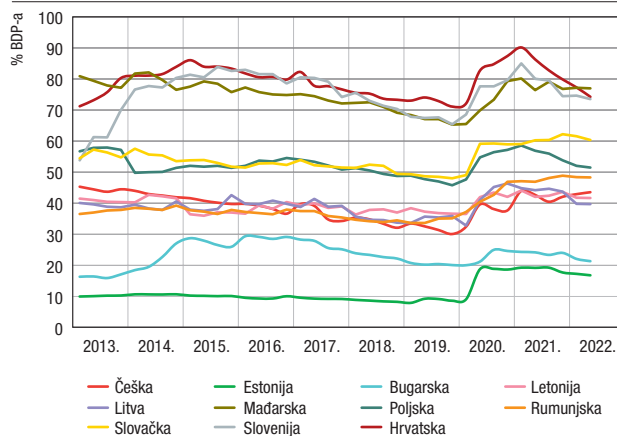
Izvori: ESB; *Consensus Forecasts*

Slika 13.17. Saldo konsolidirane opće države pomični zbrojevi četiriju tromjesečja



Izvori: Eurostat; HNB

Slika 13.18. Dug opće države stanje na kraju tromjesečja



Izvori: Eurostat; HNB

Kratice i znakovi

Kratice

b. b.	– bazni bod
BDP	– bruto domaći proizvod
BDV	– bruto dodana vrijednost
BEA	– Ured SAD-a za ekonomske analize (engl. <i>U. S. Bureau of Economic Analysis</i>)
BIS	– Banka za međunarodne namire (engl. <i>Bank for International Settlements</i>)
BZ	– blagajnički zapisi
CDS	– premija osiguranja od kreditnog rizika (engl. <i>credit default swap</i>)
DAB	– Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka
dep.	– depoziti
d. n.	– drugdje nespomenuto
DZS	– Državni zavod za statistiku
EK	– Europska komisija
EMU	– Ekonomska i monetarna unija
engl.	– engleski
ESB	– Europska središnja banka
EU	– Europska unija
Fed	– američka središnja banka (engl. <i>Federal Reserve System</i>)
fik.	– fiksni
FISIM	– posredno mjerene naknade za uslugu financijskog posredovanja
FZO	– Fond za zaštitu okoliša i energetske učinkovitost
HAC	– Hrvatske autoceste
Hanfa	– Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
HBOR	– Hrvatska banka za obnovu i razvitak
HC	– Hrvatske ceste
HFP	– Hrvatski fond za privatizaciju
HNB	– Hrvatska narodna banka
HPB	– Hrvatska poštanska 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
IEA	– Međunarodna agencija za energiju (engl. <i>International Energy Agency</i>)
ILO	– Međunarodna organizacija rada (engl. <i>International Labour Organization</i>)
Ina	– Industrija nafte d.d.
ind.	– industrijski
IPC	– indeks potrošačkih cijena
JTR	– jedinični troškovi rada
MF	– Ministarstvo financija
mil.	– milijun
mlrd.	– milijarda
MMF	– Međunarodni monetarni fond
NDA	– neto domaća aktiva
NIA	– neto inozemna aktiva
NKPJS	– Nacionalna klasifikacija prostornih jedinica za statistiku
NKD	– Nacionalna klasifikacija djelatnosti
OECD	– Organizacija za gospodarsku suradnju i razvoj (engl. <i>Organization for Economic Cooperation and Development</i>)

OP	– obvezna pričuva
PDV	– porez na dodanu vrijednost
potr.	– potrošnja
PPI	– indeks cijena pri proizvođačima (engl. <i>Produce Price Index</i>)
PSR	– Pakt o stabilnosti i rastu
RH	– Republika Hrvatska
SDR	– posebna prava vučenja
SKDD	– Središnje klirinško depozitarno društvo d.d.
SMTK	– Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija
tis.	– tisuća
T-HT	– T – Hrvatski Telekom d.d.
TNZ	– Tržište novca Zagreb
tr.	– tromjesečje
TZ	– trezorski zapisi
val.	– valutni

Troslovne oznake za valute

ATS	– austrijski šiling
CHF	– švicarski franak
CNY	– juan renminbi
DEM	– njemačka marka
EUR	– euro
FRF	– francuski franak
GBP	– funta sterlinga
HRK	– kuna
ITL	– talijanska lira
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	∅	– prosjek
....	– ne raspolaže se podatkom	a, b, c,...	– oznaka za napomenu ispod tablice i slike
0	– podatak je manji od 0,5 upotrijebljene jedinice mjere	*	– ispravljen podatak
		()	– nepotpun, nedovoljno provjeren podatak

