



HNB

EUROSUSTAV

Polugodišnja informacija

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

Zagreb, svibanj 2024.





POLUGODIŠNJA INFORMACIJA

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

u drugom polugodištu 2023.

HRVATSKA NARODNA BANKA
EUROSUSTAV



IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka
Trg hrvatskih velikana 3
10000 Zagreb

www.hnb.hr

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

ISSN 1848-7505 (online)

Sadržaj

Sažetak	1
1. Europodručje	2
1.1. Realna i cjenovna kretanja	2
1.2. Monetarna politika i financijska tržišta	3
2. Hrvatsko gospodarstvo	7
2.1. Realna kretanja	7
2.2. Tržište rada	8
2.3. Cjenovna kretanja	9
Okvir 1. Profiti, marže i inflacija u Hrvatskoj	11
Okvir 2. Na putu prema dolje – uloga baznih učinaka u usporavanju potrošačke inflacije	16
2.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom	24
2.5. Bankovni sustav	25
Okvir 3. Utjecaj monetarne politike ESB-a na kamatne stope banaka u Hrvatskoj	29
2.6. Fiskalna kretanja	31
Okvir 4. Inflacijski diferencijal između Hrvatske i prosjeka europodručja	32
3. Upravljanje financijskom imovinom	38
3.1. Financijska imovina u 2023.	38
3.2. Struktura ulaganja financijske imovine	39
3.3. Financijska tržišta i rezultat upravljanja financijskom imovinom u 2023.	39
4. Poslovanje kreditnih institucija	41
4.1. Struktura sustava	41
4.2. Pokazatelji poslovanja kreditnih institucija	41
4.3. Poslovanje kreditnih unija	43
Kratice i znakovi	44
Kratice	44
Znakovi	45



Sažetak

Prošlu su godinu obilježili ulazak Hrvatske u europodručje i schengenski prostor, nastavak relativno snažnoga gospodarskog rasta unatoč slaboj inozemnoj potražnji te postupno smanjivanje inflacije. U rujnu je završio najsnažniji ciklus pooštavanja monetarne politike od uvođenja eura kao valute. Porast ključnih kamatnih stopa ESB-a prelio se na kamatne stope na novčanom tržištu, što je povećalo trošak zaduživanja za poduzeća i stanovništvo. Unatoč takvim okolnostima hrvatsko je gospodarstvo nastavilo rasti zamjetno brže od prosjeka zemalja europodručja. U tome su važnu ulogu imali snažna potražnja za turističkim uslugama i ekspanzivna fiskalna politika, povezana i s rekordnim korištenjem sredstava fondova EU-a, što se sve povoljno odrazilo na dohotke i potaknulo rast potrošnje. Istodobno se primjetno smanjila godišnja stopa inflacije u 2023. godini, što je također pridonijelo rastu realnih dohodaka i jačanju potrošačkog optimizma.

Hrvatska narodna banka nastavila je i nakon pristupanja Eurosustavu upravljati vlastitom financijskom imovinom, koju čini gotovo sva imovina koja je prije ulaska u europodručje imala funkciju neto međunarodnih pričuva. Također, sudjeluje u upravljanju dijelom nekadašnjih međunarodnih pričuva, koje je početkom 2023. prenijela Europskoj središnjoj banci.

Visoke razine kapitaliziranosti i likvidnosti bankovnog sustava u Hrvatskoj praćene su 2023. godine snažnim rastom profitabilnosti.

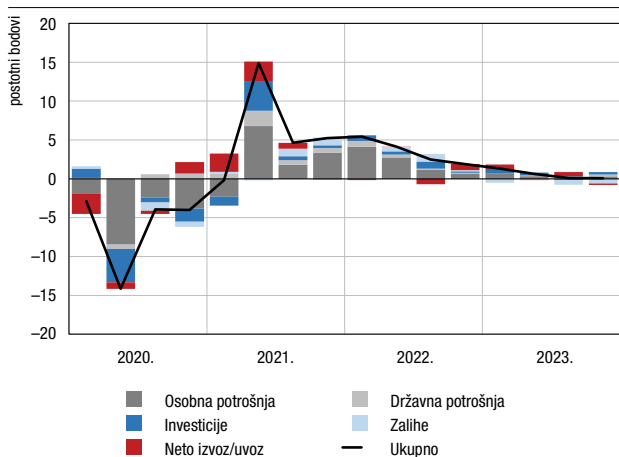
1. Europodručje

1.1. Realna i cjenovna kretanja

Rast gospodarske aktivnosti u europodručju primjetno se usporio tijekom 2023. godine te je iznosio 0,4%, što je zamjetno usporavanje u odnosu na 3,4% zabilježenih u 2022. godini. Porast BDP-a europodručja u cijeloj 2023. ostvaren je zahvaljujući visokoj razini gospodarske aktivnosti u prvoj polovini godine, nadograđenoj na prenesenu razinu iz prethodne godine, a prema kraju godine ekonomske su se prilike pogoršavale. Unatoč zadržavanju povoljnih prilika na tržištu rada, odnosno visokoj zaposlenosti tijekom 2023., s pogoršanjem uvjeta financiranja zbog pooštřavanja monetarne politike doprinos osobne potrošnje prema kraju godine gotovo je potpuno iščeznuo. U odnosu na prethodnu godinu podbacile su i ostale komponente BDP-a. Tako se rast investicijske i državne potrošnje primjetno usporio u okolnostima rastućih troškova financiranja i energetske krize izazvane ruskom invazijom na Ukrajinu. Oporavak inozemne potražnje bio je također slabiji od očekivanog, što se posebice odnosilo na potražnju iz Kine. Na gospodarstva europodručja istodobno su djelovala dva šoka, odnosno rast cijena energenata i promjene u obrascima potrošnje koji su različito utjecali na pojedine zemlje članice i pojedine gospodarske sektore. S jedne je strane prerađivačka industrija, pogođena visokim troškovima energenata, dodatno oslabjela, kao i realna aktivnost nekih zemalja kod kojih ona ima važniju ulogu u gospodarstvu. S druge strane uslužni sektor, potpomognut snažnom potražnjom nakon pandemije i promjenom sklonosti potrošača, pridonio je malo izraženijem rastu zemalja koje se na njega više oslanjaju.

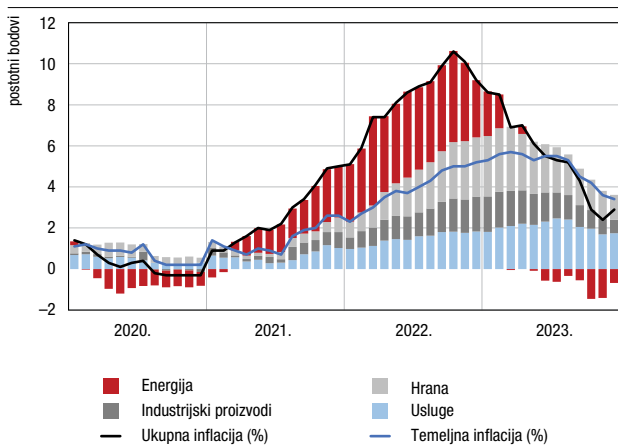
Nakon vrhunca dosegnutog u listopadu 2022., inflacija u europodručju tijekom 2023. znatno se usporila. Prosječna godišnja inflacija potrošačkih cijena u 2023. iznosila je 5,4% te je bila znatno niža u odnosu na 8,4% zabilježenih u 2022. Kratkoročni

Slika 1.1.1. Realni rast BDP-a europodručja
doprinosi komponentata



Izvor: Eurostat

Slika 1.1.2. Pokazatelji inflacije u europodručju
doprinosi komponentata



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

Izvor: Eurostat

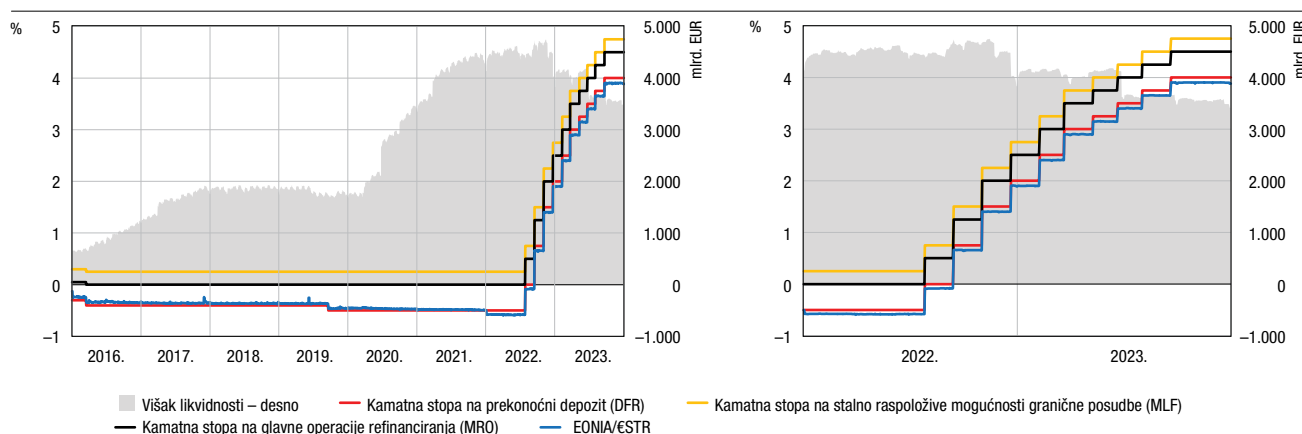
pokazatelji ukupne i temeljne inflacije još su se snažnije smanjili te su se potkraj godine približili uobičajenim razinama. Tijekom 2023. inflacija se usporavala zahvaljujući smanjenju cijena energije i drugih sirovina na svjetskom tržištu, popuštanju pritiska u prethodnim fazama cjenovnog lanca (što se, prije svega, odnosi na uvozne cijene te proizvođačke cijene intermedijarnih proizvoda i proizvoda za široku potrošnju), normalizaciji lanaca opskrbe kao i utjecaju pooštrene monetarne politike na ublažavanje rasta potražnje. Nasuprot tome, domaći inflatorni pritisci s troškovne strane u europodručju bili su povišeni u uvjetima sve snažnijeg rasta plaća i slabljenja proizvodnosti rada. Doprinos jediničnih profita domaćim inflacijskim pritiscima zamjetno se smanjio u drugoj polovini 2023., što upućuje na to da su profiti ublažili pritiske koji su proizlazili iz rastućih troškova rada.

1.2. Monetarna politika i financijska tržišta

U rujnu 2023. završio je najsnažniji ciklus pooštavanja monetarne politike od uvođenja eura kao valute. Nakon deset uzastopnih povećanja ključnih kamatnih stopa sastanak Upravnog vijeća ESB-a u listopadu 2023. bio je prvi na kojemu se ključne kamatne stope nisu promijenile, a isti je ishod imao i sastanak u prosincu. Pritom je u oba navrata Upravno vijeće naglasilo da su ključne kamatne stope na razinama na kojima će, zadržane dovoljno dugo, znatno pridonijeti skorom povratku inflacije na ciljanu razinu. Nadalje, buduće odluke Upravnog vijeća osigurat će da ključne kamatne stope ESB-a budu na dovoljno restriktivnim razinama koliko god bude potrebno, pri čemu će se odluke i nadalje zasnivati na pristiglim podacima.

Porast ključnih kamatnih stopa ESB-a započeo je u srpnju 2022. Do kraja te godine porasle su za 250 baznih bodova¹, a tijekom 2023. za još 200 baznih bodova. Odlukama

Slika 1.2.1. Ključne kamatne stope ESB-a



Napomena: Kamatna stopa na novčani depozit (engl. *deposit facility rate*, DFR); mogućnost posudbe na kraju dana (engl. *marginal lending facility*, MLF); glavne operacije refinanciranja (engl. *main refinancing operations*, MRO). Od početka 2022. EONIA se zamjenjuje stopom €STR.

Izvor: ESB

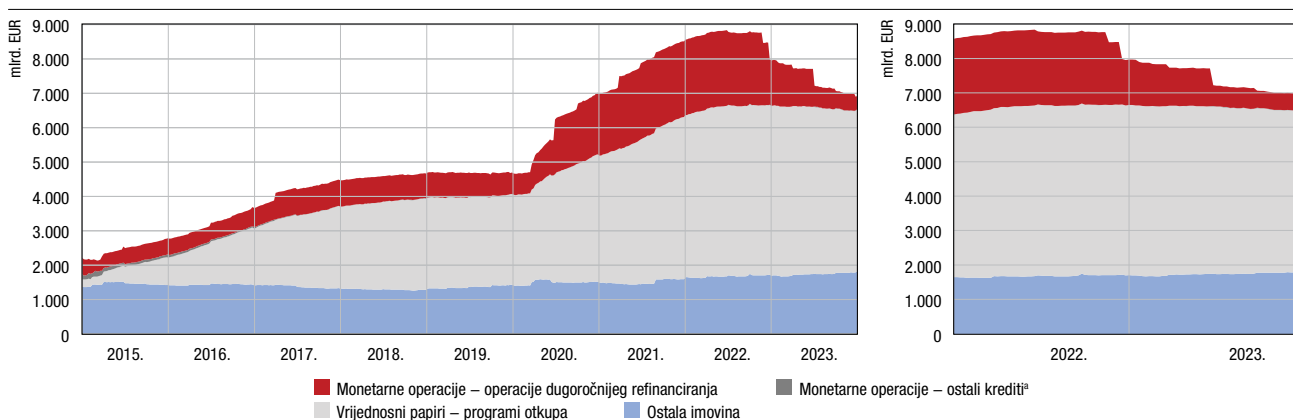
¹ Jedan bazni bod jest stoti dio jednoga postotnog boda.

Upravnog vijeća ESB-a kamatna stopa na novčani depozit (engl. *deposit facility rate*, DFR), koja je u trenutačnim uvjetima visokih viškova likvidnosti relevantan instrument monetarne politike Eurosustava, povećana je s $-0,50\%$ na $4,00\%$, kamatna stopa na glavne operacije financiranja (engl. *main refinancing operations*, MRO) s 0% na $4,50\%$, a kamatna stopa na mogućnost posudbe na kraju dana (engl. *marginal lending facility*, MLF) s $0,25\%$ na $4,75\%$.

Osim standardnim mjerama monetarne politike ESB je učinke podizanja kamatnih stopa ojačao i postupnim smanjivanjem bilance Eurosustava. Smanjenju bilance najviše su pridonijele otplate sredstava banaka iz treće runde programa dugoročnog (re)financiranja (engl. *targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO III), pri čemu su prijevremene otplate potaknute promjenom uvjeta financiranja od studenoga 2022. godine. Porast troškova financiranja banaka putem ovog instrumenta pridonio je prijenosu povećanja ključnih kamatnih stopa na uvjete bankovnog kreditiranja. Osim toga, nakon prekida neto otkupa vrijednosnih papira putem programa otkupa vrijednosnih papira (engl. *asset purchase programme*, APP) u prosincu 2021., Eurosustav je od ožujka 2023. prestao reinvestirati dio dospjele glavnice vrijednosnih papira, a na sastanku u lipnju 2023. Upravno vijeće potvrdilo je da se od srpnja reinvestiranje u potpunosti prekida. Što se tiče hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase programme*, PEPP), Upravno vijeće na sastanku u prosincu 2023. odlučilo je da u prvoj polovini 2024. namjerava i nadalje u potpunosti reinvestirati glavnice dospelih vrijednosnih papira, no u drugoj polovini godine portfelj PEPP-a mjesečno će se smanjivati za prosječno 7,5 mlrd. EUR, a na kraju 2024. reinvestiranje u sklopu PEPP-a namjerava se obustaviti.

Podizanje ključnih kamatnih stopa ESB-a brzo se prelilo na kamatne stope na novčanom tržištu. Nakon posljednjeg povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a u rujnu 2023. za 0,25 postotnih bodova, stopa €STR porasla je na $3,9\%$, a nakon toga ostala je na približno istoj razini. EURIBOR, koji predstavlja kamatne stope različite ročnosti

Slika 1.2.2. Bilanca Eurosustava



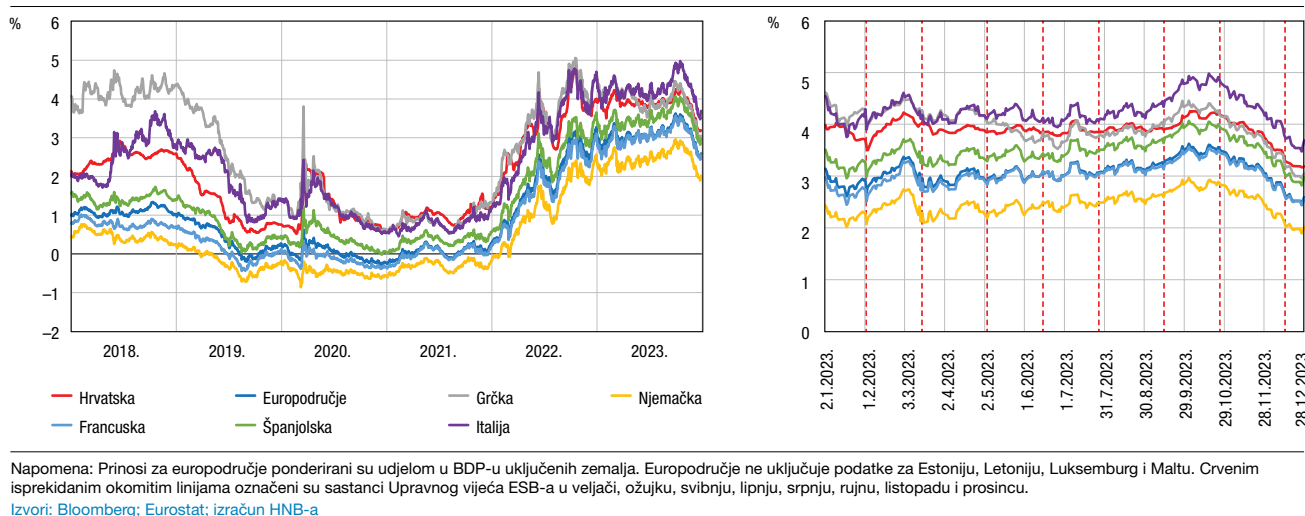
^a Ostali krediti uključuju glavne operacije refinanciranja, obratne operacije fine prilagodbe, obratne strukturne operacije, mogućnost posudbe na kraju dana te kredite vezane uz poziv na uplatu marže.

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

Izvor: ESB

(do 1 godine) po kojima se najveće banke u europodručju međusobno financiraju, odražavao je očekivanja o kretanju ključnih kamatnih stopa ESB-a. Tako su postojani inflatorni pritisci i nastavak monetarnog pooštavanja djelovali na porast tromjesečnog EURIBOR-a na razinu od 3,9% u rujnu. Nakon toga, tržišta su počela očekivati da ključne kamatne stope ESB-a neće više rasti, pa se tromjesečni EURIBOR stabilizirao i do kraja godine nije se bitno promijenio. Na kraju prosinca bio je za 1,8 postotnih bodova viši nego na kraju prethodne godine.

Slika 1.2.3. Prinosi na dugoročne državne obveznice s preostalim dospeljećem od oko 10 godina



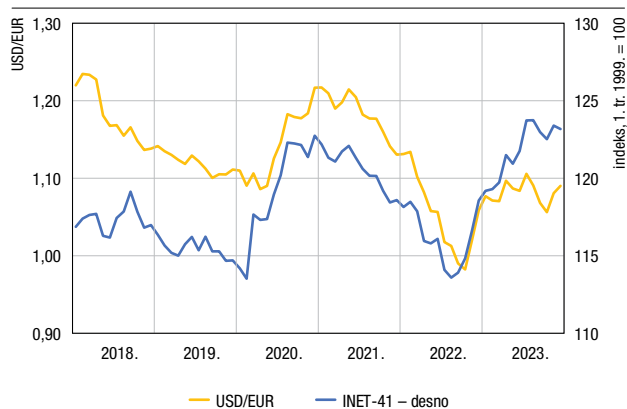
Prinosi na državne obveznice imali su relativno široku amplitudu oscilacija tijekom godine, a u posljednjem su se tromjesečju spustili ispod razina s kraja prethodne godine. Prosječan prinos na dugoročne državne obveznice europodručja ponderiran BDP-om na kraju prosinca tako je iznosio 2,6%, što je za 68 baznih bodova niže nego na kraju 2022.

Na svjetskom deviznom tržištu euro je prema američkom dolaru blago aprecirao u 2023. Tečaj eura prema američkom dolaru počeo se oporavljati već potkraj 2022., pa je do srpnja 2023. vratio većinu vrijednosti izgubljene u 2022. Tome su najviše pridonijela očekivanja da bi se tempo povećanja ključnih kamatnih stopa Fed mogao usporiti i da bi monetarna politika u SAD-u mogla promijeniti smjer ranije od očekivanja. S druge strane, podršku euru dala su i očekivanja o nastavku pooštavanja monetarne politike ESB-a. Nakon srpnja, sve do studenoga, euro je kontinuirano slabio prema američkom dolaru, ponajviše zbog očekivanja da bi se ključne kamatne stope u SAD-u mogle zadržati duže na povišenoj razini, s obzirom na to da se gospodarstvo SAD-a pokazalo otpornijim nego što se očekivalo. Slabiji gospodarski izgledi europodručja stvorili su dodatni pritisak na slabljenje eura. U studenome su porasla očekivanja da je zbog popuštanja inflacijskih pritisaka u SAD-u Fed blizu kraja ciklusa podizanja ključnih kamatnih stopa, što je preokrenulo trend, pa je tečaj USD/EUR aprecirao sve do kraja godine. Tečaj eura prema američkom dolaru kretao se u prosincu 2023. oko prosječne

vrijednosti od 1,09 USD/EUR, što je aprecijacija od 3% u odnosu na razinu iz prosinca 2022. U istom razdoblju nominalni efektivni tečaj eura prema košarici valuta glavnih trgovinskih partnera europodručja aprecirao je za oko 4%.

Trošak zaduživanja za poduzeća i stanovništvo u europodručju nastavio je rasti u 2023., odražavajući povećanje ključnih kamatnih stopa ESB-a, dok je kreditna aktivnost oslabjela. Na razini europodručja, prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima i stambene kredite stanovništvu porasla je u prosincu na 5,12%, odnosno 4,06%, što je povećanje od 167, odnosno 110 baznih bodova u odnosu na kraj 2022. Porast kamatnih stopa pratilo je slabljenje kreditne aktivnosti, pri čemu je intenzitet kreditiranja osjetnije oslabio u segmentu kreditiranja nefinancijskih poduzeća nego kod stanovništva. Ta je razlika povezana i s baznim učincima vrlo snažnoga kreditiranja poduzeća u prethodnoj godini zbog pojačanih potreba za financiranjem obrtnoga kapitala u uvjetima poskupljenja energenata i sirovina. Ukupno gledajući, kreditna aktivnost bila je prigušena na znatno nižoj razini nego u 2022.

Slika 1.2.4. Tečaj USD/EUR i nominalni efektivni tečaj eura



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

Izvor: ESB

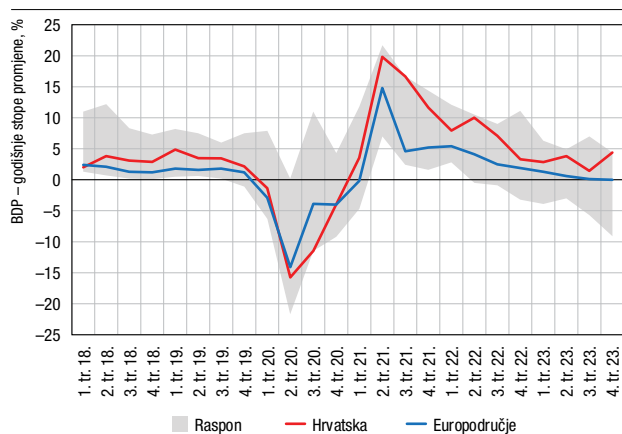
2. Hrvatsko gospodarstvo

2.1. Realna kretanja

Nakon snažnog rasta u 2021. i 2022., povoljna gospodarska kretanja obilježila su i 2023. godinu, što je od posebne važnosti ako se rast sagleda u svjetlu nepovoljnih kretanja u vanjskom okružju i pojedinim glavnim vanjskotrgovinskim partnerima. Brži rast hrvatskoga gospodarstva od prosjeka europodručja i Europske unije ujedno upućuje na nastavak ekonomske konvergencije, nakon što je u 2022. godini BDP po stanovniku (prilagođen za razlike u cijenama) dosegao 73% prosjeka EU-a. Na nastavak ekspanzije gospodarske aktivnosti utjecala je i nadalje visoka potražnja za uslugama povezanim s turizmom, ekspanzivna fiskalna politika, povećano korištenje sredstava iz fondova EU-a te posljedično snažna građevinska aktivnost i živo tržište nekretnina. Navedeno je rezultiralo nastavkom povoljnih kretanja na tržištu rada, što je uz pad inflacije rezultiralo jačanjem realnih dohodaka i potrošačkog optimizma te posljedično osobne potrošnje. Pritom je prvu polovinu godine obilježio relativno snažan rast ekonomske aktivnosti, čemu su pridonijele sve sastavnice osim izvoza robe, koji je zamjetno smanjen. Tijekom ljetnih mjeseci gospodarska je aktivnost oslabjela, zbog usporavanja rasta domaće potražnje te pada izvoza usluga na godišnjoj razini, a krajem godine ekonomska se aktivnost ponovo osnažila na tromjesečnoj razini, poglavito zbog jačanja osobne i državne potrošnje te postupnog oporavka izvoza robe i nastavka rasta izvoza usluga. Tako je krajem prošle godine godišnja stopa rasta BDP-a dosegla 4,4%, a na razini cijele 2023. realni BDP prosječno je povećan za 3,1%.

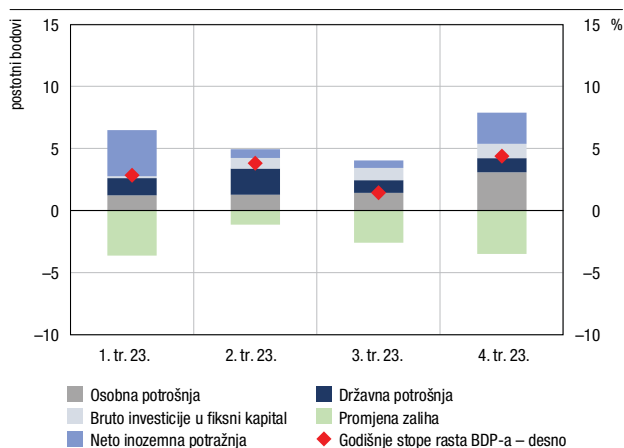
Realni godišnji rast u 2023. uglavnom je posljedica snažne domaće potražnje, i to poglavito osobne potrošnje. Povoljna kretanja osobne potrošnje mogu se povezati s kontinuiranim rastom zaposlenosti te oporavkom realnih plaća i potrošačkog optimizma.

Slika 2.1.1. Kretanje gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj i europodručju



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

Slika 2.1.2. Doprinosi promjeni realne gospodarske aktivnosti



Izvor: DZS

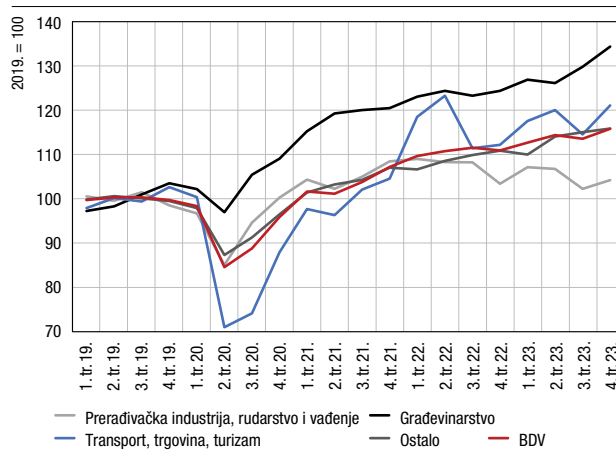
Osim toga, snažno su se povećale državna potrošnja i investicije, pri čemu je rast državnih investicija dijelom bio povezan s projektima sufinanciranim iz fondova EU-a. Osim domaće potražnje, rastu je znatno pridonio i izvoz usluga, velikim dijelom zbog nastavka povoljnih kretanja u turizmu, dok je robni izvoz smanjen na godišnjoj razini zbog slabe inozemne potražnje, pa je ukupni izvoz robe i usluga smanjen u odnosu na prethodnu godinu. Osim od izvoza robe, negativan doprinos rastu došao je i od pada ranije nagomilanih zaliha, što se, čini se, odrazilo na manje potrebe za uvozom, pa je unatoč padu izvoza doprinos neto izvoza rastu u 2023. bio pozitivan.²

Ako se promatra kretanje gospodarske aktivnosti prema glavnim djelatnostima, rast je u najvećoj mjeri bio podržan rastom uslužnog sektora, koji je pritom bio relativno široko rasprostranjen. Tako je vidljiv rast djelatnosti povezanih s trgovinom i turizmom, tržištem nekretnina, informacijskim i komunikacijskim aktivnostima te javnim uslugama. Osim toga, primjetan je i porast građevinske aktivnosti, što je u skladu s relativno snažnim rastom investicijske aktivnosti i stanogradnje. S druge strane, poljoprivredna je proizvodnja gotovo stagnirala, dok je aktivnost u prerađivačkoj industriji smanjena, što se pak može povezati sa slabom vanjskom potražnjom i izvozom robe. Valja pritom spomenuti kako je godišnji rast ukupne bruto dodane vrijednosti (BDV) u 2023. bio sporiji od rasta BDP-a te je iznosio 2,3%, što odražava znatan pozitivan doprinos neto indirektnih poreza (porezi na proizvode umanjani za subvencije na proizvode) rastu BDP-a.

2.2. Tržište rada

Na tržištu rada u 2023. godini nastavio se rast zaposlenosti uz daljnji pad nezaposlenosti te snažan rast nominalnih bruto plaća. U 2023. godini broj zaposlenih osoba povećao se za 2,5%. Gledano po djelatnostima NKD-a najveći doprinos rastu zaposlenosti generirale su poslovne usluge i IT, trgovina, smještaj i prijevoz te građevinarstvo. Pritom je pojačano zapošljavanje radnika iz trećih zemalja (izvan EU-a) i umirovljenika na pola radnog vremena znatno pridonijelo rastu zaposlenosti. U 2023. godini nezaposlenost se nastavila smanjivati te se tako administrativna stopa nezaposlenosti spustila na 6,2% radne snage (sa 6,7% u 2022.). Istodobno je anketna stopa nezaposlenosti prosječno iznosila 6,1% u odnosu na 7% u 2022. godini. Plaće su tijekom 2023. godine snažno porasle kao odraz naglašene potražnje za radom te

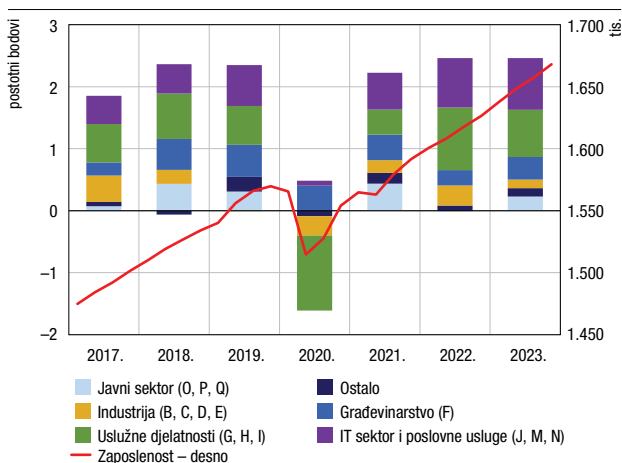
Slika 2.1.3. Bruto dodana vrijednost u Hrvatskoj po djelatnostima



Napomena: "Turizam" označuje djelatnosti pružanja smještaja i ugostiteljstva.
Izvor: DZS

² Treba napomenuti kako serija zaliha uključuje statističku diskrepanciju u obračunu rashodne i proizvodne strane BDP-a, pa je treba tumačiti s oprezom.

Slika 2.2.1. Zaposlenost po područjima NKD-a, sezonski prilagođeni podaci, doprinosi godišnjoj stopi promjene i ukupna zaposlenost



Napomena: NKD je nacionalna klasifikacija djelatnosti.
Izvor: HZMO (sezonska prilagodba HNB-a)

mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena usporila se u 2023. na 8,4%, s 10,7% u 2022. godini. Intenzitet usporavanja inflacije još je izraženiji usporede li se ostvarenja na kraju godine, pa se tako inflacija smanjila s 12,7% u prosincu 2022. na 5,4% u prosincu 2023. godine. Na usporavanje inflacije djelovalo je postupno iščezavanje učinka znatnog poskupljenja velikog broja dobara i usluga tijekom 2022. (učinci baznog razdoblja) u uvjetima znatno nižega tekućeg porasta cijena. Pritom je popuštanje tekućih inflacijskih pritisaka bilo osobito izraženo nakon završetka glavnog dijela turističke sezone u uvjetima slabljenja učinaka prošlih šokova (rast cijena energenata, prehrambenih i drugih sirovina, poremećaji u dobavnim lancima, povećana potražnja zbog ponovnog otvaranja gospodarstva nakon pandemije). Unatoč ulasku u europodručje u vrijeme povišene inflacije uvođenje eura, u skladu s očekivanjima, imalo je relativno blag i jednokratni učinak na ukupnu inflaciju, koncentriran u dijelu uslužnih djelatnosti.

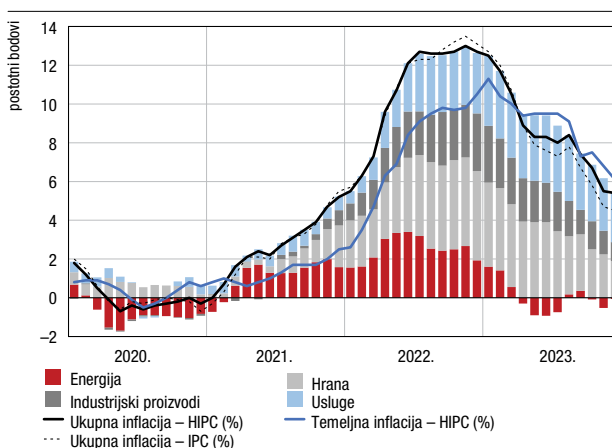
Tijekom 2023. usporio se rast cijena svih glavnih komponenata inflacije. Tako se inflacija cijena energije smanjila s 14,7% u prosincu 2022. na -0,5% u prosincu 2023. zahvaljujući pojeftinjenju naftnih derivata, dok su administrativno regulirane cijene električne energije i plina za kućanstva ostale nepromijenjene. Inflacija cijena hrane (uključujući pića i duhan) usporila se na 6,5% u prosincu 2023. (sa 16% u prosincu 2022.), čemu su, među ostalim, pridonijeli prelijevanje nižih cijena energenata, gnojiva i

nastojanja radnika da nadoknade gubitak kupovne moći akumuliran zbog povišene inflacije. Tako je u 2023. prosječna nominalna bruto plaća porasla na godišnjoj razini za 14,4%, pri čemu je rast plaća bio podjednako snažan u javnom i privatnom sektoru. Istodobno je nominalna neto plaća porasla za 12,6% (7% u 2022.), dok su realne neto plaće porasle za 4,2% (nakon smanjenja od 3,4% u 2022.).

2.3. Cjenovna kretanja

Inflacija se u 2023. primjetno usporila, nakon što je u 2022. ostvarena najviša inflacija u posljednjih 29 godina. Prosječna godišnja stopa inflacije u Hrvatskoj

Slika 2.3.1. Pokazatelji inflacije u Hrvatskoj
doprinosi komponenata



Napomena: Temeljna inflacija mjerena je harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena koji isključuje cijene energije, hrane, alkohola i duhana.
Izvori: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu te usporavanje rasta cijena hrane u glavnim vanjskotrgovinskim partnerima. Osim toga, niže cijene sirovina na svjetskom tržištu, normalizacija globalnih lanaca opskrbe i usporavanje godišnjeg rasta proizvođačkih cijena industrijskih proizvoda na domaćem tržištu činitelji su zbog kojih se inflacija cijena industrijskih proizvoda uglavnom kontinuirano usporavala tijekom prošle godine. Nakon dosegnutih 11,2% u prosincu 2022., inflacija cijena industrijskih proizvoda tako se smanjila na 3,7% u prosincu 2023. godine. Istodobno se inflacija cijena usluga samo blago usporila, s 9,9% u prosincu 2022. na 8,1% u prosincu 2023., što je ponajviše bilo izraženo nakon završetka glavnog dijela turističke sezone. Na inflaciju cijena usluga najviše je djelovao znatan rast cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja pod utjecajem prelijevanja prijašnjeg povećanja troškova, osobito energije i prehrambenih sirovina, rasta plaća, snažne potražnje za spomenutim uslugama te konvergencije tih cijena prema prosječnoj razini u europodručju.

Unatoč usporavanju temeljna inflacija i nadalje je ostala relativno visoka.

Usporavanje temeljne inflacije (ne uključuje cijene energije i hrane), koja se smanjila s 10,5% u prosincu 2022. na 6,1% u prosincu 2023. godine, bilo je znatno slabijeg intenziteta od usporavanja ukupne inflacije. Ostali pokazatelji temeljne inflacije, koji isključuju određene kolebljive komponente, također su se smanjili tijekom 2023., ali se i nadalje nalaze na povišenim razinama u odnosu na dugoročne prosjeke. Relativno visoke razine temeljne inflacije uglavnom odražavaju domaće inflacijske pritiske koji proizlaze iz snažnog tržišta rada, odnosno rasta plaća (kako bi se nadoknadio pad kupovne moći zbog prijašnjih poskupljenja) i solidne domaće potražnje, kao i snažnu potražnju stranih gostiju za uslugama povezanim s putovanjima. Istodobno se doprinos jediničnih profita domaćim inflacijskim pritiscima, nakon što je u prvom tromjesečju 2023. dosegnuo svoj vrhunac, kontinuirano smanjivao u nastavku godine, što upućuje na djelovanje profita kao amortizera inflacijskih pritisaka na osnovi rasta troškova rada.

Smanjila su se kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća. Iako je percepcija potrošača o inflaciji u prethodnih dvanaest mjeseci bila i nadalje visoka, inflacijska očekivanja potrošača za sljedećih dvanaest mjeseci smanjila su se na primjetno nižu razinu u usporedbi s vrhuncem zabilježenim sredinom 2022. godine. Osim toga, smanjila su se očekivanja poduzeća o kretanju cijena u sljedeća tri mjeseca. Pritom su se kratkoročna inflacijska očekivanja poduzeća u industriji u drugoj polovini 2023. vratila otprilike na prosječnu razinu iz razdoblja od 2017. do 2019., a očekivanja poduzeća iz uslužnog sektora i nadalje su povišena u odnosu na pretpandemijsko razdoblje.

Okvir 1. Profiti, marže i inflacija u Hrvatskoj

Snažno intenziviranje inflacije tijekom 2022. otvorilo je pitanje u kojoj mjeri inflacijskim pritiscima pridonose profiti i marže poduzeća. Doprinos jediničnih profita rastu deflatora BDP-a bio je u 2022. veći nego u dužem prethodnom razdoblju i ujedno veći od doprinosa jediničnih troškova rada i poreza. Nasuprot tome, u 2023. doprinos jediničnih profita smanjio se u skladu s očekivanjima s obzirom na politiku poduzeća održavanja stabilnih cjenovnih marža u uvjetima smanjenja cijena sirovina i energenata, dok se doprinos jediničnih troškova rada povećao. Profitne marže nefinancijskih poduzeća u Hrvatskoj, nakon smanjenja u 2020., do 2022. vratile su se približno na razinu iz 2019., a ekonometrijske procjene cjenovnih marža upućuju na sličan zaključak. Zadržavanje marža na relativno stabilnoj razini naizgled eliminira profite poduzeća kao jednu od potencijalnih odrednica inflacije. Stabile su marže u uvjetima izraženog rasta troškova intermedijarnih proizvoda, znatno bržeg od porasta gospodarske aktivnosti i plaća, zapravo u skladu s primjetnim porastom dobiti poduzeća i velikim doprinosom jediničnih profita rastu deflatora BDP-a. U razdoblju otklanjanja preostalih uskih grla u proizvodnim lancima i smanjenja cijena sirovina profiti poduzeća mogu poslužiti kao amortizer za inflatorne učinke vrlo snažnog rasta troškova rada.

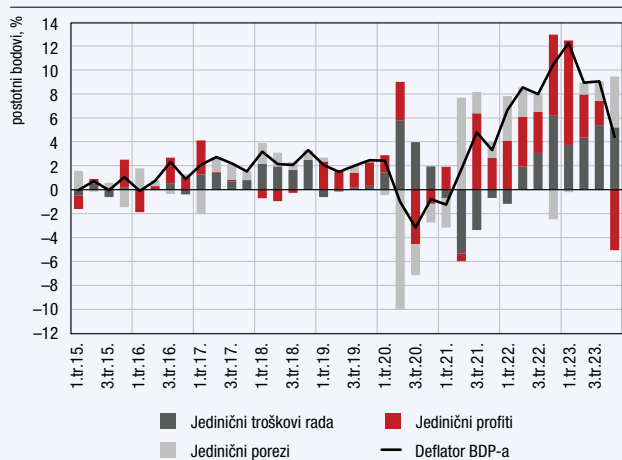
Snažno intenziviranje inflacije na globalnoj razini tijekom 2022. potaknulo je raspravu o povezanosti marža poduzeća i inflacijskih kretanja. Neovisno o krajnjem uzroku, u mjeri u kojoj nije “uvezena”, inflacija se nužno očituje u rastu nominalnih plaća, profita ili poreza. Stoga se otvorilo pitanje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

Deflator BDP-a jedan je od pokazatelja kojim se prate cjenovna kretanja, iako se on konceptualno razlikuje od (harmoniziranog) indeksa potrošačkih cijena. Za razliku od indeksa potrošačkih cijena, koji prati cijene dobara i usluga koje konzumiraju potrošači, deflator BDP-a obuhvaća cijene svih finalnih proizvoda i usluga koje je proizvelo domaće gospodarstvo, neovisno o tome jesu li namijenjeni domaćoj potrošnji (finalnoj ili investicijama) ili izvozu. Također, uvozne su cijene uključene u indeks potrošačkih cijena, dok se u izračunu deflatora BDP-a isključuje deflator uvoza, pa je deflator BDP-a jedan od uobičajenih pokazatelja domaćih pritisaka na rast cijena. Porast deflatora BDP-a u 2022. od 8,6% pokazuje da su inflacijski pritisci te godine tek djelomično bili uvezene prirode, a harmonizirani indeks potrošačkih cijena porastao je malo snažnije od deflatora BDP-a, točnije za 10,7%. U 2023. rast deflatora BDP-a neznatno se usporio na 8,5%, a inflacija se potrošačkih cijena usporila na 8,4%.

Razrada promjene deflatora BDP-a¹ pokazuje da su njegovu rastu u 2022. najviše

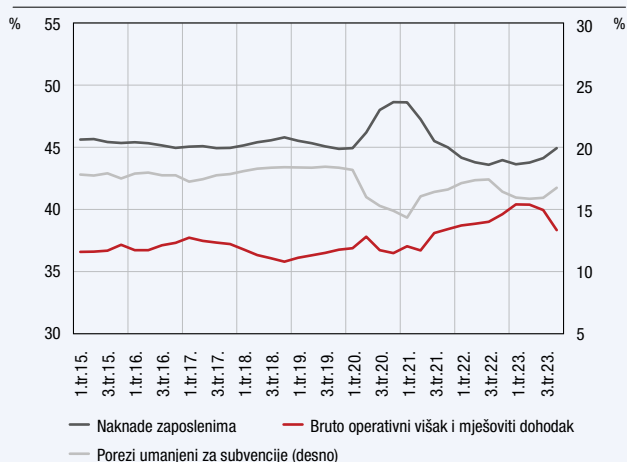
1 Polazi se od sastavnica nominalnog BDP-a prema dohodovnom pristupu, pri čemu su i nominalni BDP i njegove tri sastavnice podijeljene s realnim BDP-om kako bi se s jedne strane dobio deflator BDP-a, a s druge strane (1) jedinični troškovi rada (točnije, omjer nominalnih naknada zaposlenima i realnog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

Slika 1. Dekompozicija rasta deflatora BDP-a



Izvori: Eurostat; procjene HNB-a

Slika 2. Struktura nominalnog BDP-a prema dohodovnom pristupu



Napomena: Prosjek posljednjih četiriju tromjesečja.

Izvor: Eurostat

pridonijeli jedinični profiti, čiji je doprinos bio znatno viši od dugoročnog prosjeka te je uvelike nadmašio doprinos jediničnih troškova rada (Slika 1.). Takva kretanja odražavaju činjenicu da je rast jediničnih profita bio brži od rasta jediničnih troškova rada, pa je porastao udio profita (radi jednostavnosti aproksimiranih bruto operativnim viškom i mješovitim dohotkom) u BDP-u (Slika 2.). Nakon snažnog ubrzavanja u 2022. godini rast jediničnih profita vrhunac je dosegao početkom 2023. godine, u drugom se i trećem tromjesečju 2023. doprinos jediničnih profita rastu deflatora BDP-a smanjio, a u posljednjem tromjesečju 2023. postao je negativan. Smanjenje doprinosa jediničnih profita u 2023. bilo je očekivano ako se uzme u obzir cjenovna politika poduzeća da održavaju stabilne cjenovne marže u uvjetima smanjivanja cijena sirovina i energenata, kao i uvoznih intermedijarnih proizvoda. S druge strane, doprinos jediničnih troškova rada bio je u 2023. veći nego prethodne godine te su ukupnom rastu deflatora BDP-a u 2023. najviše pridonijeli upravo jedinični troškovi rada.

Rast jediničnih profita ne znači nužno da su poduzeća povećala cjenovne i profitne marže. Uobičajeni su pokazatelji marža cjenovne marže, koje su omjer cijene i graničnog troška poduzeća, te profitne marže, koje su omjer dobiti² i prodaje. Cjenovne marže često se rabe kao pokazatelj tržišne moći poduzeća jer pokazuju mjeru u kojoj poduzeće može naplaćivati svoje proizvode iznad graničnog troška. Profitne su marže pokazatelj profitabilnosti poduzeća, tj. ostvarene dobiti po jedinici prodaje. Ti se pokazatelji marža mogu razlikovati, pri čemu je tretman fiksnih troškova jedna od važnih razlika između

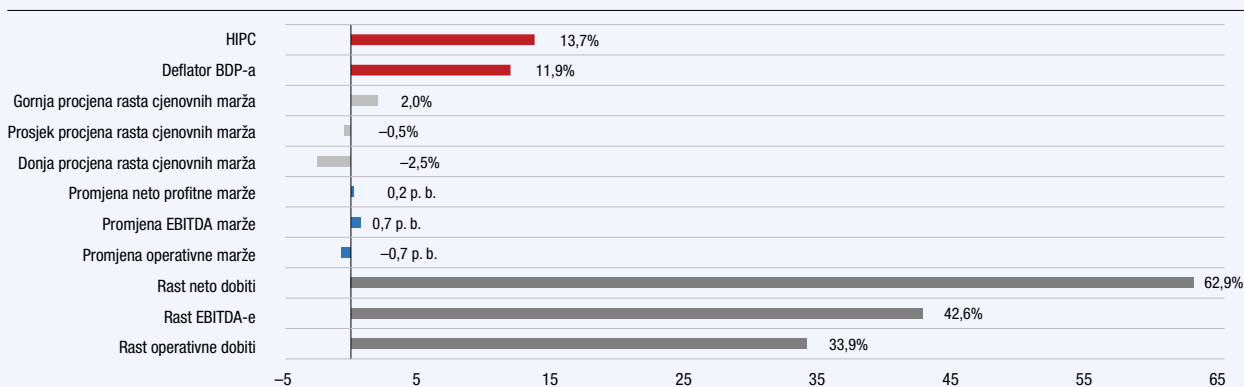
2 Rabimo tri standardne definicije dobiti u ovom okviru, to su neto dobit nakon oporezivanja, EBITDA i operativna dobit. EBITDA je definirana kao poslovni prihodi minus poslovni rashodi plus amortizacija, a operativna je dobit jednaka prihodima od prodaje umanjena za troškove zaposlenika i materijalne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

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

pokazatelja cjenovnih i profitnih marža. Primjerice, poduzeće s visokim fiksnim troškovima mora imati visoke cjenovne marže kako bi uopće ostvarilo profit. Isto tako, udio profita u dodanoj vrijednosti, koji se mjeri nacionalnim računima³, konceptualno se razlikuje od pokazatelja marža, pa se pokazatelji marža i udjela profita mogu razilaziti. Tako se u razdobljima kad je rast troškova intermedijarnih proizvoda brži od porasta troškova rada, kao što je bilo donedavno, udio profita u BDP-u može povećati čak i ako marže stagniraju ili se smanjuju (Hahn, 2023.). Stoga je za izvođenje cjelovitog zaključka o utjecaju cjenovnih politika poduzeća na inflaciju potrebno ocijeniti i kretanje njihovih cjenovnih i profitnih marža.

Ekonometrijske procjene cjenovnih marža utemeljene na izvještajima nefinancijskih poduzeća⁴ u Hrvatskoj ne upućuju na njihov znatniji porast u 2022. godini u odnosu na 2019. godinu, a slično su se kretale i profitne marže. Cjenovne marže nužno je ekonometrijski procijeniti jer podaci o cijenama i graničnim troškovima poduzeća nisu raspoloživi. U tu svrhu primijenili smo standardni ekonometrijski model dizajniran za procjenu cjenovnih marža (De Loecker i Warzynski, 2012.⁵; De Loecker i sur. 2021.⁶). Procijenjeno je dvanaest različitih verzija modela koje upućuju na sličan zaključak: cjenovne su marže porasle nakon snažnog pada u pandemijskoj 2020. godini⁷, ali time su zapravo tek dosegnule razinu iz 2019. Procjene postotne promjene marža u odnosu na 2019. godinu na temelju različitih modela tako se kreću u rasponu od porasta cjenovnih marža za 2% pa do smanjenja od 2,5%, a medijalni model (–0,6%) i prosjek svih modela

Slika 3. Promjena cjenovnih i profitnih marža poduzeća u Hrvatskoj, 2022. u odnosu na 2019.



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

Izvori: Fina; procjene HNB-a

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

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

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

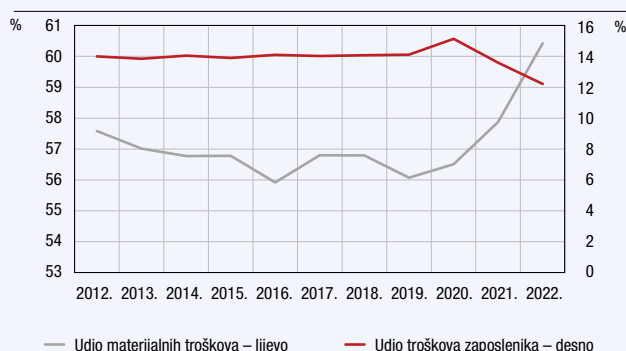
7 Pritom valja uzeti u obzir da su procjene cjenovnih marža u 2020. i 2021. vjerojatno pod utjecajem državnih potpora gospodarstvu, koje su omogućile poduzećima da imaju puno veći trošak rada nego što bi bio bez državnih subvencija. Cjenovne su marže vjerojatno tijekom 2020. i 2021. bile veće u odnosu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

(-0,5%) pokazuju blagi pad cjenovnih marža (Slika 3.). Profitne marže kretale su se usporedno s cjenovnim maržama (Slika 3.).

I uz relativno stabilne marže poduzeća su znatno povećala nominalni iznos dobiti, što se očitovalo u rastu doprinosa jediničnih profita deflatoru BDP-a. Ukupna dobit poduzeća⁸ snažno je u 2022. porasla u odnosu na 2019. godinu (neto dobit 63%, EBITDA 42% i operativna dobit 34%⁹), i to znatno više od troškova rada (22%), što je u skladu s naizgled proturječnim pokazateljima koji upućuju na porast udjela profita u statistici nacionalnih računa i konstantne marže poduzeća. Colonna i sur. (2023.)¹⁰ i Hahn (2023.) na temelju različitih pokazatelja dobiti poduzeća pokazali su da su slična kretanja prisutna i u pojedinim zemljama europa područja, odnosno da su nominalni iznosi dobiti snažno porasli i uz relativno stabilne marže. Stabilne profitne i cjenovne marže u uvjetima snažnih troškovnih pritisaka znače da su poduzeća cijene vlastitih proizvoda povećavala sličnim intenzitetom kojim su im rasli troškovi, a taj je osjetno nadmašivao porast BDP-a. Tako se snažno povećao nominalni iznos dobiti i njezin udio u BDP-u.

Čini se da poduzeća nisu u potpunosti prenijela porast cijena inputa na kupce, već su dio tereta podnijeli i radnici jer su plaće rasle sporije od troškova intermedijarnih proizvoda i prodaje, a to je ujedno poduzećima pomoglo da očuvaju marže. Kao što je prije pokazano, prosječne cjenovne i profitne marže poduzeća proteklih su godina bile relativno stabilne. Međutim, udjeli troškova različitih faktora proizvodnje u prodaji znatno su se promijenili (Slika 4.). Tako je nakon 2020. godine snažno porastao omjer troška intermedijarnih proizvoda i prihoda od prodaje, što upućuje na zaključak da su poduzeća cijene vlastitih proizvoda povećavala sporije od rasta troškova inputa s kojim su bila suočena. Istodobno je trošak zaposlenika rastao sporije i od troška intermedijarnih inputa i od prihoda od prodaje, pa se omjer troškova zaposlenika i prihoda od prodaje smanjio.

Slika 4. Kretanje odrednica cjenovnih marža poduzeća



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

- 8 Iz analize su isključena poduzeća koja nisu prijavila barem jednu od sljedećih stavki: zaposlenost, troškove zaposlenika, imovinu, materijalnu imovinu i poslovnu prodaju. Također, iz uzorka su isključena poduzeća ako im je bar jedna od gore navedenih stavki jednaka nuli. Izuzete su i sve djelatnosti čije su prve dvije znamenke veće od 82, što isključuje djelatnosti poput javne uprave, obrane, obrazovanja, zdravstva i slično. Navedeni su kriteriji primijenjeni u svim izračunima u ovom okviru.
- 9 U odnosu na 2021. godinu neto dobit porasla je za 23%, EBITDA za 27%, operativna dobit za 25%, a troškovi zaposlenika za 14%.
- 10 Colonna, F., Torrini, R. i Viviano, E. (2023.): The profit share and firm mark-up: how to interpret them? Banca D'Italia Occasional Paper No. 770, svibanj
- 11 Prema ekonomskoj teoriji kretanje omjera troškova varijabilnih inputa i prodaje obrnuto je proporcionalno kretanju marža, pod pretpostavkom da u kratkom roku nema velikih promjena u tehnologiji proizvodnje (De Loecker i Warzynski, 2012.; De Loecker i sur., 2021.). Osim toga, ako pretpostavimo da su rad i intermedijarni inputi varijabilni faktori proizvodnje, onda su kretanja udjela njihovih troškova u poslovnoj prodaji obrnuto proporcionalna kretanju marža.

To upućuje na zaključak da su poduzeća održavala relativno stabilne marže dijeljenjem tereta viših troškova intermedijarnih proizvoda između zaposlenika i kupaca¹¹.

Opaženo ponašanje poduzeća u skladu je s jednostavnom cjenovnom politikom stabilnih cjenovnih marža, ali potrebna su dodatna istraživanja kako bi se utvrdile odrednice cijena, marža i profita. S jedne strane, poduzeća su bila suočena sa snažnim porastom cijena inputa koji povećavaju troškove i stoga smanjuju profitabilnost. S druge strane, uska grla u opskrbi, nestašice pojedinih proizvoda i snažna (domaća i inozemna) potražnja olakšali su poduzećima povećanje cijena njihovih proizvoda i nadoknadu višeg troška inputa. U takvim uvjetima široko rasprostranjenog porasta troškova i cijena potrošačima je bilo teže ocjenjivati opravdanost rasta cijena pojedinih proizvoda te su vjerojatno imali manje mogućnosti i sklonosti prelasku drugim proizvođačima ili trgovcima. Relativno spora prilagodba plaća na cjenovne šokove također je pomogla poduzećima da ublaže rast troškova i održe marže. Istodobno je agregatna potražnja ostala snažna jer su kućanstva smanjila stopu štednje, a ujedno je bio i znatan doprinos inozemne potražnje za uslugama. Za procjenu točnog doprinosa svakog od tih elemenata trebalo bi ocijeniti promjene elastičnosti potražnje, proizvodne strukture poduzeća i učinaka neizvjesnosti, a za to su potrebni mnogo detaljniji podaci od onih koji su raspoloživi. Trebalo bi voditi računa i o relativnoj važnosti brojnih šokova koji su pogodili gospodarstvo posljednjih godina za kretanje inflacije, što je predmet rastućeg broja istraživanja diljem svijeta.

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

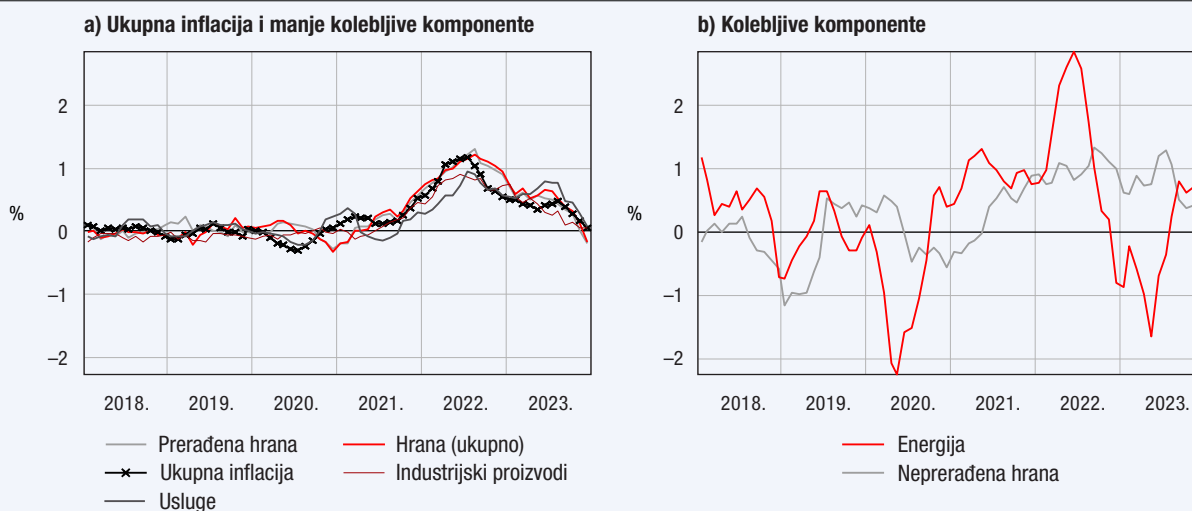
Okvir 2. Na putu prema dolje – uloga baznih učinaka u usporavanju potrošačke inflacije

Nakon što se potrošačka inflacija gotovo neprekidno ubrzavala s razine od $-0,3\%$ u prosincu 2020. do 13% u studenome 2022., suprotan trend zabilježen je u proteklih 13 mjeseci, tijekom kojih se inflacija usporila do $5,4\%$ u prosincu, što je i nadalje povišena razina. No, tekući inflacijski pritisci tek se s odgodom ogledaju u godišnjoj stopi inflacije, koja pokazuje ukupnu promjenu razine cijena u cijeloj protekloj godini. Također, promjena godišnje stope inflacije ne ovisi samo o tekućoj inflaciji nego i o tzv. baznim statističkim učincima, odnosno eventualnim neuobičajeno snažnim promjenama cijena prije godinu dana. Sve komponente tekuće mjesečne inflacije od jeseni se nalaze na uobičajenim razinama. Ako se tekući pritisci zadrže na trenutačnoj, niskoj razini, godišnja stopa inflacije smanjivat će se zbog postupnog isključivanja iz izračuna povišenih stopa tekuće inflacije, koje su se bilježile do jeseni 2023. godine. Upravo pod utjecajem tih baznih učinaka godišnja bi se inflacija u Hrvatskoj do kraja 2024. godine mogla smanjiti ispod 3% . Takva mehanička projekcija podložna je rizicima koji se mogu odraziti na rast tekuće inflacije, što bi u određenoj mjeri poništilo povoljne bazne učinke. Bazni učinci često određuju promjenu godišnje stope inflacije i na razini cijelog europodručja. Ubrzavanje inflacije u prosincu 2023. godine (na $2,9\%$ s $2,5\%$ u studenome) tako gotovo u cijelosti odražava nepovoljne učinke baznog razdoblja, posebno cijena energije.

Premda je godišnja stopa inflacije potkraj 2023. još uvijek bila na povišenoj razini, unatoč znatnom smanjenju tijekom te godine, pokazatelji tekuće inflacije upućuju na znatnije popuštanje inflacijskih pritisaka. Godišnja stopa inflacije u proteklih se godinu dana spustila s vrhunca od 13% iz studenoga 2022. do $5,4\%$ u prosincu 2023. godine. Ta je razina i dalje znatno iznad dugoročnih prosjeka pa se u javnosti često tumači kao pokazatelj još uvijek prisutnih inflacijskih pritisaka. Međutim, godišnja stopa inflacije vrlo kasno pokazuje promjene u tekućim inflacijskim pritiscima jer agregira promjenu razine cijena u proteklih dvanaest mjeseci. Stoga se tekući inflacijski pritisci često analiziraju na temelju mjesečnih stopa inflacija, koje se uglavnom uprosječe tijekom nekoliko mjeseci (obično 3 ili 6 mjeseci) kako bi im se smanjila kolebljivost te se zatim svode na godišnju razinu (anualiziraju, vidi Metodološki okvir A: Računanje inflacije). Tako je šestomjesečni prosjek mjesečnih stopa inflacija (engl. *month-over-month*, MoM) vrhunac dosegnuo sredinom 2022. godine, otprilike pola godine prije nego što je godišnja stopa inflacije bila na vrhuncu, a do konca 2023. godine ponovo se približio uobičajenim vrijednostima, što upućuje na znatno popuštanje tekućih inflacijskih pritisaka (Slika 1., panel a)). Tekući pokazatelji inflacije za sve komponente potrošačke inflacije pratili su pad agregatnog pokazatelja pa su se istovrsni pokazatelji rasta cijena usluga, industrijskih proizvoda i prerađene hrane, nakon iznimno dugog razdoblja snažnog povećanja, u posljednjim mjesecima osjetno približili uobičajenim vrijednostima ili su ih već dostigli (Slika 2., panel a)). Iako su inflacija cijena energije i inflacija cijena neprerađene hrane pod iznimno

jakim utjecajem vrlo kolebljivih cijena energenata i sirovina, pa stoga tijekom cijeloga promatranog razdoblja često i znatno odstupaju od uobičajenih vrijednosti, što otežava njihovo prognoziranje, tijekom posljednjih mjeseci i one su se približile uobičajenim razinama (Slika 2., panel b)).

Slika 1. Odstupanja mjesečne (MoM) inflacije od uobičajenih kretanja



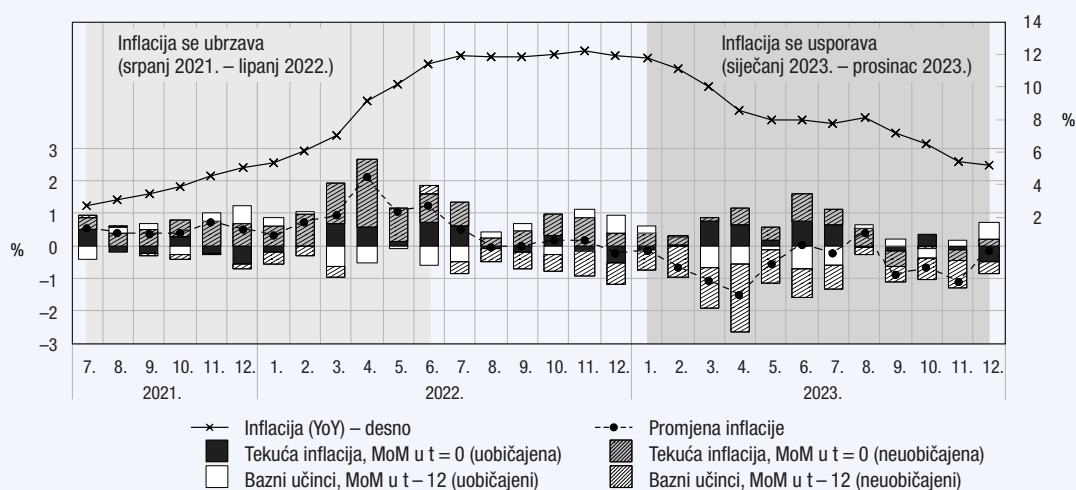
Napomena: Podaci na slikama odnose se na šestomjesečne pomične prosjeke doprinosa neuobičajenih kretanja mjesečnoj stopi promjene.

Izvor: HNB

Inflacija se u protekloj godini znatno smanjila zbog iščezavanja baznih učinaka znatnih poskupljenja iz 2022., a osobito u prvoj polovini te godine. Kao što je godišnja stopa inflacije pod velikim utjecajem inercije, tako i njezina promjena – koja je često u središtu interesa javnosti – uz tekuću inflaciju odražava i mjesečnu promjenu cijena u istom mjesecu prethodne godine, tj. bazne učinke (detaljna definicija i metodologija izračuna baznih učinaka prikazani su u Metodološkom okviru B). Razlaganjem promjene inflacije na temelju opisane metodologije može se zaključiti da su kretanje godišnje stope inflacije u protekle dvije i pol godine najviše odredila velika poskupljenja zabilježena između sredine 2021. i 2022. godine (Slika 2.). Od srpnja 2021. do lipnja 2022. godišnja se inflacija snažno *ubrzavala* (puna linija, sivo osjenčano područje) te se ukupno povećala gotovo za 10 baznih bodova. Taj je porast proiziškao iz snažnog doprinosa neuobičajeno visoke tekuće inflacije (sivi iscrtkani stupići), koja je u promatranom razdoblju iznosila otprilike 11 postotnih bodova. S druge strane, bazni učinci u tom razdoblju nisu u znatnijoj mjeri ublažili porast godišnje inflacije (Slika 3., lijevi panel). Slična su kretanja zabilježena i za sve glavne potkomponente inflacije u tom razdoblju koje su se ubrzale pod dominantnim utjecajem tekuće inflacije. Jedino je inflacija cijene energije u određenoj mjeri iznimka zbog bržeg i snažnijeg rasta tih cijena, a onda i bržeg pada, stoga su negativni bazni učinci znatno izraženiji za energiju nego za ostale komponente (Slika 3., lijevi panel). Od prosinca 2022. godišnja inflacija *usporava se* ponajviše zbog negativnih baznih učinaka, odnosno postupnog isključivanja neuobičajeno visokih stopa mjesečne inflacije ostvarenih u 2022. godini iz izračuna

godišnje stope inflacije (bijeli iscrtkani stupići). Unatoč i nadalje povišenoj tekućoj inflaciji (doprinos neuobičajeno visoke tekuće inflacije premašio je 5 postotnih bodova) visoki negativni bazni učinci utjecali su na usporavanje godišnje stope inflacije. Tako se inflacija u tom razdoblju usporila otprilike za 7 postotnih bodova, pri čemu su negativni učinci smanjili ukupnu inflaciju čak za 12 postotnih bodova (Slika 3., desni panel). Nalazi slični onima za ukupnu inflaciju vrijede i za sve glavne potkomponente.

Slika 2. Važnost baznih učinaka i tekuće inflacije za ukupnu potrošačku inflaciju

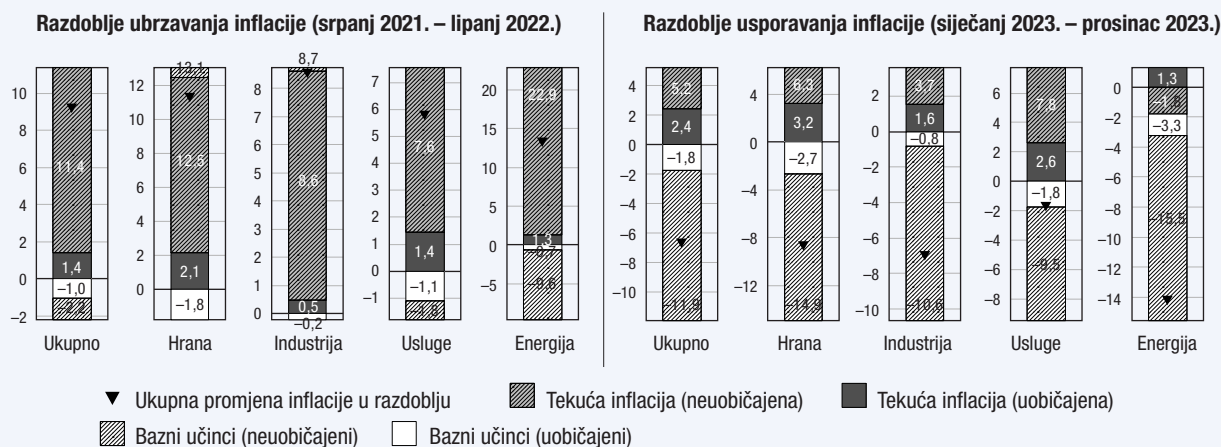


Izvor: HNB

Zadrži li se tekuća inflacija na trenutačnim, niskim razinama, odnosno ako se ne dogode neki novi poremećaji na globalnim tržištima ili ne ojačaju domaći inflacijski pritisci, bazni učinci znatno će smanjiti godišnju stopu inflacije u ovoj godini. Iščezavanje baznih učinaka povišene tekuće inflacije iz 2023. godine trebalo bi postupno usporavati godišnju stopu inflacije u Hrvatskoj sve do rujna 2024. godine. Kumulirani bazni učinci neuobičajeno visokih poskupljenja u prvih devet mjeseci 2023. dat će do prosinca 2024. godine doprinos smanjenju godišnje inflacije od 2,8 postotnih bodova u odnosu na prosinac 2023. godine (Slika 4.). Navedeni negativan doprinos godišnjoj stopi inflacije odražava natprosječno visoku tekuću inflaciju u razdoblju od siječnja do rujna 2023. godine (Slika 2., sivi iscrtkani stupići), koja će iščeznuti iz izračuna godišnje stope inflacije tek potkraj 2024. godine. Uz pretpostavku da se tekuća inflacija zadrži na uobičajenim razinama, kojima se proteklih mjeseci približila nakon dugo vremena, godišnja bi se inflacija s razine od 5,4% iz prosinca mogla spustiti ispod 3% do kraja 2024. godine. No, takva mehanička projekcija podložna je brojnim rizicima i neizvjesnostima koji se mogu odraziti na tekuću inflaciju u sljedećim mjesecima. Ako tekuća inflacija ojača s niskih trenutačnih razina, to bi moglo donekle poništiti utjecaj povoljnih baznih učinaka.¹

¹ Više o faktorima koji bi mogli utjecati na zadržavanje tekuće inflacije na natprosječnim razinama, premda manjima od onih iz 2022. i 2023. godine, vidi u publikaciji [Makroekonomska kretanja i prognoze br. 15, str. 59. - 61.](#)

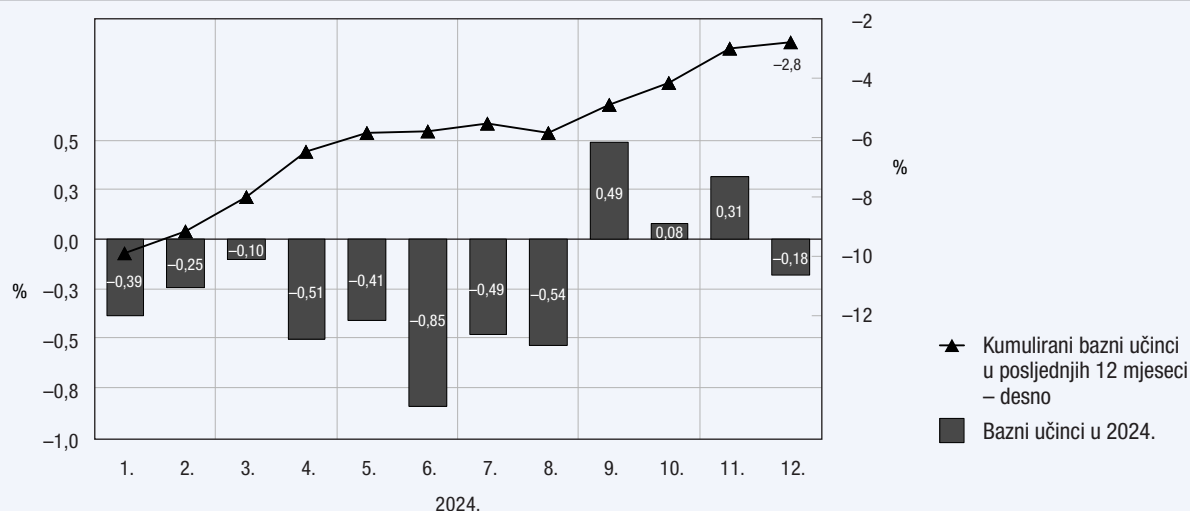
Slika 3. Kumulativni učinci tekuće inflacije i baznih efekata na godišnju stopu inflacije



Izvor: HNB

Inflacija u europodručju zbog baznih se učinaka ubrzala na 2,9% u prosincu, što je potaknulo pitanje usporavanja inflacije prema ciljanoj razini. Za razliku od Hrvatske, u kojoj se inflacija usporila s 5,5% u studenome na 5,4% u prosincu, u većini zemalja europodručja, između ostalih u Njemačkoj i Francuskoj, ona se primjetno ubrzala. Na razini cijelog europodručja inflacija se tako ubrzala s 2,4% u studenome na 2,9% u prosincu (Slika 5., panel a)), što je u pojedinim slučajevima pogrešno interpretirano kao novi val poskupljenja. No, ubrzavanje inflacije u europodručju u prosincu je bilo očekivano te u cijelosti odražava nepovoljne učinke baznog razdoblja, posebno zbog smanjenja cijena energije (Slika 5., panel c)). Naime, mjesečno pojeftinjenje naftnih derivata u prosincu 2022. bilo je znatno izraženije u odnosu na prosinac 2023. godine. Usto, velik broj zemalja europodručja uveo je u

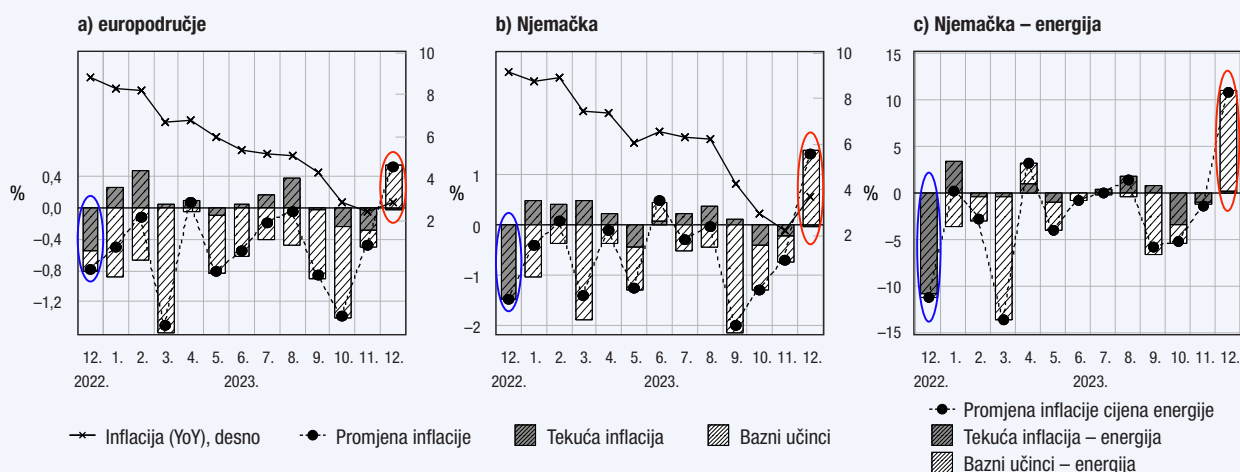
Slika 4. Bazni učinci u 2024.



Izvor: HNB

prosincu 2022. godine mjere za ograničavanje rasta cijena energije za kućanstva. To je mjesečno pojeftinjenje energije na godišnju stopu inflacije utjecalo od prosinca 2022. do studenoga 2023. godine, nakon čega je u prosincu 2023. prestalo utjecati na godišnju stopu inflacije, zbog čega se ona vidljivo povećala.

Slika 5. Doprinos tekuće inflacije i baznih učinaka promjeni inflacije u izabranim zemljama



Napomena: Tekuća inflacija i bazni učinci prilagođeni su za uobičajena kretanja, koja su relativno stabilna i ne utječu značajno na godišnju inflaciju.

Izvori: Eurostat; izračun autora

Metodološki okvir A: Računanje inflacije

Mjera inflacije koja se najčešće komentira i koju središnje banke ciljaju jest **godišnja stopa promjene potrošačkih cijena**. Ona pokazuje ukupnu promjenu razine potrošačkih cijena u proteklih 12 mjeseci (u odnosu na isti mjesec prethodne godine, engl. *year-over-year*, YoY). Ta je stopa inflacije približno jednaka zbroju *mjesečnih stopa* promjene cijena, dakle promjena cijena u odnosu na prethodni mjesec, u proteklih dvanaest mjeseci (engl. *month-over-month*, MoM):

$$\pi_t = \frac{p_t - p_{t-12}}{p_{t-12}} = (\text{aproksimacija}) = \log(p_t) - \log(p_{t-12}) = \log \frac{p_t}{p_{t-1}} + \log \frac{p_t}{p_{t-2}} + \dots + \frac{p_t}{p_{t-2}} =$$

$$(\text{aproksimacija}) = \frac{p_t - p_{t-1}}{p_{t-2}} + \dots + \frac{p_{t-11} - p_{t-12}}{p_{t-12}}$$

pri čemu je π_t godišnja stopa inflacije i p_t razina indeksa cijena. Logaritamska aproksimacija točnija je kod nižih stopa inflacije. U normalnim vremenima godišnja se inflacija nalazi na razini od oko 2% (točnije, 2,2% u prosjeku od 2000. do 2019. godine), što je ujedno stopa inflacije koju ciljaju središnje banke. No, u razdoblju od kraja 2021. godine potrošačka inflacija znatno odstupa od uobičajenih vrijednosti – povećavala se do 13% u studenome 2022., nakon čega se počela usporavati.

Metodološki okvir B: Što su to bazni učinci i kako se oni računaju?

Promjene godišnje stope inflacije, trenutačno u smjeru usporavanja, pod utjecajem su mjesečne promjene cijena u tekućem mjesecu (“tekuća inflacija”) i mjesečne promjene cijena u istom mjesecu prethodne godine (“bazni učinci”). Algebarski se promjena inflacije između dva uzastopna mjeseca može zapisati kao razlika između tekuće inflacije i baznih učinaka:

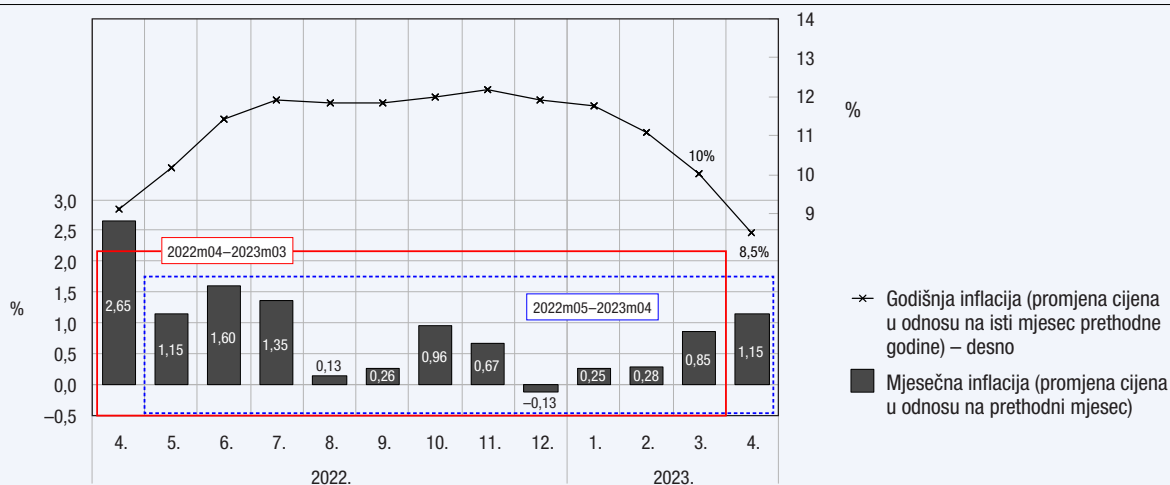
$$\pi_t - \pi_{t-1} = \log(p_t) - \log(p_{t-12}) - (\log(p_{t-1}) - \log(p_{t-13})) = \log \frac{p_t}{p_{t-1}} - \log \frac{p_{t-12}}{p_{t-13}}$$

Pritom je bazni učinak identičan tekućoj inflaciji iz istog mjeseca prethodne godine.

Godišnja stopa inflacije za dva sukcesivna razdoblja: ožujak (crveni pravokutnik na Slici 6.) i travanj (plavi pravokutnik na Slici 6.) 2023. godine razlikuju se jedino po te dvije mjesečne stope promjene cijena. Druge mjesečne stope, njih 11 od svibnja 2022. do ožujka 2023., zajedničke su dvjema godišnjim stopama, pa ih obuhvaćaju i crveni i plavi pravokutnik. Pri izračunu travanjske stope godišnjoj stopi iz prethodnog razdoblja dodaje se najsvježija mjesečna stopa inflacije (1,15%), a iz nje ispada mjesečna stopa istog mjeseca prethodne godine (2,65%). Godišnja travanjska stopa (8,5%) bit će niža od one u ožujku (10%), i to točno za razliku između mjesečnih stopa u travnju 2023. i travnju 2022. godine: 1,15% – 2,65% = – 1,5%. Općenito, bilo koja od te dvije mjesečne stope – tekuća inflacija ili bazni učinci – može odrediti smjer i intenzitet promjene godišnje inflacije od ožujka do travnja. To znači da promjena godišnje stope uz tekuća cjenovna kretanja (u t = 0), koja se najčešće komentiraju, odražava i promjenu cijena u relativno davnoj prošlosti prije godinu dana (u t-12). Maloprodajne cijene mogu primjerice i razmjerno snažno porasti u odnosu na prošli mjesec, a da istodobno godišnja inflacija pod utjecajem baznih učinaka ubrzano opada. Na odabranom je primjeru upravo to slučaj pa se godišnja inflacija smanjila zbog “baznih učinaka” unatoč tome što su potrošačke cijene u posljednjih nekoliko mjeseci promatranog razdoblja sve brže rastle (mjesečne stope od siječnja su pozitivne i rastu). Značaj baznih učinaka katkad otežava tumačenje promjena inflacije pa ga je stoga korisno razdvojiti od tekuće promjene cijena.

Kako bi se mogla pravilno interpretirati relativna važnost baznih učinaka i tekuće promjene cijena za godišnju inflaciju, potrebno je razlučiti “uobičajena”, očekivana, kretanja mjesečnih stopa inflacije od “neuobičajeno” jakih promjena cijena. Kad su mjesečne stope za isti mjesec tijekom godine vrlo slične ili iste, primjerice zbog izražene sezonalnosti cijena i odsutnosti cjenovnih šokova (npr. snažnih promjena cijena sirovina ili energenata pod utjecajem geopolitičke nestabilnosti ili vremenskih nepogoda), godišnja se inflacija od mjeseca do mjeseca neće puno mijenjati. Da su travanj 2022. i 2023. godine imali identične mjesečne stope, tj. da su bili isključivo pod utjecajem uobičajenih kretanja, godišnja inflacija na Slici 6. ne bi se mijenjala od ožujka do travnja. No, tekuća je inflacija u travnju 2022. bila pod utjecajem neuobičajeno snažnih šokova, zbog čega je znatno premašila uobičajene vrijednosti. To je rezultiralo i velikim utjecajem baznih učinaka na inflaciju, odnosno smanjenjem

Slika 6. Učinak tekuće inflacije i baznih učinaka na godišnju inflaciju potrošačkih cijena



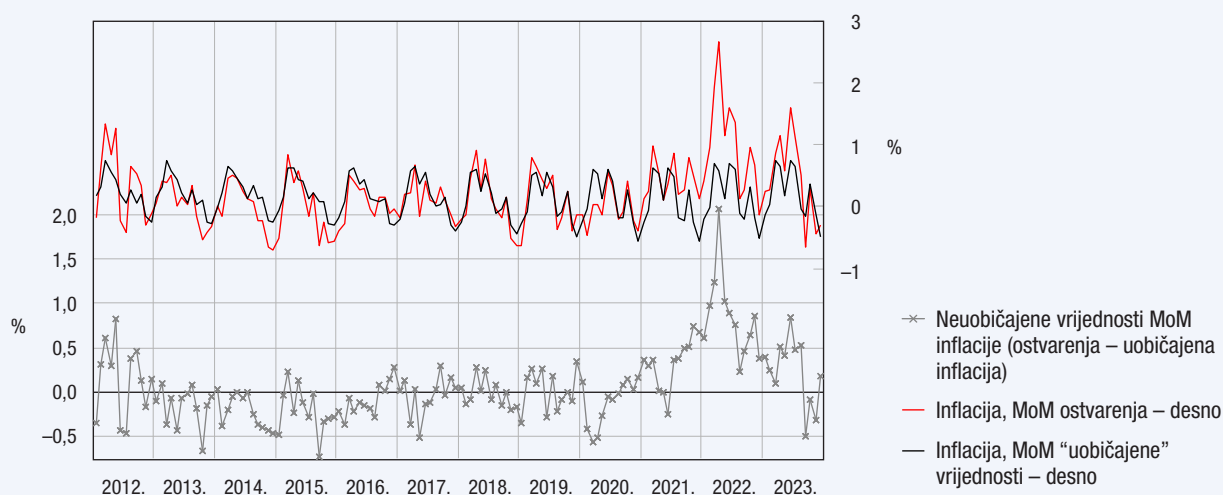
Napomena: Godišnja stopa inflacije aproksimirana je razlikom logaritama indeksa cijena.

Izvori: Eurostat; izračun autora

godišnje inflacije u travnju 2023. godine. Tako se svaki neuobičajeno snažan porast tekuće inflacije odražava na snažno ubrzavanje godišnjih stopa inflacije, a za godinu dana na snažno usporavanje tekuće inflacije. Identifikacija neuobičajene dinamike mjesečne inflacije stoga je ključna za razdvajanje utjecaja baznih učinaka od tekućih kretanja na promjenu godišnje inflacije.

Uobičajena kretanja mogu se povezati sa sezonskim oscilacijama inflacija, dok su neuobičajene vrijednosti odstupanja od tih oscilacija. Uobičajena komponenta mjesečne stope inflacije procijenjena je na temelju trenda (pomični desetogodišnji prosjek) i sezonske komponente dobivene s pomoću metode ARIMA X12 (Slika 7.). Sezonska komponenta odnosi se na mjesečnu stopu promjene cijena koja je specifična

Slika 7. Mjesečna inflacija: ostvarenja, uobičajene vrijednosti i odstupanja od uobičajenih vrijednosti



Izvor: HNB

za pojedini mjesec, a zbog koje mjesečna stopa inflacije odstupa od njezina trenda. U sezonsku komponentu, primjerice, ubraja se ljetno (lipanj/srpanj) i zimsko (prosinac/siječanj) sezonsko pojeftinjenje odjeće i obuće, sezonsko poskupljenje usluga smještaja u ljetnim mjesecima i slično. Preostali dio mjesečne stope promjene odnosi se na neuobičajene činitelje te obuhvaća sve ono što se ne može objasniti trendom i sezonskom komponentom.

2.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom

Pad cijena energije i rast prihoda od turizma, kao i rast neto priljeva sredstava iz proračuna EU-a, pozitivno su se odrazili na platnobilančni saldo Hrvatske u 2023. godini. Tako je ukupan saldo tekućega i kapitalnog računa platne bilance u 2023. dosegnuo 3,9% BDP-a, što je znatno poboljšanje u odnosu na blago negativan saldo u prethodnoj godini i ujedno jedno od najboljih povijesnih ostvarenja. Samo je na tekućem računu u 2023. ostvaren višak od 1,1% BDP-a zbog primjetnog smanjenja manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom, odnosno smanjenja vrijednosti neto uvoza energenata zbog pada njihovih cijena na svjetskom tržištu. Ipak, isključujući se trgovina energentima, u 2023. zabilježen je slabiji godišnji rast robnog izvoza nego uvoza (3,9% naprama 6,2%), pa se vanjskotrgovinski manjak povećao za 10,1%. Poboljšanju salda pridonijelo je i povećanje neto izvoza usluga, ponajprije prihoda od turističke potrošnje stranih gostiju, koji su uz godišnji rast od 11,3% dosegli rekordnih 14,6 mlrd. EUR. Iznimno povoljni rezultati u turizmu odraz su rasta broja dolazaka i noćenja stranih gostiju, posebice u predsezoni i posezoni, ali u još većoj mjeri rasta cijena u djelatnostima ugostiteljstva i smještaja. Povećao se i višak na računu sekundarnog dohotka zbog snažnih priljeva osobnih transfera, a istodobno je zabilježen vrhunac neto priljeva iz fondova EU-a (u iznosu od 3,9% BDP-a). S druge strane, zamjetno je smanjen višak na računu primarnog dohotka zbog rasta odljeva sredstava u inozemstvo s osnove naknada nerezidentima zaposlenima u Hrvatskoj te rasta rashoda od vlasničkih ulaganja u Hrvatsku, ponajprije zbog povećane profitabilnosti banaka u inozemnom vlasništvu.

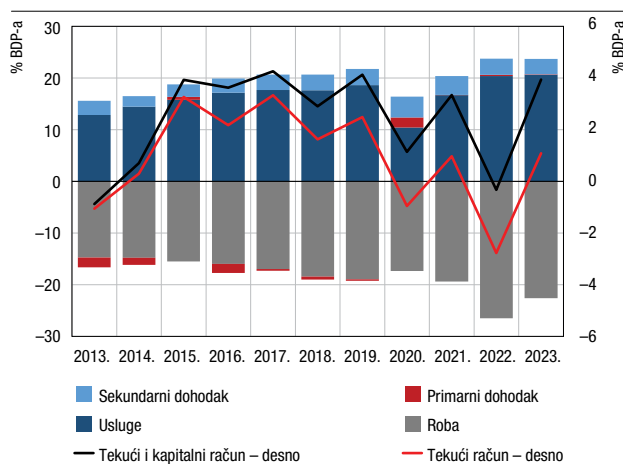
Na financijskom računu platne bilance u 2023. godini zabilježen je neto odljev kapitala, što poglavito odražava nastavak razduživanja domaćih sektora. Neto odljev od 5,5 mlrd. EUR zabilježen je isključivo na računu ostalih ulaganja, a odraz je nastavka razduživanja domaćih sektora prema inozemstvu. Na računu portfeljnih ulaganja ostvaren je neto priljev sredstava zbog promjene strategije ulaganja nemonetarne financijske imovine središnje banke nakon ulaska u europodručje. Priljev izravnih ulaganja u Hrvatsku bio je znatno skromniji nego prethodne godine, kada su ostvarena

iznimno velika ulaganja u jedno holding društvo, a u njihovoj strukturi prevladavala su ulaganja u nekretnine, informacijsko-komunikacijsku djelatnost, energetiku i trgovinu. Istodobno su ulaganja domaćih poduzeća u inozemstvo zamjetno povećana, posebice u farmaceutskoj industriji.

Višak na tekućem i kapitalnom računu omogućio je razduživanje domaćih sektora, a to je pridonijelo zamjetnom poboljšanju neto inozemne investicijske pozicije.

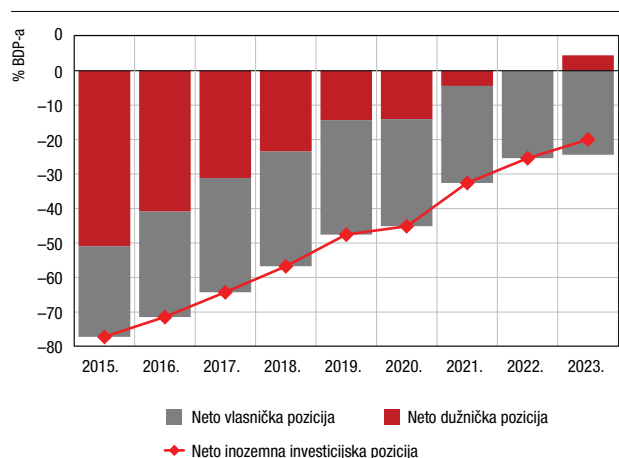
Stanje bruto inozemnog duga iznosilo je na kraju 2023. godine 63,9 mlrd. EUR ili 83,7% BDP-a, što je za 14,2 mlrd. EUR (10,8 postotnih bodova BDP-a), više nego

Slika 2.4.1. Tekući i kapitalni račun platne bilance



Izvori: HNB; DZS

Slika 2.4.2. Inozemna investicijska pozicija



Izvori: HNB; DZS

na kraju 2022. Rast bruto inozemnog duga uglavnom je odraz porasta obveza središnje banke, dok je kod ostalih domaćih sektora zabilježeno smanjenje bruto inozemne zaduženosti. Rast bruto obveza središnje banke posljedica je primjene knjigovodstvenih pravila vezanih uz evidenciju potraživanja i obveza za izdane euronovčanice unutar Eurosustava te nema utjecaja na neto inozemnu poziciju središnje banke. Stoga se neto inozemni dug Hrvatske, koji uzima u obzir i promjene inozemne imovine domaćih sektora, smanjio za 3,4 mlrd. EUR (4,6 postotnih bodova BDP-a) na -3,4% BDP-a na kraju 2023. i tako pridonio poboljšanju

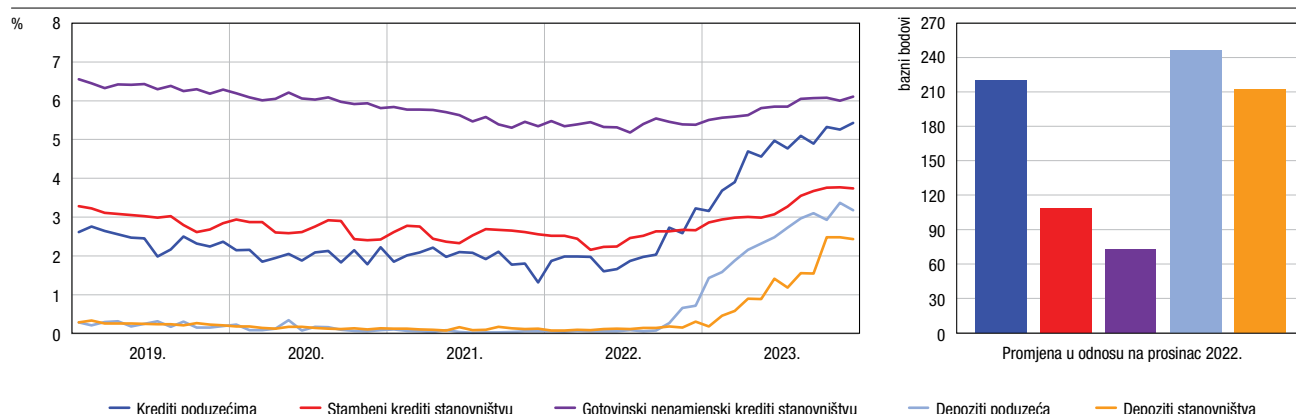
ukupne neto inozemne investicijske pozicije s -25,3% BDP-a na kraju 2022. na -21,9% na kraju 2023. Neto vlasnička pozicija ostala je tijekom 2023. relativno stabilna na razini od -25,5% BDP-a.

2.5. Bankovni sustav

Pooštavanje monetarne politike ESB-a nastavilo se odražavati na rast troškova financiranja poduzeća i stanovništva u bankama koje posluju u Hrvatskoj. Prijenos povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a posebno je bio izražen kod rasta troškova zaduživanja poduzeća, pri čemu je prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima porasla za 220 baznih bodova u odnosu na kraj 2022. i dosegla u prosincu 2023. razinu od 5,4%. Kretanje kamatnih stopa na kredite poduzećima u Hrvatskoj bilo je slično kretanju prosječne kamatne stope u europodručju. Znatno blažim intenzitetom porastao je trošak financiranja stanovništva te je prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene stambene i gotovinske nenamjenske kredite dosegla u prosincu 3,7% odnosno 6,1%, što je za 108 odnosno 73 bazna boda više u odnosu na prethodnu godinu. Pritom se stanovništvo u Hrvatskoj zaduživalo po nižim kamatnim stopama u usporedbi s prosječnom kamatnom stopom u europodručju. Usto, rezultati Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka upućuju na pooštavanje standarda odobravanja kredita poduzećima i stanovništvu tijekom 2023. Pritom su kao glavne uzroke pooštavanja banke istaknule negativnu percepciju rizika vezanu uz izgled industrije ili pojedinog poduzeća kao i uz pogoršana očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima, potom nižu razinu tolerancije rizika banaka te više troškove izvora sredstava i bilančna ograničenja.

Porasli su i troškovi izvora financiranja banaka, i to uglavnom kao odraz rasta kamatnih stopa na oročene depozite poduzeća i stanovništva. Banke su krajem 2022. počele povećavati kamatne stope na oročene depozite poduzeća, što se nastavilo tijekom 2023., posebice na samom početku godine, čime su nastojale povećati atraktivnost

Slika 2.5.1. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite te oročene depozite poduzeća i stanovništva

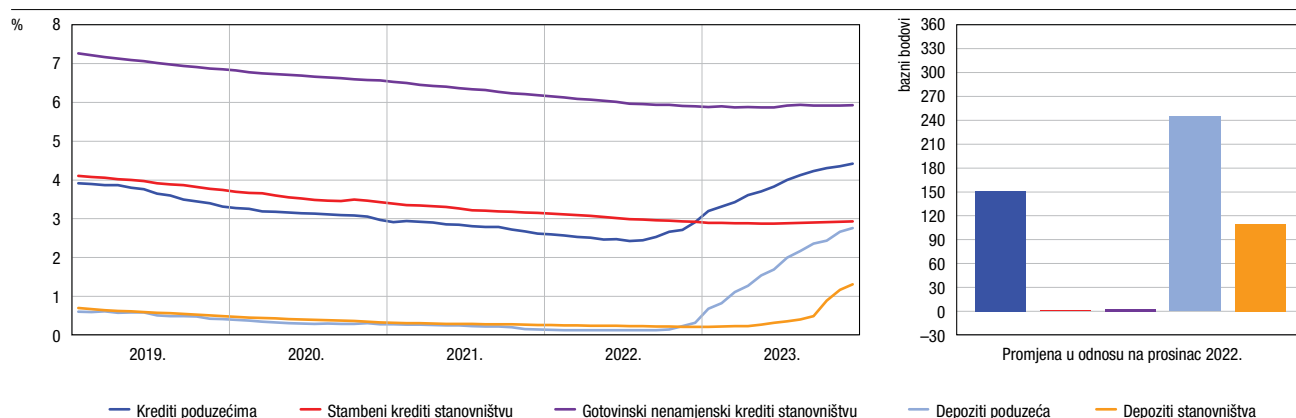


Napomena: Podaci do prosinca 2022. odnose se na kredite odnosno depozite u kunama i valutama indeksiranim uz kunu te eurima i valutama indeksiranim uz euro, a od siječnja 2023. na kredite i depozite u eurima i valutama indeksiranim uz euro. Podaci se odnose na prvi put ugovorene kredite odnosno prvi put oročene depozite, pri čemu su kod depozita isključena oročenja do jednog mjeseca.

Izvor: HNB

polaganja sredstava u obliku depozita u odnosu na alternativne oblike ulaganja. S druge strane, znatnije povećanje prosječne kamatne stope na oročene depozite stanovništva zabilježeno je početkom posljednjeg tromjesečja 2023. pod utjecajem ponuda pojedinih banaka koje su podizanjem kamatnih stopa nastojale privući depozite iz drugih banaka. No, već u studenome i prosincu klijenti banaka, umjesto prebacivanja sredstava u banke koje nude bolje uvjete oročavanja, u većem su broju prihvaćali nižu kamatnu stopu u banci s kojom posluju. Tako je prosječna kamatna stopa na prvi put oročene depozite stanovništva na kraju 2023. dosegla 2,4%, što je bilo za 212 baznih bodova više u odnosu na kraj prethodne godine, čime se približila porastu kamatne stope na oročene depozite poduzeća, koji je u istom razdoblju iznosio 246 baznih bodova. Porast kamatnih stopa na oročene depozite u Hrvatskoj bio je manji nego u europodručju, što je

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



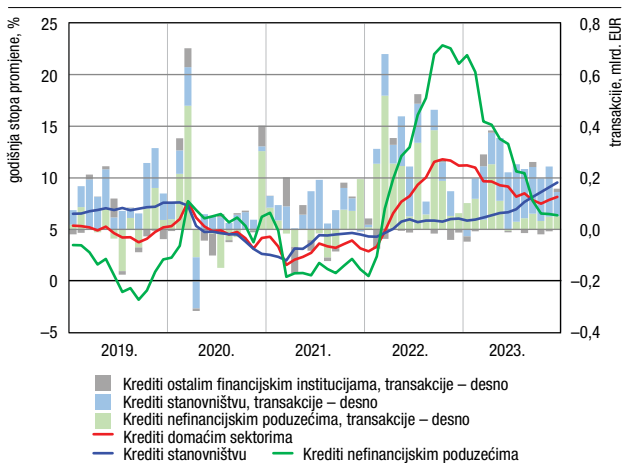
Izvor: HNB

posebno bilo izraženo kod stanovništva.

Povećanje kamatnih stopa na nove kredite i depozite postupno se prelijevalo i na postojeće kredite i depozite. Posebno je bio izražen rast kamatnih stopa na postojeće kredite poduzećima, i to uglavnom zbog zastupljenosti EURIBOR-a kao referentnog parametra u kreditima ugovorenima uz promjenjive kamatne stope (krajem 2022. godine oko 50% kredita poduzećima ugovoreno je uz promjenjive kamatne stope, a oko 70% tih kredita vezano je uz EURIBOR). S druge strane, kamatne stope na postojeće kredite stanovništvu još nisu počele rasti s obzirom na dužu prosječnu ročnost kredita, znatnu zastupljenost fiksnih kamatnih stopa (krajem 2022. oko 70% imalo je ugovorenu fiksnu kamatnu stopu kroz razdoblje dulje od godinu dana, pri čemu oko 40% kredita ima fiksnu kamatnu stopu na razdoblje dulje od deset godina ili čak do dospeljeća), dominaciju nacionalne referentne stope (NRS) među referentnim parametrima s udjelom od oko dvije trećine te zakonskog ograničenja kamatnih stopa na kredite ugovorene uz promjenjive kamatne stope.

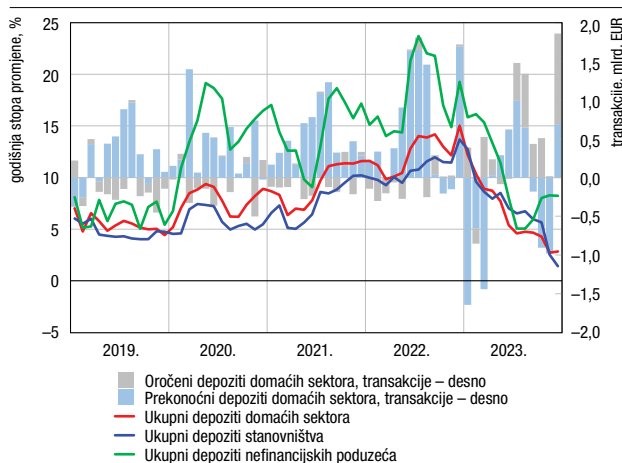
Viši troškovi zaduživanja i pooštavanje kreditnih standarda pridonijeli su prigušenom kreditiranju poduzeća, dok su krediti stanovništvu nastavili relativno snažno rasti. Tijekom 2023. godine krediti poduzećima porasli su za 0,9 mlrd. EUR (na osnovi transakcija), što je malo više od trećine prirasta zabilježenoga godinu prije. Pritom su ponajviše rasli krediti za obrtna sredstva i investicije energetske sektoru te investicijski krediti građevinarstvu. Promatrano na godišnjoj razini, rast kredita poduzećima usporio se s visokih 21,1% u prosincu 2022. na 6,4% (na osnovi transakcija) u prosincu 2023. godine. S druge strane, krediti stanovništvu porasli su u 2023. za 1,9 mlrd. EUR, pri čemu se samo malo više od polovine tog rasta odnosi na stambene kredite (1,0 mlrd. EUR), koji su ponajviše rasli tijekom ljetnih mjeseci zahvaljujući državnom programu subvencioniranja stambenih kredita. Usto, gotovinski nenamjenski krediti snažno su se povećali, za 0,8 mlrd. EUR, što je, prema rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka, potaknuto povećanom potražnjom za trajnim potrošnim

Slika 2.5.3. Krediti
transakcije i godišnje stope promjene na osnovi transakcija



Napomena: Krediti domaćim sektorima isključuju kredite općoj državi.
Izvor: HNB

Slika 2.5.4. Depoziti
transakcije i godišnje stope promjene na osnovi transakcija



Napomena: Depoziti domaćih sektora isključuju kredite općoj državi.
Izvor: HNB

dobrima u uvjetima jačanja potrošačkog optimizma i povoljnih kretanja na tržištu rada. Na godišnjoj se razini rast ukupnih kredita stanovništvu ubrzao sa 6,0% u prosincu 2022. na 9,5% u prosincu 2023., zahvaljujući snažnom ubrzavanju rasta gotovinskih nenamjenskih kredita (s 3,5% na 11,1%), dok se rast stambenih kredita blago usporio s 10,5% na 9,9%.

Rast depozita znatno se ublažio u 2023. godini pod utjecajem ponovne opskrbe gotovinom nakon uvođenja eura, dok je porast kamatnih stopa preokrenuo dugogodišnji pad udjela oročenih u ukupnim depozitima. Ukupni depoziti domaćih sektora (bez opće države) porasli su u 2023. za 1,6 mlrd. EUR, što je samo petina prirasta iz 2022. godine. Na sporije povećanje depozita utjecala je opskrba domaćih sektora eurskom gotovinom početkom godine nakon što su u 2022., osobito tijekom posljednjih mjeseci te godine, depoziti porasli kao rezultat prelijevanja kunske gotovine u banke uoči pristupanja europodručju. Potaknuti rastom kamatnih stopa, u strukturi ukupnih depozita povećali su se oročeni depoziti (za 4,1 mlrd. EUR), a smanjili prekonoćni (za 2,5 mlrd. EUR). Kod poduzeća znatnije oročavanje sredstava bilježi se od kraja 2022. te se nastavlja i tijekom 2023., kada su oročeni depoziti porasli za 2,6 mlrd. EUR, a prekonoćni se smanjili za 1,3 mlrd. EUR. Do promjene u strukturi depozita stanovništva došlo je početkom posljednjeg tromjesečja prošle godine, kada je započeto intenzivnije oročavanje depozita. Tako su, nakon povećanja prekonoćnih depozita od 1,1 mlrd. EUR i smanjenja oročenih depozita od 0,5 mlrd. EUR tijekom prvih devet mjeseci prošle godine, u posljednjem tromjesečju oročeni depoziti porasli za 1,4 mlrd. EUR, a prekonoćni se smanjili za gotovo jednak iznos.

Okvir 3. Utjecaj monetarne politike ESB-a na kamratne stope banaka u Hrvatskoj

HNB, kao dio Eurosustava, sudjeluje u kreiranju zajedničke monetarne politike koja se temelji na politici upravljanja ključnim kamratnim stopama te je ujedno provodi u Hrvatskoj. Kada Upravno vijeće ESB-a, čiji je član i guverner HNB-a, promijeni ključne kamratne stope, to se, u većoj ili manjoj mjeri, odražava na kamratne stope na kredite, kamratne stope na depozite u kreditnim institucijama te na cijene i/ili prinose drugih investicijskih instrumenata, a onda posredno i na cijelo gospodarstvo. Dakle, iako ESB ne određuje kamratne stope koje se primjenjuju na kredite i depozite poduzeća i stanovništva, kamratne stope ESB-a neizravno utječu na tržišne kamratne stope.

Upravno vijeće ESB-a svakih šest tjedana raspravlja o monetarnoj politici i pritom određuje tri kamratne stope: stopu za prekonoćne depozite kreditnih institucija kod središnje banke, stopu za glavne operacije refinanciranja i stopu za mogućnost posudbe na kraju dana. Kamratnom stopom za glavne operacije refinanciranja određuje se cijena zaduživanja kreditnih institucija kod središnje banke na tjedan dana. Ako je kreditnim institucijama novac potreban preko noći, mogu se koristiti mogućnošću posudbe na kraju dana, za koju se primjenjuje viša kamratna stopa. U trenutačnim uvjetima iznimno velike likvidnosti za tržište je od triju navedenih stopa najrelevantnija kamratna stopa na prekonoćne depozite kreditnih institucija kod središnje banke.

Promjena službenih kamratnih stopa središnje banke brzo i izravno utječe na kamratne stope na tržištu novca, odnosno na kamratne stope u međusobnom trgovanju kreditnih institucija novcem. Međutim, dok je prijenos ključnih kamratnih stopa na novčano tržište gotovo potpun i trenutačan, prijenos na kamratne stope na ostale kredite i depozite neizravan je i tek postupan tijekom određenog razdoblja. Naime, porast kamratnih stopa na financijskom tržištu mogao bi potaknuti poduzeća i građane da povuku depozite iz banaka s relativno niskim kamratnim stopama na depozite i ulože ih u alternativne financijske instrumente poput obveznica ili udjela u novčanim fondovima pa banke moraju povišiti kamratne stope na depozite kako ne bi gubile depozitnu bazu. Također, poduzeća i građani u takvim uvjetima prenose depozite u banke s relativno višim kamratnim stopama pa konkurencija među bankama dodatno potiče porast opće razine kamratnih stopa. Nadalje, u uvjetima velikih viškova likvidnosti koje banke deponiraju kod središnjih banaka Eurosustava i na njih primaju kamate, kamratna stopa na prekonoćni depozit bankama određuje oportunitetni trošak plasiranja sredstava na kratke rokove pa utječe i na minimalni povrat koji će banke tražiti pri, primjerice, odobravanju nekih vrsta kredita. Konačno, kamratne stope na tržištu novca (npr. EURIBOR) na koje djeluje monetarna politika ESB-a primjenjuju se kao referentne kamratne stope za izračun kamratne stope u ugovorima na nove kredite.

Brzina i opseg prijenosa kamratnih stopa mogu se zamjetno razlikovati jer kreditne institucije diskrecijski određuju kamratne stope na depozite i kredite pod utjecajem brojnih činitelja, od kojih je monetarna politika tek jedan. Ti činitelji mogu biti konkurencija, očekivanja, potražnja za kreditima, zakonska regulacija kamratnih stopa, profitabilnost kreditnih institucija i njihova kapitaliziranost itd. Sve to može utjecati na

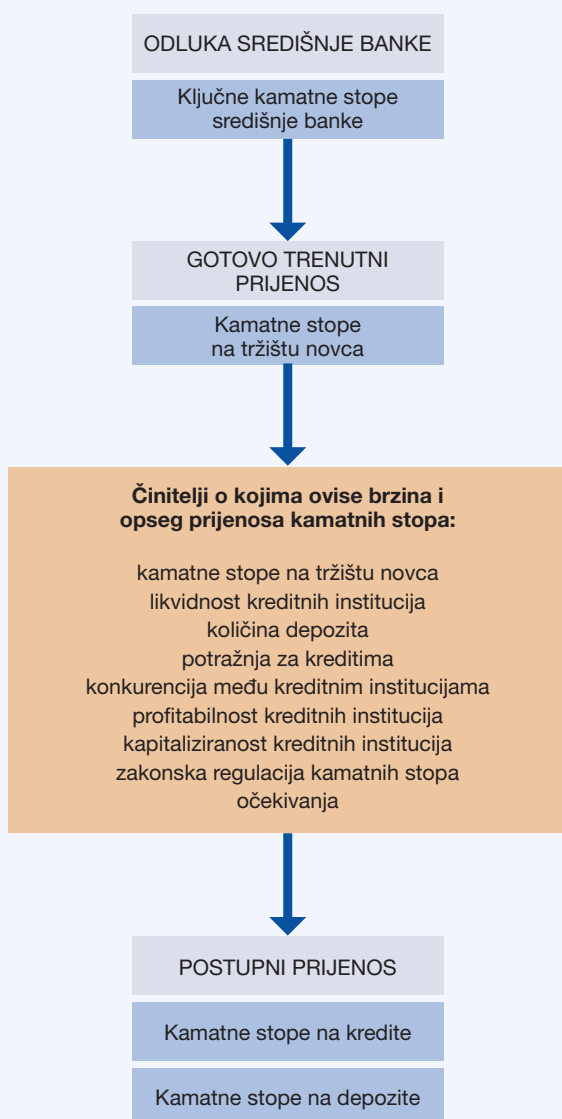
razlike u opsegu i brzini prijenosa promjena ključnih kamatnih stopa na financijsko tržište između zemalja i tijekom vremena.

Uz sve navedeno, nužno je razlučiti utjecaj ključnih kamatnih stopa ESB-a na postojeće kredite i na nove kredite. Kod postojećih kredita kretanje kamatne stope regulirano je postojećim ugovorom o kreditu. Primjerice, ako je ugovorena fiksna kamatna stopa tijekom cijelog razdoblja otplate, kretanja stopa ESB-a i tržišnih kamatnih stopa neće imati nikakvog utjecaja na troškove otplate kredita. S druge strane, kod kredita s promjenjivom kamatnom stopom trošak financiranja ovisi o kretanju

referentnog parametra koji je ugovoren pri odobravanju kredita, poput nacionalne referentne stope (NRS) ili EURIBOR-a. U tim slučajevima promjena ključnih kamatnih stopa ESB-a utječe i na trošak postojećih kredita, a taj se utjecaj može znatno razlikovati s obzirom na ugovoren referentni parametar za promjenu kamatne stope. Tako je, primjerice, tijekom 2022. i 2023. šestomjesečni eurski NRS1 porastao samo za 0,1 postotni bod, a šestomjesečni se EURIBOR istodobno povećao za 4,4 postotna boda.

Uvjete financiranja za nove kredite kreditne institucije određuju tako što uzimaju u obzir niz spomenutih činitelja i ujedno imaju na umu da ti uvjeti utječu i na potraživanu količinu kredita. Ipak, sloboda kreditnih institucija pri određivanju kamatnih stopa na nove kao i na postojeće kredite ograničena je nizom zakonskih odredbi.

Slika 1. Prijenos ključnih kamatnih stopa središnje banke na kamatne stope u gospodarstvu



2.6. Fiskalna kretanja

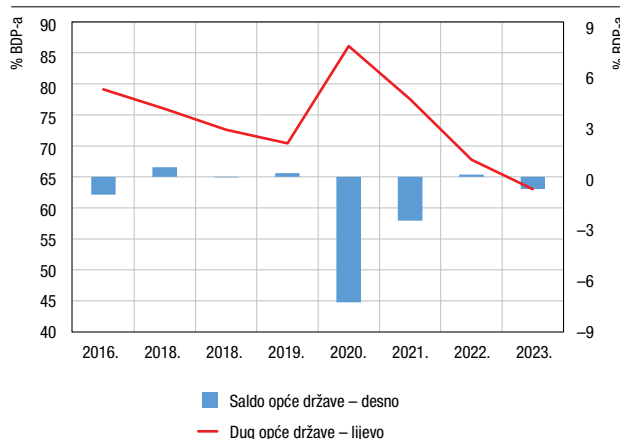
U 2023. godini zabilježen je manjak proračuna opće države, ali i nastavak smanjivanja udjela javnoga duga u BDP-u. Prema međunarodno usporedivoj metodologiji Europskog sustava nacionalnih i regionalnih računa (ESA 2010), u 2023. godini u Hrvatskoj je ostvaren manjak proračuna opće države od 0,7% BDP-a, što je pogoršanje u odnosu na višak ostvaren u 2022. godini (0,1% BDP-a). Istodobno je, unatoč povećanju razine duga opće države, u uvjetima realnog rasta i nadalje prisutnih inflacijskih pritisaka, smanjen omjer duga opće države i BDP-a na godišnjoj razini.

Blago pogoršanje salda opće države u 2023. odražava snažniji godišnji porast proračunskih rashoda (19,4%) od porasta proračunskih prihoda (17,4%). Na rashodnoj strani primjetan je snažan doprinos državnih investicija, što je u velikoj mjeri povezano s povoljnim učinkom priljeva sredstava iz fondova EU-a, pri čemu ova kategorija rashoda ima neutralan utjecaj na saldo proračuna. Porastu ukupnih rashoda također su znatno pridonijele i socijalne naknade, što ponajviše odražava kretanje rashoda za mirovine, na koje je utjecala njihova indeksacija, te isplate dodataka za zaštitu životnog standarda umirovljenika. Pozitivan doprinos godišnjem povećanju rashodne strane došao je i od rashoda za zaposlene. Na prihodnoj strani primjetan je snažan doprinos prihoda od neizravnih poreza, što zrcali povoljan učinak osobne i turističke potrošnje, dok su u malo manjoj mjeri godišnjem porastu prihoda pridonijeli i prihodi od izravnih poreza, kao odraz povoljnih učinaka poslovanja poduzeća.

Povoljna kretanja na tržištu rada pozitivno su djelovala na godišnji porast socijalnih doprinosa.

Unatoč blagom pogoršanju salda opće države, porast realne ekonomske aktivnosti i deflatora BDP-a rezultirali su znatnim smanjenjem omjera javnog duga i BDP-a na godišnjoj razini. Relativni pokazatelj javnog duga na kraju 2023. godine tako je iznosio 63,0% BDP-a, što odgovara godišnjem smanjenju od 4,8 postotnih bodova.

Slika 2.6.1. Fiskalni pokazatelji



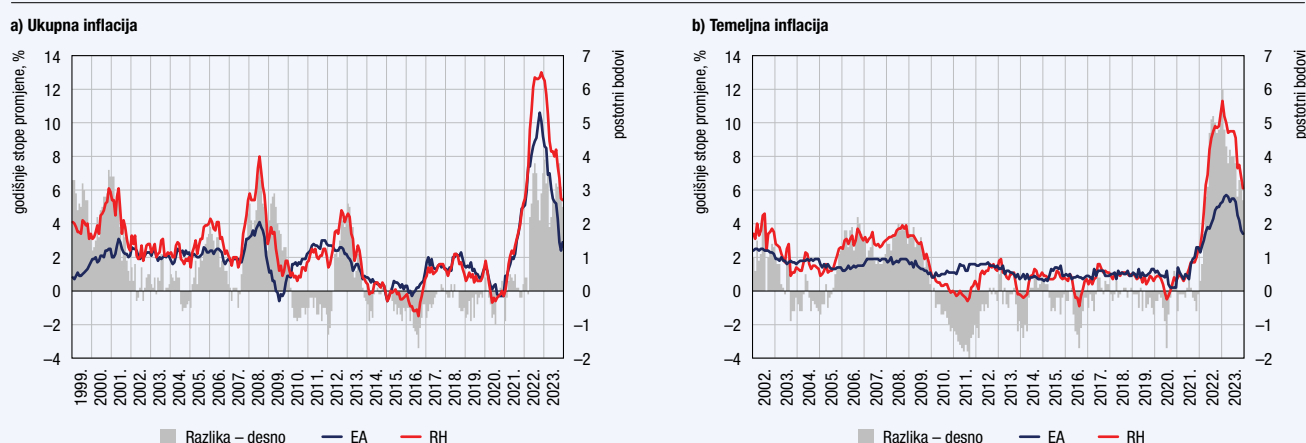
Izvori: DZS; HNB

Okvir 4. Inflacijski diferencijal između Hrvatske i prosjeka europodručja

Inflacija u Hrvatskoj bila je tijekom 2023. zamjetno viša od prosječne inflacije u europodručju, čemu su pridonijele sve njezine glavne sastavnice, a ponajviše inflacija cijena usluga i hrane. Na inflaciju u Hrvatskoj višu od prosjeka europodručja djelovali su, među ostalim, naglašen rast turističke potražnje nerezidenata, brži rast gospodarske aktivnosti i osobne potrošnje, snažniji rast troškova rada, razlike u strukturi potrošačke košarice s većim udjelom hrane te konvergencija razine cijena prema prosjeku europodručja. Unatoč inflaciji višoj od one na razini cijelog europodručja kumulativni rast opće razine potrošačkih cijena u Hrvatskoj od sredine 2021. do kraja 2023. bio je drugi najniži među zemljama Srednje i Istočne Europe. U 2024. i 2025. očekuje se nastavak smanjivanja inflacijskog diferencijala između Hrvatske i prosjeka europodručja.

Tijekom dužeg razdoblja inflacija potrošačkih cijena u Hrvatskoj (mjerena harmoniziranim indeksom, HIPC-om) uvelike je pratila kretanja na razini cijelog europodručja (engl. *Euro Area*, EA). 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 na razini cijelog europodručja bile su podjednake. No, tijekom 2022. inflacija u Hrvatskoj ubrzala se više od prosječne inflacije u europodručju¹, što je rezultiralo znatnim rastom inflacijskog diferencijala, koji je i tijekom 2023. ostao povišen (Slika 1.). U prosincu 2022. razlika između inflacije u Hrvatskoj i prosjeka europodručja tako je iznosila 3,5 postotnih bodova, a na kraju

Slika 1. Kretanje inflacije u Hrvatskoj i na razini cijelog europodručja



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

¹ O inflacijskom diferencijalu u 2022. detaljnije vidjeti Okvir 3. Zašto je inflacija u Hrvatskoj viša nego u europodručju, Makroekonomska kretanja i prognoze br. 13, prosinac 2022.

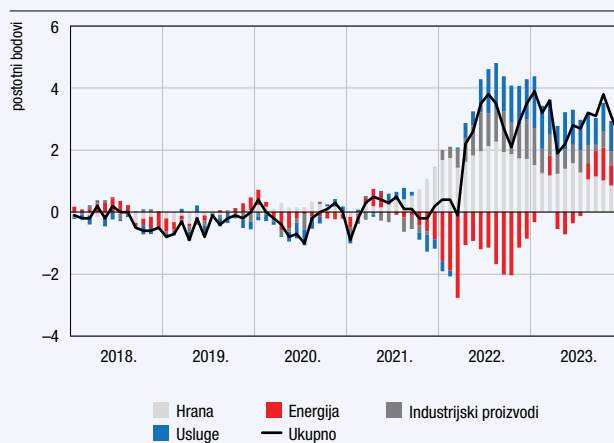
2023. godine 2,5 postotnih bodova. Razlika između temeljne inflacije u Hrvatskoj i prosjeka europodručja smanjila se s 5,3 postotna boda u prosincu 2022. na 2,7 postotnih bodova u prosincu 2023. godine.²

Promotri li se razlika u doprinosima glavnih komponenata ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj i na razini cijelog europodručja (Slika 2.), uočava se da su višoj inflaciji u Hrvatskoj u prosincu 2023. najviše pridonosile cijene usluga i hrane (uključuju cijene alkohola i duhana). Tek nešto manja razlika odnosila se na cijene energije, nakon što je tijekom 2022. doprinos cijena energije bio manji u Hrvatskoj nego u europodručju. Naime, 2022. u Hrvatskoj je ostvaren sporiji rast cijena energije u odnosu na prosjek europodručja³, ali je zatim 2023. godišnji pad cijena energije bio slabije izražen u Hrvatskoj u usporedbi s prosjekom europodručja. Najmanje se između Hrvatske i prosjeka europodručja u prosincu 2023. razlikovao doprinos cijena industrijskih proizvoda.

Razlike u doprinosima pojedinih komponenata tehnički su rezultat različitoga kretanja njihovih cijena i/ili njihovih različitih udjela u potrošačkoj košarici, a koji odražavaju razlike u preferencijama potrošača. Tako u potrošačkoj košarici u Hrvatskoj hrana ima viši udio u odnosu na prosjek europodručja (Tablica 1.), što se, među ostalim, može objasniti nižim stupnjem gospodarske razvijenosti i relativno visokom razinom cijena prehrambenih proizvoda. Za razliku od toga, udio usluga u potrošačkoj košarici manji je u Hrvatskoj nego na razini cijelog europodručja. Ipak, iako usluge kao cjelina imaju manji udio u potrošačkoj košarici u Hrvatskoj u odnosu na prosjek europodručja, to ne vrijedi, primjerice, za usluge smještaja⁴.

Godišnji rast cijena usluga u prosincu 2023. u Hrvatskoj je iznosio 8,1%, što je dvostruko brži rast u odnosu na prosjek europodručja (Slika 3.).⁵ Razlika u doprinosima cijena usluga ukupnoj inflaciji između Hrvatske i prosjeka europodručja gotovo se

Slika 2. Razlika između ukupne inflacije i doprinosa glavnih komponenata ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj i na razini cijelog europodručja



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

2 Promatraju li se prosječne godišnje stope ukupne i temeljne inflacije u Hrvatskoj i na razini cijelog europodručja, razlika između ukupne inflacije povećala se s 2,3 postotna boda u 2022. na 3,0 postotna boda u 2023., a razlika između temeljne inflacije s 3,7 na 3,9 postotnih bodova.

3 Sporiji rast cijena energije u 2022. u Hrvatskoj može se objasniti mjerama kojima je Vlada RH ograničavala njihov rast, ali i relativno manjom ovisnosti o uvozu energenata iz Rusije, kao i time što je otvaranjem plutajućeg terminala za ukapljeni plin (LNG) omogućen alternativan dobavni lanac prirodnog plina. Pritom je poskupljenje prirodnog plina i električne energije za kućanstva u Hrvatskoj bilo manje izraženo nego za poduzeća.

4 Razmjerno visok udio usluga smještaja u Hrvatskoj odražava potrošnju nerezidenata na domaćem teritoriju, koja je obuhvaćena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena. Za razliku od toga, udio je usluga smještaja u nacionalnom indeksu potrošačkih cijena manji te je u 2023. iznosio 0,7%.

5 Detaljnije o inflaciji cijena usluga vidjeti u Okviru 1. Recentno kretanje inflacije cijena usluga, Makroekonomska kretanja i prognoze br. 14, lipanj 2023.

Tablica 1. Struktura harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena, 2023.

u %	Hrvatska	europodručje
Energija	12,9	10,2
Hrana	29,1	20,0
Prerađeni prehrambeni proizvodi	23,2	15,5
Neprerađeni prehrambeni proizvodi	5,9	4,5
Temeljna inflacija	58,0	69,8
Industrijski proizvodi	26,4	26,3
Usluge	31,6	43,5
Ugostiteljske usluge	7,0	8,4
Usluge smještaja	4,4	2,1
Usluge stanovanja	2,5	9,5
Ostale usluge	17,7	23,5

Izvor: Eurostat

Slika 3. Inflacija cijena usluga

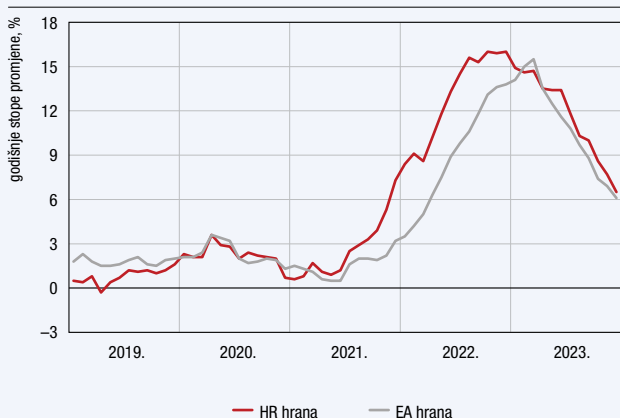
Izvor: Eurostat

u potpunosti odnosi na usluge smještaja i ugostiteljske usluge. Pritom je godišnji rast cijena ugostiteljskih usluga u Hrvatskoj bio više nego dvostruko brži nego na razini cijelog europodručja (13,4% prema 5,5%) i najbrži među svim zemljama članicama europodručja. Slično tome, godišnji rast cijena smještaja u Hrvatskoj bio je dvostruko brži nego na razini cijelog europodručja (11,7% naprema 5,8%) i drugi najbrži u europodručju. Učinak bržeg rasta cijena usluga na razdvajanje inflacije između Hrvatske i prosjeka europodručja ublažen je njihovim manjim udjelom u potrošačkoj košarici u Hrvatskoj (Tablica 1.). Drugim riječima, doprinos cijena usluga ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj bio bi još veći da je njihov udio u potrošačkoj košarici u Hrvatskoj bliži prosjeku europodručja, barem kada je riječ o uslugama u cjelini. Kada je riječ o cijenama smještaja, njihov veći doprinos ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj u odnosu na prosjek europodručja odražava i brži rast cijena i veći udio u potrošačkoj košarici u Hrvatskoj.

Što se tiče cijena hrane, njihov je godišnji rast u Hrvatskoj tijekom 2023. uvelike pratio prosjek europodručja te je u prosincu 2023. iznosio 6,5%, što je samo za 0,4 postotna boda više nego na razini cijelog europodručja (Slika 4.). U skladu s time veći doprinos cijena hrane ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj u odnosu na prosjek europodručja u 2023. poglavito je odražavao veći udio hrane u potrošačkoj košarici u Hrvatskoj. Nasuprot tome, tijekom 2022. razlika između inflacije cijena hrane u Hrvatskoj i prosjeka europodručja bila je puno izraženija te je razlika u doprinosima cijena hrane ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj u odnosu na prosjek europodručja odražavala i brži rast cijena hrane i veći udio hrane u potrošačkoj košarici.

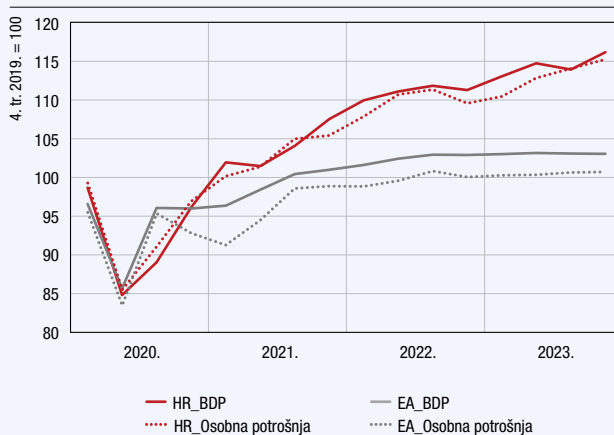
Viša inflacija u Hrvatskoj u odnosu na prosjek europodručja odražava djelovanje raznih činitelja. Osim spomenutih razlika u potrošačkoj košarici (s većim udjelom cijena hrane i usluga smještaja), višoj inflaciji u Hrvatskoj uvelike pridonosi snažna potražnja nerezidenata za turističkim uslugama, kao i snažniji gospodarski oporavak uz izraženiji

Slika 4. Inflacija cijena hrane



Izvor: Eurostat

Slika 5. Razina realnog BDP-a i osobne potrošnje



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

rast osobne potrošnje u Hrvatskoj nego na razini cijelog europodručja (Slika 5.). Na razdvajanje inflacije utjecao je i brži rast jediničnih troškova rada u Hrvatskoj nego na razini cijelog europodručja (Slika 6.) zbog snažnijeg rasta naknada po zaposlenom, što je samo djelomično ublaženo povoljnijim kretanjem proizvodnosti rada u Hrvatskoj nego na razini cijelog europodručja.

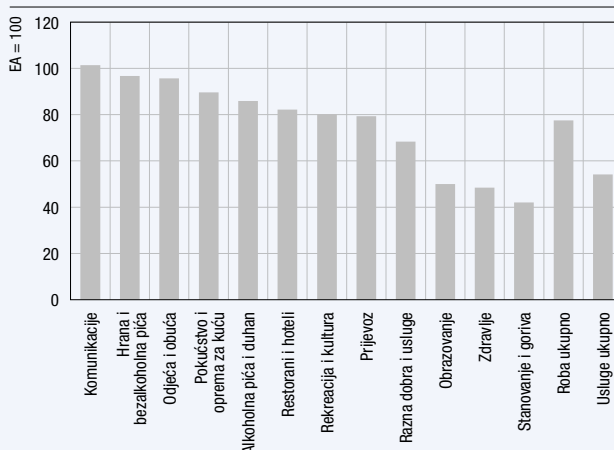
Također ne treba zanemariti utjecaj dugoročnih činitelja, odnosno proces sustizanja (konvergencije) razine cijena s obzirom na to da razina cijena robe i, pogotovo, usluga u Hrvatskoj uglavnom zaostaje za razinama cijena koje se bilježe u razvijenijim članicama europodručja (Slika 7.). Posljednji raspoloživi podaci za 2022. pokazuju da je razina cijena gotovo svih potkomponentata bila primjetno niža od prosjeka europodručja,

Slika 6. Nominalni jedinični troškovi rada



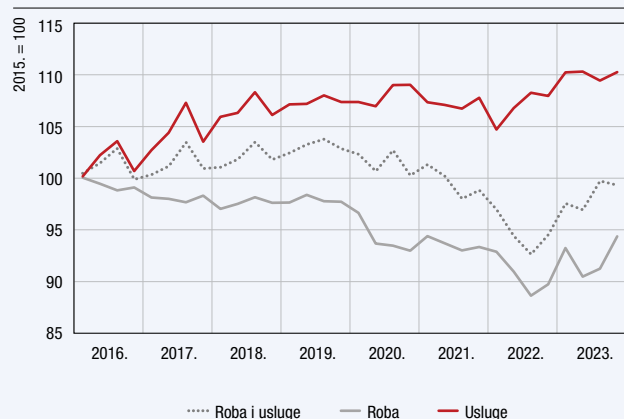
Izvor: Eurostat

Slika 7. Razina cijena glavnih kategorija potrošačke košarice u Hrvatskoj, 2022.



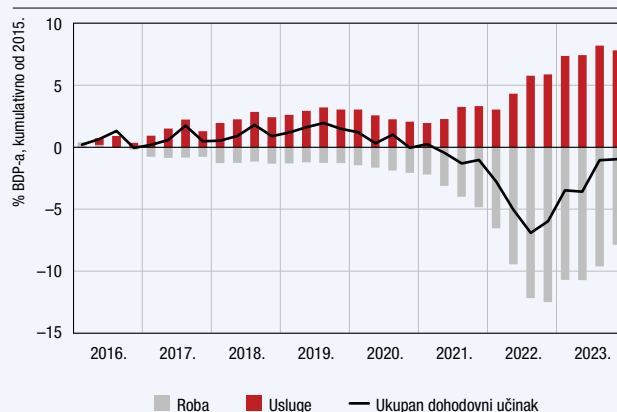
Izvor: Eurostat

Slika 8. Uvjeti razmjene u Hrvatskoj



Napomena: Uvjeti razmjene jesu omjer izvoznih i uvoznih cijena.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 9. Dohodovni učinak uvjeta razmjene



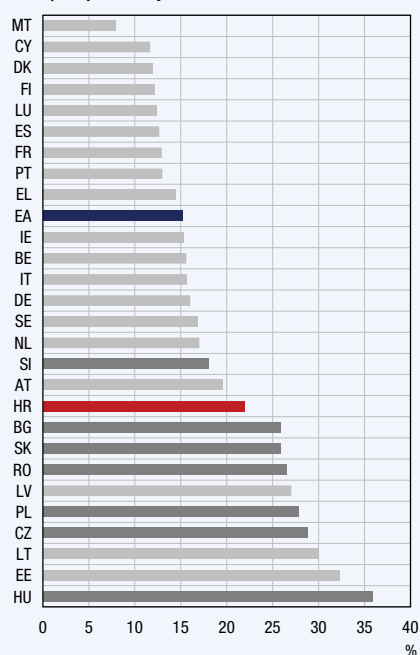
Napomena: Dohodovni učinak uvjeta razmjene izračunava se ponderiranjem promjena izvoznih i uvoznih cijena odgovarajućim vrijednostima izvoza i uvoza roba i usluga izraženo u postotku BDP-a.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

dok je razina cijena hrane bila blizu prosjeka, a razina cijena komunikacijskih usluga blago je premašivala prosjek europodručja. S druge strane, učinak uvođenja eura bio je razmjerno slab, jednokratni i koncentriran u uslužnim djelatnostima, na tragu iskustava drugih zemalja koje su zajedničku valutu uvodile u znatno manje izazovnim okolnostima kada je riječ o inflacijskim pritiscima, pa ne može u znatnijoj mjeri objasniti inflacijski diferencijal.

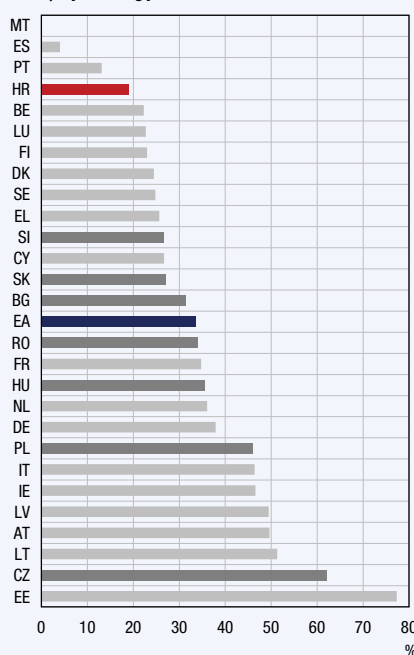
Brži rast domaćih potrošačkih cijena, posebno u segmentu usluga povezanih s turizmom, ogleda se i u bržem rastu izvoznih od uvoznih cijena. Pritom je izražen rast

Slika 10. Kumulativni rast cijena od lipnja 2021. do prosinca 2023.

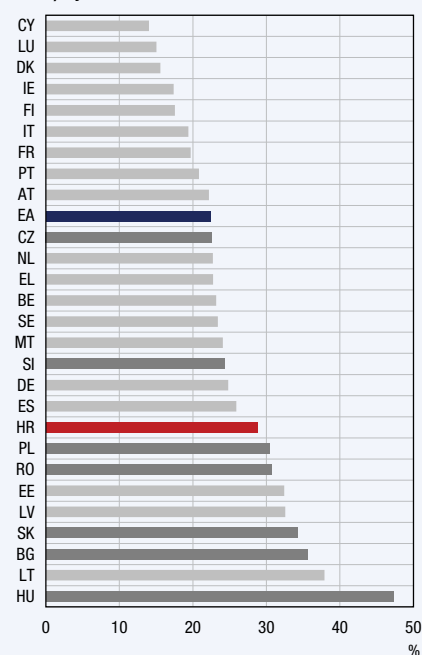
a) Ukupna inflacija



b) Cijene energije



c) Cijene hrane



Izvor: Eurostat

izvoznih cijena usluga u razdoblju nakon pandemije u velikoj mjeri ublažio negativne učinke visokih uvoznih cijena energenata, što je rezultiralo poboljšavanjem uvjeta trgovinske razmjene (Slika 8.) i pozitivnim dohodovnim učinkom na međunarodnu razmjenu, odnosno poboljšavanjem salda u međunarodnoj razmjeni robe i usluga (Slika 9.).

Unatoč bržem rastu inflacije u Hrvatskoj u odnosu na prosjek europodručja tijekom 2022. i 2023., kumulativni rast opće razine potrošačkih cijena od lipnja 2021. do kraja 2023. u Hrvatskoj je bio drugi najniži među zemljama Srednje i Istočne Europe, odmah nakon Slovenije (Slika 10.). Kada je riječ o kumulativnom rastu cijena pojedinih komponenata, rast potrošačkih cijena energije u Hrvatskoj bio je među najnižima u cijeloj Europskoj uniji, dok je kumulativni rast cijena hrane u Hrvatskoj bio među nižima u skupini zemalja Srednje i Istočne Europe.

Naposljetku, u 2024. uz usporavanje inflacije i u Hrvatskoj i na razini cijelog europodručja očekuje se i smanjenje razlike u inflaciji. Prema projekcijama Hrvatske narodne banke i Europske središnje banke iz ožujka 2024. razlika u prosječnoj godišnjoj stopi ukupne inflacije između Hrvatske i prosjeka europodručja mogla bi se smanjiti s 3,0 postotna boda u 2023. na 1,2 postotna boda u 2024. i 0,4 postotna boda u 2025. godini.

3. Upravljanje financijskom imovinom

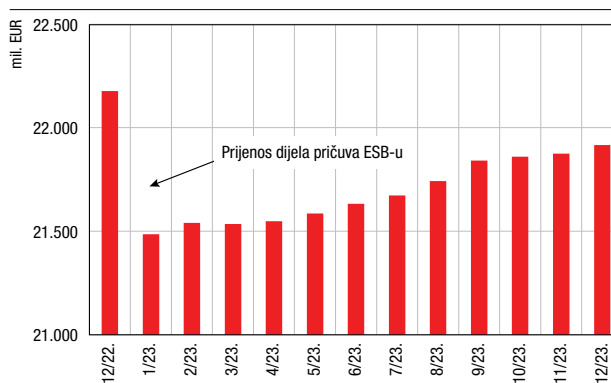
3.1. Financijska imovina u 2023.

Financijska imovina na dan 31. prosinca 2023. iznosila je 21.915,7 mil. EUR³, a obuhvatila je imovinu u eurima u iznosu od 19.435,9 mil. EUR (88,1%) i imovinu u američkim dolarima i ostalim valutama u iznosu od 2.479,7 mil. EUR (11,3%). Navedenu financijsku imovinu čini gotovo cjelokupna imovina Hrvatske narodne banke koja je prije ulaska u europodručje imala funkciju neto međunarodnih pričuva.

U 2023. zabilježen je blagi pad financijske imovine, za 261,4 mil. EUR ili za 1,2%, ponajviše zbog prijenosa manjeg dijela međunarodnih pričuva Europskoj središnjoj banci. Na početku godine HNB je u skladu s preuzetim obvezama prenio dio pričuva ESB-u u iznosu od 639,9 mil. EUR. Prema odredbama ESB-a 85% prijenosa bilo je u američkim dolarima, a preostalih 15% u zlatu. Za prijenos zlata, koji je iznosio 96 mil. EUR, odnosno 56.256,29 unca zlata, u prosincu 2022. od Banke za međunarodne namire pribavljeno je tzv. nealocirano monetarno zlato. U aktivnostima oko upravljanja prenesenim dijelom pričuva ESB-u sudjeluju sve nacionalne središnje banke Eurosustava, pa tako i HNB. Također, po prenesenim međunarodnim pričuvama HNB je u svojoj bilanci na strani imovine zadržao istovjetan iznos potraživanja od ESB-a.

Uz obvezu prijenosa manjeg dijela pričuva ESB-u, ulaskom u europodručje HNB je započeo primjenjivati okvir upravljanja financijskom imovinom Eurosustava za preostalu financijsku imovinu HNB-a, što se prije svega odnosi na ispunjavanje Sporazuma o neto financijskoj imovini (engl. *Agreement on Net Financial Assets*, ANFA). ANFA-om se određuje gornja granica veličine neto financijske imovine kojom središnja banka ima pravo upravljati, a da time ne remeti provedbu monetarne politike. Osim toga, HNB mora voditi računa i o Smjernici ESB-a o domaćim operacijama upravljanja imovinom i obvezama (engl. *Domestic Asset and Liability Management*, DALM), dok se odredbe o zabrani monetarnog financiranja čiju primjenu nadzire ESB, a koje su propisane člankom 123. Ugovora o funkcioniranju Europske unije, primjenjuju od dana pristupanja EU-u.

Slika 3.1.1. Kretanje financijske imovine HNB-a u 2023. na kraju razdoblja



Izvor: HNB

³ Navedeni iznos ne uključuje hrvatske obveznice kupljene za vrijeme pandemije bolesti uzrokovane virusom COVID-19 u sklopu monetarnog Programa otkupa obveznica, a koji ulaskom u europodručje više nije dio monetarne imovine HNB-a. Nominalna vrijednost tog portfelja na dan 31. prosinca 2023. iznosila je 1.836,3 mil. EUR.

3.2. Struktura ulaganja financijske imovine

U strukturi ulaganja financijske imovine najveći udio na kraju 2023. činila su ulaganja u vrijednosne papire država i državnih institucija, a potom su slijedila ulaganja u depozite i sredstva na računu te ostale vrijednosne papire (Slika 3.2.1.). Dio financijske imovine odnosio se i na održiva tzv. ESG ulaganja (engl. *environmental, social, governance*), što uključuje zelene obveznice (engl. *green bonds*), socijalne obveznice (engl. *social bonds*) i održive obveznice (engl. *sustainability bonds*). Udio ESG ulaganja u ukupnoj financijskoj imovini krajem 2023. iznosio je 7,5%⁴.

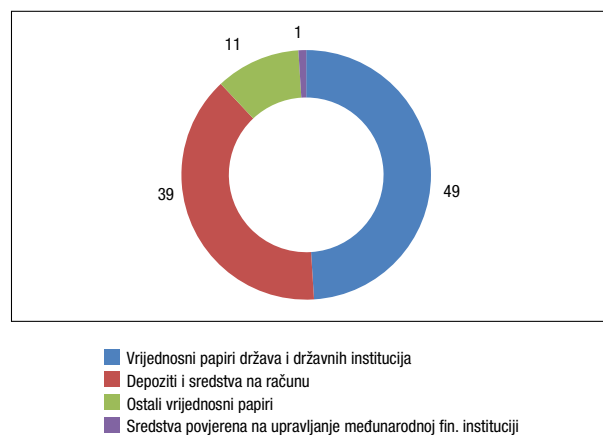
HNB financijsku imovinu ulaže u instrumente investicijskoga kreditnog rejtinga, s tim da su ulaganja kod pojedinih financijskih institucija, država ili u pojedine financijske instrumente ograničena, čime se kreditni rizik diversificira. Na kraju 2023. u najsigurnija ulaganja – instrumente izdavatelja unutar dva najviša ranga kreditnog rejtinga, instrumente BIS-a ili sredstva na računu – bilo je uloženo oko 74% financijske imovine.

3.3. Financijska tržišta i rezultat upravljanja financijskom imovinom u 2023.

Financijska tržišta u 2023. obilježio je nastavak ciklusa podizanja ključnih kamatnih stopa vodećih središnjih banaka koji je završio krajem godine te stalne promjene očekivanja ulagača koje su dovodile do velikih tržišnih kolebanja. Na kraju godine ESB-ove ključne stope bile su za 450 baznih bodova više nego prije pooštavanja monetarne politike koje je započelo u 2022., dok je Fed svoje ključne stope u istom razdoblju povećao za 525 baznih bodova. Time je završeno desetogodišnje razdoblje povijesno najnižih kamatnih stopa, koje su u slučaju eurskih stopa bile i negativne. U cijelom tom razdoblju HNB je nizom strateških i taktičkih odluka uspio održavati pozitivnu zaradu od upravljanja financijskom imovinom odnosno prijašnjim međunarodnim pričuvama, a istodobno je ojačavao zaštitne slojeve za financijske rizike.

Iako su prinosi u 2023. u jednom trenutku dosegli najviše razine još od 2007., do kraja godine korigirali su se naniže, a dodatna otegotna okolnost na tržištu obveznica bila je invertirana krivulja prinosa, prema kojoj ulaganja uz duže rokove nose niže

Slika 3.2.1. U strukturi ulaganja financijske imovine najveći je udio ulaganja u najsigurnije instrumente udjeli u postocima, na kraju 2023.



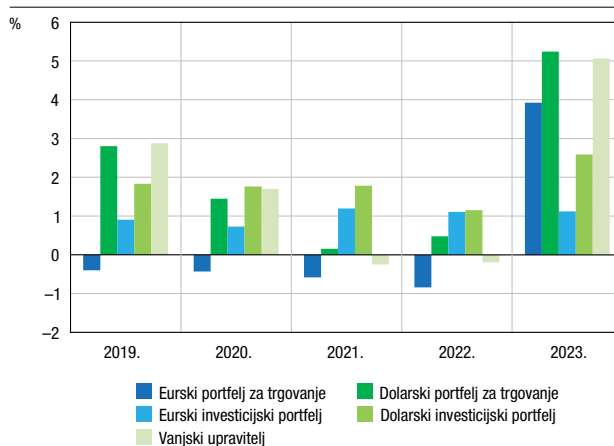
Napomena: Udjeli instrumenata u strukturi zaokruženi su na cijeli broj.
Izvor: HNB

⁴ U prilogu Klimatsko izvješće, u Godišnjem izvješću HNB-a za 2023., nalazi se klimatska objava povezana s financijskom imovinom HNB-a.

prinose nego ona kratkoročna. Velik stres i kolebljivost na tržištu u prvom dijelu godine izazvala je i bankarska kriza u SAD-u, na što se nadovezalo i spašavanje švicarske banke Credit Suisse, no oboje je naposljetku prošlo bez trajnih posljedica za tržišta. Geopolitički rizici zbog postojećih i novih svjetskih sukoba također su tijekom 2023. imali važan utjecaj na kolebljivost cijena financijskih instrumenata i robe. Dionička tržišta, predvođena tehnološkim sektorom, imala su u 2023. odličan učinak, dok je američki dolar blago oslabio prema euru.

U okružju opisanih izrazito promjenjivih uvjeta na financijskim tržištima, u 2023. godini ostvareni prihod od upravljanja financijskom imovinom iznosio je povijesno najviših 611,2 mil. EUR, što je porast za 447,0 mil. EUR u odnosu na prethodnu godinu. U skladu s tim, u 2023. zabilježen je i porast stopa povrata na ulaganja portfelja financijske imovine u odnosu na prethodne godine (Slika 3.3.1.). Pritom su se sve investicijske odluke donosile uvažavajući cjelokupan okvir upravljanja financijskom imovinom Eurosustava jer se pojedina pravila, obveze i smjernice odražavaju i na mogućnost i isplativost pojedinih ulaganja.

Slika 3.3.1. Portfelji financijske imovine osiguravaju adekvatne stope povrata
godišnje stope povrata



Izvor: HNB

4. Poslovanje kreditnih institucija

4.1. Struktura sustava

Na kraju 2023. u Hrvatskoj je poslovalo 20 kreditnih institucija (19 banaka i jedna stambena štedionica), a tijekom godine Hrvatska poštanska banka pripojila je Novu hrvatsku banku.⁵ Poslovala je također jedna podružnica kreditne institucije iz EU-a (BKS Bank AG, Glavna podružnica Hrvatska), dok je više od 250 institucija iz EU-a i Europskoga gospodarskog prostora prijavilo HNB-u namjeru [neposrednog pružanja uzajamno priznatih usluga na području RH](#).

Navedeno pripajanje utjecalo je na strukturna obilježja vlasništva. Premda se navedenim pripajanjem broj kreditnih institucija u većinskom državnom vlasništvu smanjio s tri na dvije, udio njihove imovine u ukupnoj imovini svih banaka znatnije je porastao – s 8,0% na 9,3%. Također, udio kreditnih institucija u većinskom vlasništvu inozemnih dioničara blago se smanjio, no još uvijek je dominantan (87,4% ukupne imovine bankovnog sustava).

4.2. Pokazatelji poslovanja kreditnih institucija

U 2023. godini ukupna se imovina bankovnog sustava povećala za 2,6 mlrd. eura (3,5%) i iznosila je rekordnih 78,6 mlrd. eura.⁶

Na strani izvora financiranja povećanje je ostvareno primanjem depozita, iako su bili pod pritiskom odljeva nakon konverzije kuna u euro početkom godine i zbog ulaganja u državne vrijednosne papire (osobito kućanstava). Pritom su porast ostvarili svi sektori osim financijskog. Za razliku od proteklih godina, depoziti na tekućim računima ostvarili su smanjenje, a najveći dio povećanja depozita odnosi se na depozite s ugovorenim dospeljećem – oba kretanja rezultat su rasta kamatnih stopa banaka na oročene depozite (ponajprije za depozite nefinancijskih društava, a krajem godine i za kućanstva), čime su deponenti bili motivirani na oročavanje.

Na strani imovine krediti su porasli za 2,8 mlrd. eura (6,6%), što je više od rasta ukupne imovine, a razlika se odnosi na smanjenje novčanih sredstava kreditnih institucija. Najveći dio kreditne aktivnosti usmjeren je kućanstvima, i to praktički u cijelosti na osnovi stambenoga kreditiranja, ali i gotovinskoga nenamjenskoga kreditiranja (za koje se nakon pandemijskih godina ponovno bilježe znatnije stope rasta). Ostatak rasta kreditnog portfelja odnosio se na financijske institucije i nefinancijska društva, a domaću državu banke su financirale ulaganjem u državne obveznice.

Kvaliteta imovine kreditnih institucija i nadalje se poboljšava. Nastavak smanjenja neprihodujućih kredita (engl. *Non-performing loans*, NPL-ovi) praćen povećanjem ukupnih kredita doveo je do daljnjeg pada udjela NPL-ova u ukupnim kreditima, na 2,6%, što je još uvijek nepovoljnije od prosjeka EU-a (1,8%). Na smanjenje NPL-ova i

⁵ Pripajanje je izvršeno 3. srpnja 2023.

⁶ Riječ je o najnižoj stopi rasta u posljednjih pet godina, no potrebno je uzeti u obzir da je u 2022. godini došlo do iznimnog rasta bilance, povezanog s pripremama za uvođenje eura. Vidi poglavlje 7. HNB-ova [Godišnjeg izvješća za 2022. godinu](#).

dalje najviše utječe njihovo smanjenje u portfelju kredita nefinancijskim društvima, a nešto sporijom dinamikom i u portfelju kredita kućanstvima, pa se i udjeli NPL-ova u tim sektorima nastavlja poboljšavati (na visini su od 5,1% odnosno 4,2%).

Suprotna pozitivnom razvoju u neprihodujućem dijelu kreditnog portfelja jest situacija u prihodujućem dijelu kreditnog portfelja koji još nije u statusu neispunjenja obveza. Razina kreditnog rizika u tom dijelu portfelja još uvijek je povećana u odnosu na razdoblje prije pandemije bolesti COVID-19 te je čak i porasla tijekom 2023. godine. Na to najviše utječe procijenjena povećana rizičnost u portfelju kredita nefinancijskim društvima, i to osobito kod djelatnosti opskrbe energijom.

Spomenuto smanjenje novčanih sredstava, ostvareno ponajprije smanjenjem sredstava na računima za namiru kod HNB-a, tek je blago narušilo likvidnosne pokazatelje sustava te su oni još uvijek na vrlo visokim razinama. Pokazatelj kratkoročne likvidnosne pokrivenosti (engl. *Liquidity Coverage Ratio*, LCR) na razini je od 238,1%, višestruko iznad propisanog minimuma od 100%. Strukturna likvidnost mjerena pokazateljem neto stabilnih izvora financiranja (engl. *Net Stable Funding Ratio*, NSFR) iznosi prosječnih 173,4% budući da su zahtjevi za stabilnim izvorima financiranja u svjetlu rasta kredita uglavnom osigurani spomenutim povećanjem depozita kućanstava i nefinancijskih društava.

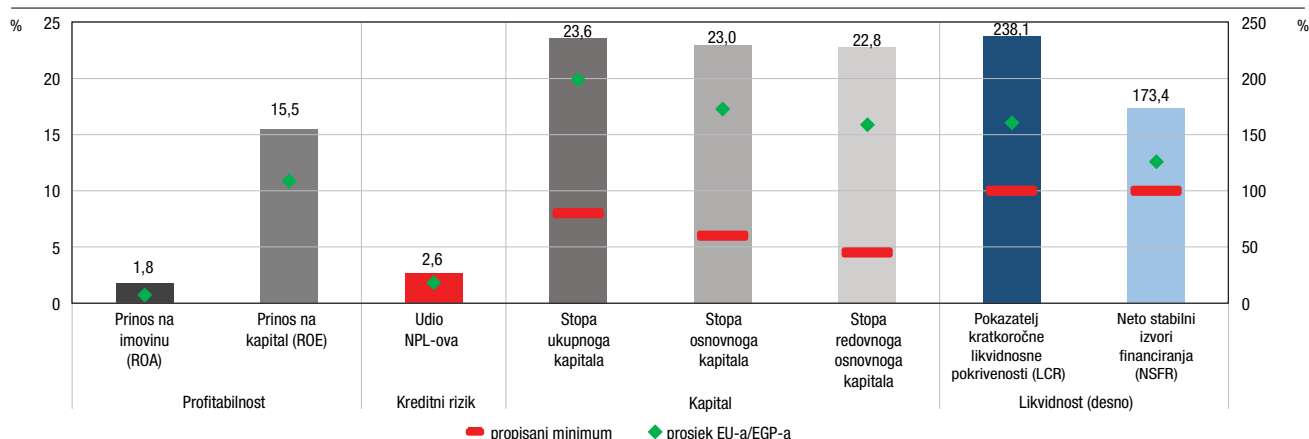
Mnogo važniji učinak od smanjenja novčanih sredstava imala je promjena načina na koji se taj višak likvidnosti upotrebljava. Naime, tijekom 2023. godine banke su se kontinuirano koristile mogućnošću polaganja sredstava s računa za namiru na prekonoćni depozit kod HNB-a.⁷ Na kraju godine na prekonoćni je depozit bio položen gotovo cjelokupan iznos sredstava na računu kod HNB-a, što odgovara visini od 21% ukupne imovine kreditnih institucija i što je imalo ključan utjecaj na profitabilnost sustava.

Dobit bankovnog sustava gotovo je udvostručena u odnosu na 2022. godinu – kreditne su institucije ostvarile rekordnih 1,4 mlrd. eura, što je godišnji porast od 91,7%. To je pokazatelje profitabilnosti dovelo na vrlo visoke razine: prinos na imovinu (engl. *Return on assets*, ROA) iznosio je 1,8%, a prinos na kapital (engl. *Return on equity*, ROE) iznosio je 15,5%. Na povećanje dobiti najviše je utjecao snažan rast kamatnih prihoda, nakon više od desetljeća njihova gotovo kontinuiranog smanjivanja. Najveći pojedinačni utjecaj na rast kamatnih prihoda imali su kamatni prihodi od spomenutih prekonoćnih depozita kod HNB-a, ali kreditne institucije uspjele su kamatne prihode povećati i iz drugih sektora. Rast pasivnih kamatnih stopa i privlačenje oročenih depozita doveli su do rasta kamatnih troškova, ali on je znatno zaostajao za rastom kamatnih prihoda, tako da je naposljetku ostvaren visok rast neto kamatnog prihoda (63,3%).

Ostale vrste prihoda nisu bitno utjecale na poslovni rezultat: neto prihod od naknada i provizija tek je blago porastao, a ostali nekamatni prihodi smanjeni su ponajviše kao

⁷ *Prekonoćni depozit* kategorija je operacija stalno raspoloživih mogućnosti monetarne politike Eurosustava, kojima pristup omogućuje HNB u skladu s ciljevima i općim stajalištima monetarne politike ESB-a. Na prekonoćni depozit primjenjuje se prethodno utvrđena kamatna stopa o kojoj redovno odlučuje Upravno vijeće ESB-a. Na kraju prosinca 2023. primjenjivala se stopa od 4,00%. (Izvor: ESB)

Slika 4.2.1. Ključni pokazatelji bankovnog sustava, na dan 31. prosinca 2023.



Napomena: Podaci o prosjeku banaka u Europskoj uniji i Europskom gospodarskom prostoru odnose se na kraj rujna 2023.
Izvori: HNB; EBA

posljedica uvođenja eura te time manjih dobitaka od trgovanja devizama. Opći troškovi poslovanja također su porasli, ali znatno sporije od rasta ukupnih prihoda iz poslovanja, zbog čega je poboljšana i troškovna efikasnost bankovnog sustava.

Kapitaliziranost bankovnog sustava još je uvijek visoka, iako je stopa ukupnoga kapitala smanjena s 24,8% na 23,6%. Taj je pad ponajviše rezultat isplate dividenda iz zadržane dobiti (što je smanjilo regulatorni kapital) i spomenute kreditne aktivnosti (što je povećalo izloženost rizicima). Na smanjenje kapitala koji je dostupan za pokriće neočekivanih gubitaka dodatno utječe i činjenica da su kreditne institucije počele izdvajati kapital radi pokrivanja protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala.⁸ No, spomenuta stopa kapitala i nadalje je među najvišima u usporedbi s ostalim državama članicama EU-a, a devet je kreditnih institucija, na koje su se odnosile tri četvrtine ukupne imovine sustava, imalo stopu ukupnoga kapitala veću od 20%.

4.3. Poslovanje kreditnih unija

Na kraju 2023. nije bilo statusnih promjena u sustavu kreditnih unija. Šesnaest kreditnih unija raspolagalo je imovinom od 86,3 mil. eura, što je porast od 3,6% u odnosu na 2022. godinu. Ukupna imovina kreditnih unija razmjerna je visini od 0,1% ukupne imovine kreditnih institucija.

⁸ Od ožujka 2023. u primjeni je stopa protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala za područje RH u visini od 0,5% ukupnog iznosa izloženosti riziku, koja je dotad iznosila 0%.

Kratice i znakovi

Kratice

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

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

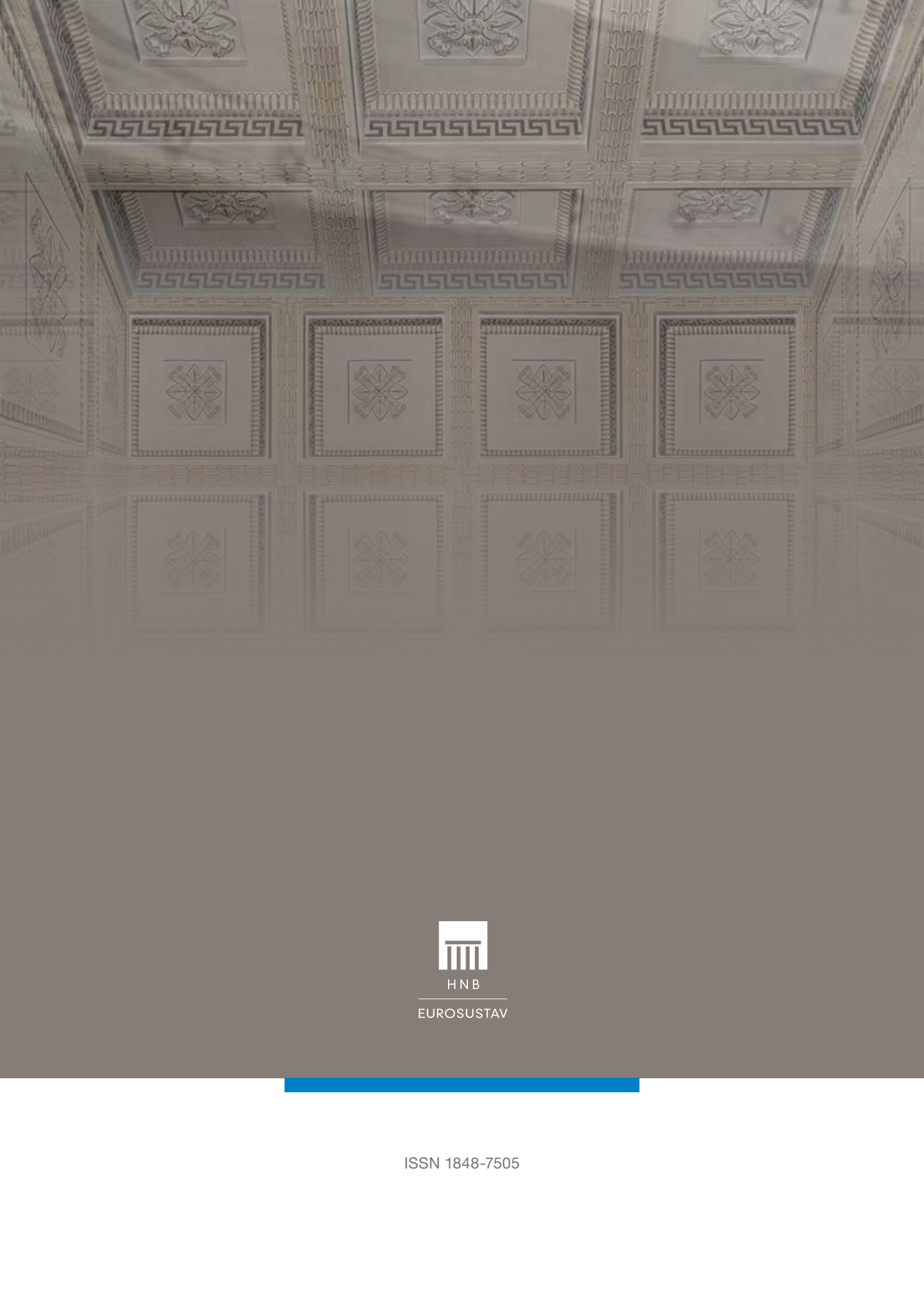
Znakovi

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

Dvoslovne oznake za zemlje

AT	Austrija
BE	Belgija
BG	Bugarska
CY	Cipar
CZ	Češka
DE	Njemačka
DK	Danska
EE	Estonija
EL	Grčka
ES	Španjolska

FI	Finska
FR	Francuska
GR	Grčka
HR	Hrvatska
HU	Mađarska
IE	Irska
IS	Island
IT	Italija
LI	Lihtenštajn
LT	Litva
LU	Luksemburg
LV	Letonija
MT	Malta
NL	Nizozemska
NO	Norveška
PL	Poljska
PT	Portugal
RO	Rumunjska
SE	Švedska
SI	Slovenija
SK	Slovačka



HNB

EUROSUSTAV

ISSN 1848-7505