



HNB

EUROSUSTAV

Polugodišnja informacija

o financijskom stanju, stupnju ostvarenja stabilnosti cijena
i provedbi monetarne politike u drugom polugodištu 2024.

Zagreb, svibanj 2025.





HNB

EUROSUSTAV

Polugodišnja informacija

o financijskom stanju, stupnju ostvarenja stabilnosti
cijena i provedbi monetarne politike u drugom polugodištu 2024.

Zagreb, svibanj 2025.

HRVATSKA NARODNA BANKA

EUROSUSTAV



Sadržaj

Sažetak	2
1. Europodručje	3
1.1. Realna i cjenovna kretanja	3
1.2. Monetarna politika i financijska tržišta	4
Okvir 1. Kada je rejting hrvatskih državnih obveznica ušao u razred A iz perspektive investitora?	7
2. Hrvatsko gospodarstvo	10
2.1. Realna kretanja	10
2.2. Tržište rada	11
2.3. Cjenovna kretanja	12
Okvir 2. Zašto se povećala razlika između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije?	15
Okvir 3. Razine cijena i ulazak u europodručje: pouke iz analize cijena u maloprodajnom lancu	19
2.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom	23
Okvir 4. Cjenovna konkurentnost hrvatskoga turističkog sektora na tržištu Mediterana	25
2.5. Bankovni sustav	33
2.6. Fiskalni pokazatelji	36
3. Upravljanje financijskom imovinom	37
3.1. Financijska imovina u 2024.	37
3.2. Struktura ulaganja financijske imovine	37
3.3. Financijska tržišta i rezultat upravljanja financijskom imovinom u 2024.	38
4. Poslovanje kreditnih institucija	39
4.1. Struktura sustava	39
4.2. Pokazatelji poslovanja kreditnih institucija	39
4.3. Poslovanje kreditnih unija	41
Kratice i znakovi	142
Kratice	142
Znakovi	143

Sažetak

Gospodarska kretanja u Hrvatskoj tijekom 2024. obilježio je nastavak izraženoga gospodarskog rasta u uvjetima relativno slabe vanjske potražnje, geopolitičkih napetosti i postupnog smanjivanja restriktivnosti monetarne politike ESB-a. Hrvatsko je gospodarstvo tako nastavilo rasti zamjetno brže od prosjeka zemalja europodručja, što je pretežno bilo posljedica velike domaće potražnje, djelomično potaknute ekspanzivnom fiskalnom politikom. Inflacija se pritom nastavila smanjivati zbog popuštanja uvoznih inflatornih pritisaka, nakon stabilizacije globalnih opskrbnih lanaca i smanjenja cijena energenata na svjetskom tržištu, te i nadalje restriktivnoga karaktera monetarne politike. Istodobno su na rast cijena i dalje djelovali domaći pritisci uzrokovani rastom plaća i zaposlenosti u uvjetima nedostatka radnika. Nakon ciklusa najsnažnijeg pooštrevanja monetarne politike do sada, koji je usmjerio inflaciju u europodručju prema ciljanim razinama, u drugoj polovini 2024. ESB je počeo postupno smanjivati ključne kamatne stope. Takva kretanja odrazila su se na povoljnije uvjete financiranja domaćih sektora, osobito poduzeća, pri čemu je rast kredita poduzećima i stanovništvu bio razmjerno jak.

Hrvatska narodna banka upravlja financijskom imovinom podržavajući monetarnu politiku, financijsku stabilnost i povjerenje u financijski sustav, pri čemu se prije svega rukovodi načelima likvidnosti i sigurnosti ulaganja.

Bankovni sustav RH na kraju 2024. godine visoko je likvidan, kapitaliziran i profitabilan.

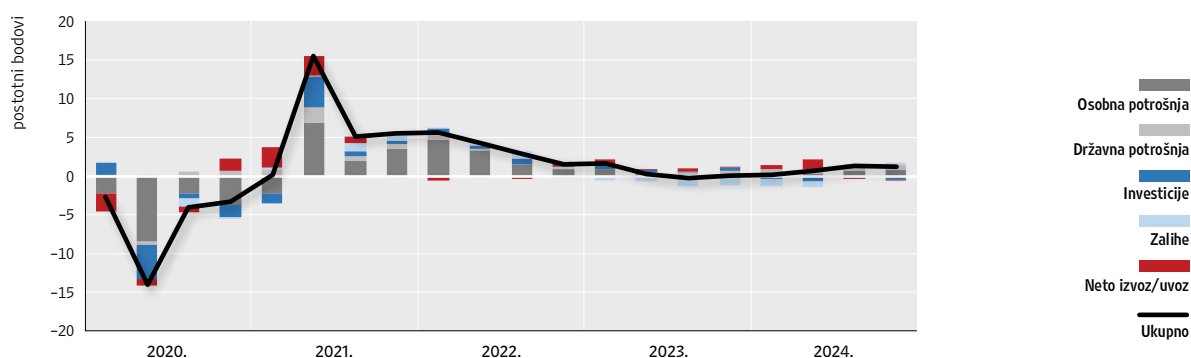
1. Europodručje

1.1. Realna i cjenovna kretanja

Gospodarski rast u europodručju u 2024. je iznosio 0,9%, nakon skromnog rasta od 0,4% godinu prije. Pritom je rast bio relativno ujednačen tijekom godine, s iznimkom nešto izraženijeg zamaha u trećem tromjesečju, djelomično zbog održavanja velikih sportskih događaja (Olimpijskih igara u Parizu i Europskoga nogometnog prvenstva u Njemačkoj) te jačanja osobne potrošnje. Slabljenje inflatornih pritisaka, u kombinaciji sa zategnutim tržištem rada i još uvijek relativno snažnim rastom plaća, dovelo je do daljnjeg rasta realnih dohodaka i osobne potrošnje. Državna potrošnja također je rasla brže nego prethodne godine te je uz osobnu potrošnju najviše pridonijela rastu ukupne gospodarske aktivnosti. S druge strane, iako su poboljšani uvjeti financiranja podržali postupan oporavak investicija u drugom polugodištu, na razini cijele 2024. investicije su pale, zbog povećane neizvjesnosti i znatnih strukturnih slabosti najvećih europskih gospodarstava. Te su slabosti posebno izražene u industriji pa su se industrijska proizvodnja i robni izvoz smanjili drugu godinu zaredom. Nepovoljna kretanja u industriji uglavnom su povezana s visokim cijenama energenata kao i relativnim tehnološkim zaostajanjem za konkurencijom iz Kine – posebice u djelatnostima u kojima je europodručje specijalizirano, poput proizvodnje automobila i strojeva. Ujedno je dodatna oslabjela i potražnje iz Kine, koja je važan trgovinski partner europodručja. S druge strane, izvoz usluga znatno je porastao, potpomognut i nadalje snažnom potražnjom za uslugama nakon pandemije, osobito uslugama povezanim s turizmom, pa je pozitivan doprinos izvoza usluga BDP-u nadmašio negativan doprinos izvoza robe. Uvoz robe i usluga, nakon smanjenja godinu prije, blago je porastao zahvaljujući postupnom jačanju domaće potražnje.

Slika 1.1.1. Realni rast BDP-a europodručja

doprinosi komponenata



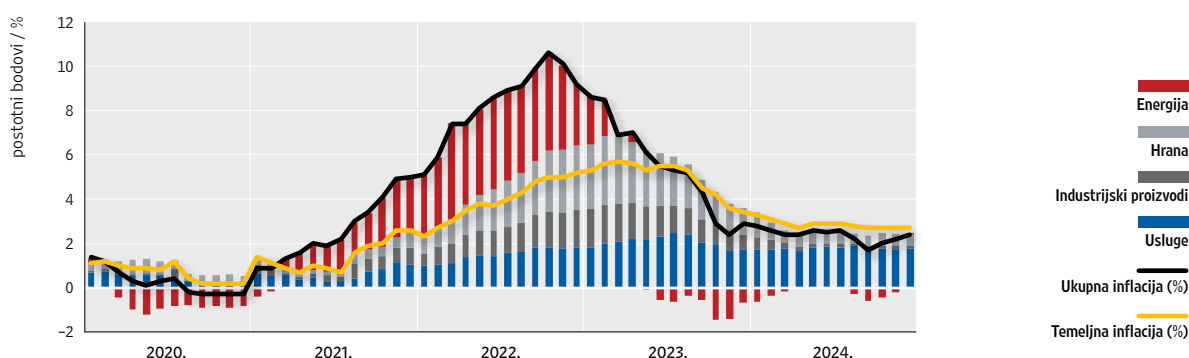
Izvor: Eurostat

Inflacija u europodručju mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena u 2024. se nastavila usporavati prije svega zbog smanjenja cijena energenata na svjetskom tržištu i odgođenih učinaka pooštrene monetarne politike na slabljenje potražnje. Prosječna godišnja inflacija usporila se na 2,4% s 5,4% zabilježenih u 2023., što je bilo rezultat smanjenja doprinosa svih glavnih komponenata, a ponajviše hrane i industrijskih proizvoda bez energije. Inflacija cijena hrane u 2024. znatno se usporila i dosegla 2,9%, nakon 10,9% zabilježenih u 2023. Istodobno su se

cijene energije smanjile, unatoč ukidanju dijela energetske potpora kućanstvima. Inflatorni pritisci u 2024. uglavnom su povezani s tržištem rada jer je nominalni rast plaća u europodručju ostao povišen. No, doprinos rasta plaća djelomično su ublažili niži jedinični profiti poduzeća. U takvim uvjetima temeljna inflacija (koja isključuje cijene energije i hrane) usporila se na 2,8% u 2024. s 5,0% u 2023., te se zadržala iznad ukupne inflacije. Pritom je inflacija cijena usluga u 2024. zbog rasta troškova rada i dalje ostala povišena i iznosila je 4,0% (4,9% u 2023.). Inflacija cijena industrijskih proizvoda bez energije, kao druga glavna komponenta temeljne inflacije, osjetno se usporila (na 0,8% u 2024. s 5,0% u 2023.) te se približila dugoročnom prosjeku. Na to su, između ostalog, utjecali slabi inflatorni pritisci u prethodnim fazama cjenovnog lanca, prije svega blagi godišnji rast proizvođačkih cijena odnosno smanjenje uvoznih cijena neprehrambenih potrošačkih dobara.

Slika 1.1.2. Pokazatelji inflacije u europodručju

doprinosi komponenta



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

Izvor: Eurostat

1.2. Monetarna politika i financijska tržišta

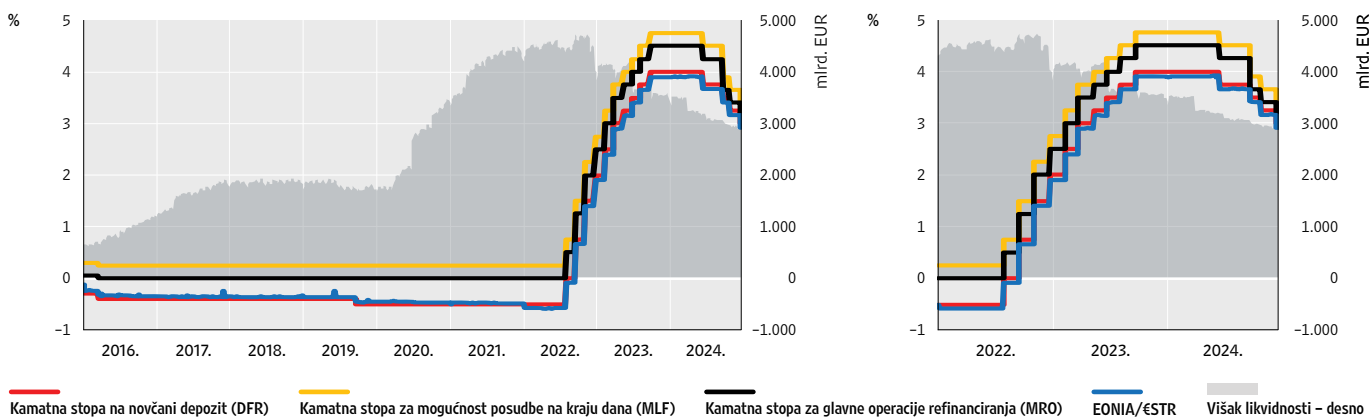
Recentna inflacijska epizoda, izazvana snažnim oporavkom od krize uzrokovane pandemijom bolesti COVID-19 i ruskom agresijom na Ukrajinu, potaknula je najsnažniji ciklus pooštrevanja monetarne politike od stvaranja eura, tijekom kojeg su ključne kamatne stope porasle za 450 baznih bodova¹. Taj je ciklus kulminirao od rujna 2023. do lipnja 2024. Nakon toga Upravno je vijeće od lipnja do prosinca 2024. u četiri navrata, za ukupno 100 baznih bodova, smanjivalo kamatnu stopu na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke (engl. *deposit facility rate*, DFR), koja je u trenutačnim uvjetima visokih viškova likvidnosti najbolji pokazatelj i dalje restriktivnoga karaktera monetarne politike ESB-a.

Pri posljednjem smanjenju kamatnih stopa u prosincu 2024. naglašeno je da se inflacija usporila i približila srednjoročnoj ciljanoj razini od 2%, pri čemu će se odluke o monetarnoj politici i nadalje zasnivati na podacima (engl. *data-dependent approach*). Pritom se Upravno vijeće ne opredjeljuje unaprijed za određenu dinamiku promjene stopa. Od sredine prosinca 2024. kamatna stopa na

¹ Jedan bazni bod jest stoti dio jednoga postotnog boda.

novčani depozit iznosila je 3,00%, kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja (engl. *main refinancing operations*, MRO) 3,15% te kamatna stopa na mogućnost posudbe na kraju dana (engl. *marginal lending facility*, MLF) 3,40%.

Slika 1.2.1. Ključne kamatne stope ESB-a

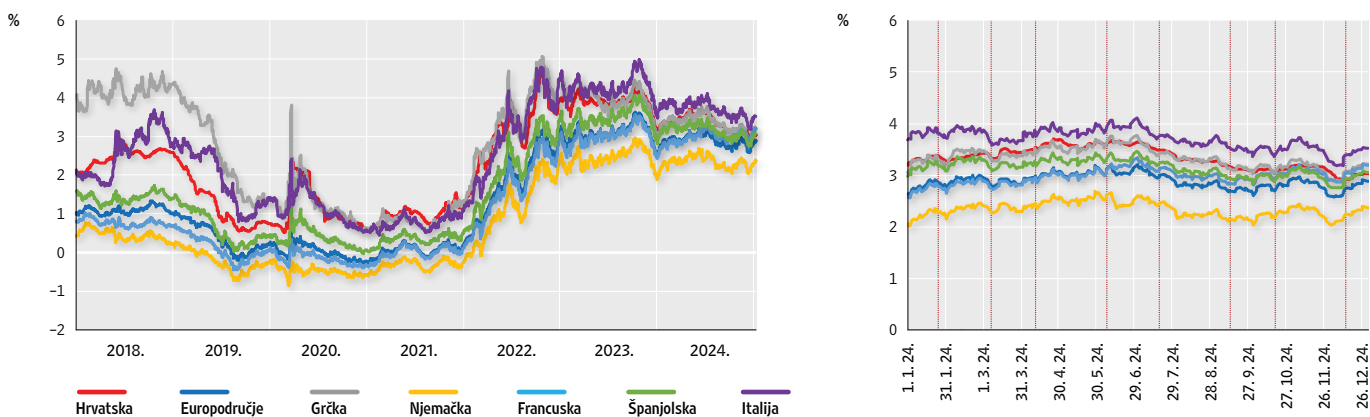


Napomena: Kamatna stopa na novčani depozit (engl. *deposit facility rate*, DFR); mogućnost posudbe na kraju dana (engl. *marginal lending facility*, MLF); glavne operacije refinanciranja (engl. *main refinancing operations*, MRO). Od početka 2022. EONIA se zamjenjuje stopom €STR.

Izvor: ESB

Spuštanje ključnih kamatnih stopa ESB-a brzo je smanjilo i kamatne stope na novčanom tržištu. Nakon četvrtog smanjenja ključnih kamatnih stopa ESB-a u prosincu 2024. za 0,25 postotnih bodova, prekonoćna stopa €STR spustila se na 2,9%, oko 100 baznih bodova niže nego na kraju 2023., što upućuje na to da je prijenos spuštanja ključnih kamatnih stopa ESB-a na novčano tržište bio potpun. Tijekom godine u silaznoj putanji bile su i stope EURIBOR, odnosno kamatne stope različite ročnosti (do jedne godine) po kojima se međusobno financiraju najveće banke u europskom području. Tromjesečni je EURIBOR primjerice tijekom godine pao s 3,9% na 2,7%, odnosno na kraju godine nalazio se ispod prekonoćne stope €STR jer je odražavao očekivanja o nastavku spuštanja ključnih kamatnih stopa ESB-a u 2025.

Slika 1.2.2. Prinosi na dugoročne državne obveznice s preostalim dospeljem od oko 10 godina



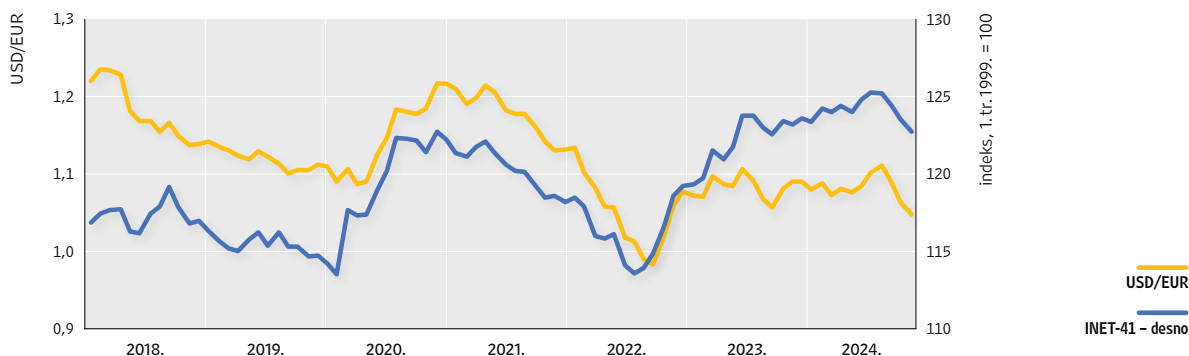
Napomena: Prinosi za europsko područje ponderirani su udjelom u BDP-u uključenih zemalja. Europodručje ne uključuje podatke za Litvu, Latviju, Estoniju, Luksemburg i Maltu. Crvenim isprekidanim okomitim linijama označeni su sastanci Upravnog vijeća ESB-a u 2024.

Izvori: Bloomberg; Eurostat; izračun HNB-a

Prinosi na državne obveznice bili su u 2024. stabilniji nego godinu prije. Početkom četvrtog tromjesečja prosječan prinos na dugoročne državne obveznice europodručja ponderiran BDP-om iznosio je 2,6%, tj. bio je blizu razina s kraja prethodne godine. Do kraja prosinca porastao je na 2,9%, što je 27 baznih bodova više nego na kraju 2023., uglavnom zrcaleći rast prinosa na američke dugoročne obveznice potaknut očekivanjima da bi najavljeni potezi nove američke administracije mogli djelovati inflatorno.

Na svjetskom deviznom tržištu euro se prema američkom dolaru kretao u relativno uskom rasponu veći dio godine. Značajnija promjena nastupila je u posljednjem tromjesečju kada je tečaj eura prema američkom dolaru snažno deprecirao. Na to je najviše utjecala promjena tržišnih očekivanja prema slabijem smanjenju ključnih kamatnih stopa u SAD-u i jačem smanjenju ključnih kamatnih stopa u europodručju, jer se američko gospodarstvo pokazalo otpornijim nego što se očekivalo, dok su se ekonomski izgledi za europodručje pogoršali. To razilaženje u očekivanjima dodatno se produbilo nakon američkih izbora zbog zabrinutosti tržišta da bi sklonost nove američke administracije prema novim protekcionističkim mjerama mogla pojačati inflatorne pritiske u SAD-u i nepovoljno utjecati na gospodarstvo europodručja. Tečaj eura prema američkom dolaru na kraju prosinca iznosio je 1,03 USD/EUR, što je deprecijacija od oko 6% u odnosu na razinu s kraja prošle godine, a ujedno i najniža razina u posljednje dvije godine. U istom razdoblju nominalni efektivni tečaj eura prema košarici valuta glavnih trgovinskih partnera europodručja tek je blago deprecirao, za oko 1%. Pritom je slabljenje eura prema američkom dolaru bilo ublaženo jačanjem eura prema japanskom jenu, švedskoj kruni i mađarskoj forinti.

Slika 1.2.3. Tečaj USD/EUR i nominalni efektivni tečaj eura



Napomena: INET-41 je indeks nominalnoga efektivnog tečaja eura prema 41 najvažnijem trgovinskom partneru europodručja. Podaci se odnose na mjesečne prosjeke. Rast tečaja označuje aprecijaciju eura.

Izvor: ESB

OKVIR 1.

Kada je rejting hrvatskih državnih obveznica ušao u razred A iz perspektive investitora?

Krajem 2024. godine sve su globalne agencije za dodjelu kreditnog rejtinga Hrvatsku svrstale u skupinu zemalja s višim srednjim investicijskim rejtingom, što je najviša ocjena otkad su joj 1997. počele dodjeljivati kreditni rejting. U ovom se okviru istražuje kada su se prinosi na hrvatske obveznice izjednačili s prinosima zemalja s rejtingom A, čime su tržišta implicitno Hrvatsku svrstala u taj rang, što su agencije i službeno potvrdile u posljednjem tromjesečju 2024. Iz literature je poznato da agencije za dodjelu kreditnog rejtinga najčešće “kasne za tržištem”, tj. da su novoobjavljene ocjene investitori uglavnom već “ugradili” u tržišne cijene obveznica. Investitori i agencije rabe isti skup informacija važnih za procjenu kreditnog rizika zemlje poput gospodarskog rasta, fiskalne pozicije i makroekonomskih neravnoteža, na temelju kojih procjenjuju održivost javnog duga. Pritom investitori gotovo trenutačno reagiraju na promjene gospodarskih parametara kupnjom ili prodajom obveznica, dok agencije vlastite ocjene najčešće revidiraju s određenim vremenskim odmakom u odnosu na promjenu tržišnog raspoloženja, što je potvrđeno u raznim empirijskim radovima. Rezultati analize upućuju na približavanje razlike prinosa na hrvatske obveznice implicitnoj granici koja odvaja zemlje s rejtinzima A i B još neposredno uoči ulaska u europodručje, u razdoblju vrlo povoljnih makroekonomskih kretanja, što je znatno prije službenih odluka agencija za dodjelu kreditnog rejtinga.

Odluka triju globalnih agencija (S&P, Fitch i Moody's) o povećanju kreditnog rejtinga hrvatskih državnih obveznica krajem 2024. godine i uvrštavanje Hrvatske u skupinu zemalja s višom srednjom razinom rejtinga (rejting A obuhvaća rejtinge od A– do A+) temelji se na skupu povoljnih kretanja koja uključuju snažan gospodarski rast, znatno poboljšanje fiskalne pozicije, približavanje životnog standarda prosjeku Europske unije, političku stabilnost te institucionalni napredak u raznim područjima. Zahvaljujući navedenim činiteljima Hrvatska se pridružila skupini zemalja s višom srednjom razinom investicijskog rejtinga, što podrazumijeva snažnu sposobnost ispunjavanja financijskih obveza, ali ipak uz određenu osjetljivost na nepovoljne ekonomske uvjete i promjene okolnosti.² Posljednji krug povećanja kreditnog rejtinga tako se nadovezuje na poboljšanje koje je bilo vezanu uz službenu odluku o uvođenju eura, što je podrazumijevalo eliminaciju valutnog rizika, veći kredibilitet ekonomskih politika i institucionalni napredak zbog provedenih reforma na koje se Hrvatska obvezala ulaskom u ERM II (tzv. čekaonicu za ulazak u euro) te veću financijsku sigurnost zbog mogućnosti pristupa europskom stabilizacijskom mehanizmu.³

2 Za detaljna objašnjenja pojedinih razreda pogledati Standar&Poors (2024.): Guide to Credit Rating Essentials, What are credit ratings and how do they work?, dostupno na: https://www.spglobal.com/ratings/_division-assets/pdfs/guide-to-credit-rating-essentials.pdf.

3 Europski stabilizacijski mehanizam (ESM) dio je strategije EU-a za osiguravanje financijske stabilnosti u europodručju. Pruža financijsku pomoć zemljama europodručja koje imaju financijske poteškoće ili kojima one prijete. Za detalje pogledati <https://www.consilium.europa.eu/hr/policies/financial-assistance-eurozone-members/>.

Odluke agencija nisu iznenadile jer razlika prinosa u odnosu na referentne obveznice Njemačke upućuje na to da investitori hrvatske obveznice tretiraju kao da su u razredu A već dulje vrijeme (Slika 1.). Općenito, financijska tržišta brzo reagiraju na informacije za koje procjenjuju da mogu utjecati na sposobnost urednog servisiranja duga, što uključuje reakcije na cikličke činitelje. S druge strane, agencije za dodjelu kreditnog rejtinga odluke temelje na dugoročnijim trendovima, rjeđe mijenjaju rejting i odluke o promjeni rejtinga donose s vremenskim odmakom, kada niz pokazatelja ojača pouzdanje u određenu ocjenu. Tehničkim rječnikom može se reći da su ocjene rizika tržišta usredotočene na trenutak (engl. *point in time*, PIT), dok agencije nastoje donositi odluke “gledajući kroz ciklus” (engl. *through-the-cycle*, TTC).⁴ Zato se često događa da tržišta ocjenu solventnosti zemlje promijene puno prije agencija te se takvi “tržišni rejtingi” često mogu razlikovati od ocjena koje dodjeljuju agencije.

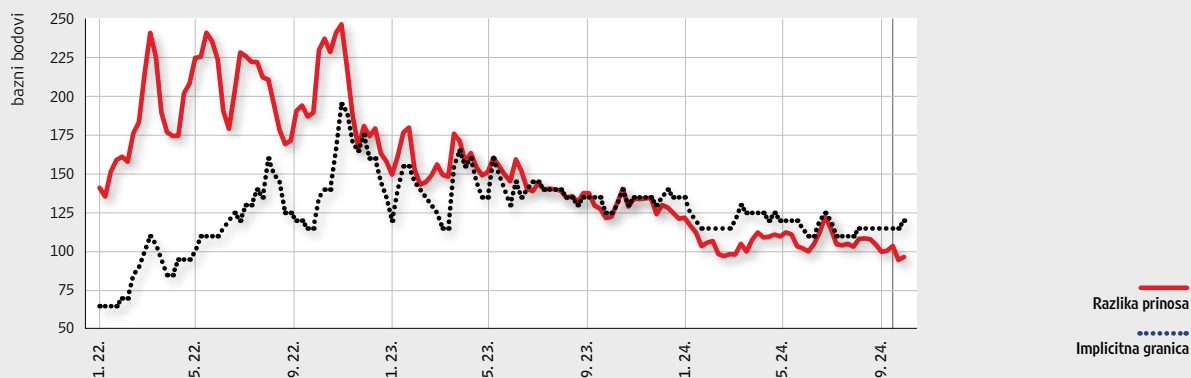
Kako bi se točno ocijenio trenutak kada su tržišta počela hrvatske obveznice vrednovati kao obveznice izdavatelja iz razreda A, identificirana je implicitna razlika prinosa koja razdvaja skupine zemalja u razredima A i B na način da se minimizira razlika između rangiranja prema rejtingu i stvarnih tržišnih razlika tržišnih prinosa (kako je opisana u radu Kunovca i Ravnika, 2017., koji se temelji na pristupu Berger i dr., 2002. te Kou i Varotto, 2005.).⁵ Drugim riječima, metoda ispituje različite vrijednosti razlike prinosa koji čine granicu između te dvije kategorije kreditnog rejtinga i za svaku potencijalnu granicu provjerava mjeru u kojoj usklađuje kreditni rejting i tržišnu percepciju solventnosti promatranih zemalja.⁶

4 Complementing Agency Credit Ratings with MIR (Market Implied Ratings), Moody's Analytics, dostupno na: https://www.moody's.com/sites/products/ProductAttachments/Complementing_Ratings_with_MIR.pdf

5 Kunovac, D. i Ravnik, R. (2017.): *Are sovereign credit ratings overrated?*, Comparative Economic Studies, 59(2), 210 – 242.; Breger, L. L., Goldberg, L. R. i Cheyette, O. (2003.): *Market implied ratings*, Risk Magazine; Kou, J. i Varotto, S. (2004.): *Predicting agency rating migrations with spread implied ratings*, Available at SSRN 676095

6 Formalnije, minimizira se sljedeća funkcija: $P(g) = \frac{1}{m} \sum_{i=1}^m \max(S_{i,R1} - g, 0) + \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n \max(g - S_{j,R2}, 0)$ gdje g predstavlja implicitnu granicu, $S_{i,R1}$ raspon i -te zemlje s rejtingom $R1$ (viši razred), $S_{j,R2}$ raspon j -te zemlje s rejtingom $R2$ (razred koji je niži od $R1$), m je broj zemalja koje su imale rejting $R1$ u promatranom razdoblju, dok je n broj zemalja koje su imale rejting $R2$ u promatranom razdoblju. Jednadžba jasno pokazuje da će se ukupna vrijednost funkcije povećati zbog povećanja u prvom dijelu, kada je odabrani g ispod optimalne razine. S druge strane, ukupna će se vrijednost funkcije povećati zbog povećanja u drugom dijelu, kada je g iznad optimalne razine. Na taj način metoda dolazi do granice koja razdvaja dvije kategorije kreditnog rejtinga, usklađujući ih s tržišnim podacima.

Slika 1. Tržišno implicirana granica između nižega srednjeg te višega srednjeg kreditnog rejtinga i stvarna razlika prinosa na hrvatske obveznice u odnosu na njemačku desetogodišnju obveznicu



Napomena: Crna isprekidana linija prikazuje implicitnu granicu između razlike prinosa zemalja s nižim srednjim (BBB–, BBB, BBB+) i višim srednjim kreditnim rejtingom (–A, A, A+). Vertikalna linija prikazuje trenutak u kojem je prva agencija za dodjelu kreditnog rejtinga svrstala Hrvatsku u razred A– (16. rujna 2024.). Razlika prinosa izračunata je kao razlika prinosa na 10-godišnju državnu obveznicu određene zemlje nominiranu u euro u odnosu na prinos 10-godišnje njemačke obveznice. Zemlja se svrstava u određeni investicijski razred ako je prema ocjenama barem dviju od tri agencije (S&P, Moody's, Fitch) svrstana u isti razred. Prema spomenutom kriteriju u viši srednji kreditni razred kreditnog rejtinga spadaju Slovačka, Litva, Latvija, Španjolska te Portugal od studenoga 2023., a u niži srednji razred spadaju Rumunjska, Mađarska, Italija, Cipar i Portugal do studenoga 2023. Analiza je provedena samo na uzorku europskih zemalja.

Izvori: izračun HNB-a; Bloomberg

Slika 1. prikazuje kako se razlika prinosa između Hrvatske i implicitne granice znatno smanjila još uoči ulaska u europodručje koji je aktivirao učinak tzv. “europremije”⁷, kada su tržišta Hrvatsku zapravo smjestila na samu granicu između razreda A i B. Približavanje razlike prinosa razinama koje su imale obveznice zemalja svrstanih u razred A upućuje na mogućnost da su financijska tržišta još tada Hrvatsku implicitno promatrala kao članicu razreda A, a kontinuitet povoljnih makroekonomskih, fiskalnih i institucionalnih kretanja vrlo je brzo dodatno učvrstio takvu ocjenu. Također, zanimljivo je uočiti da zbivanja u ovoj godini, uključujući i službenu promjenu rejtinga svih agencija u razred A, nisu znatnije utjecala na implicitnu poziciju Hrvatske.

Iako agencije za dodjelu kreditnog rejtinga imaju važnu ulogu na financijskom tržištu, potrebno je imati na umu da su za kretanje troškova zaduživanja i percepciju rizičnosti ulaganja naposljetku ključni fundamenti koje investitori prate aktivnije i ažurnije od samih agencija. Tako su ulazak u europodručje i povoljna kretanja u očima investitora rejting hrvatskih državnih obveznica smjestila u razred A još krajem 2022. godine, znatno prije nego što su to službeno učinile vodeće agencije za dodjelu kreditnog rejtinga.

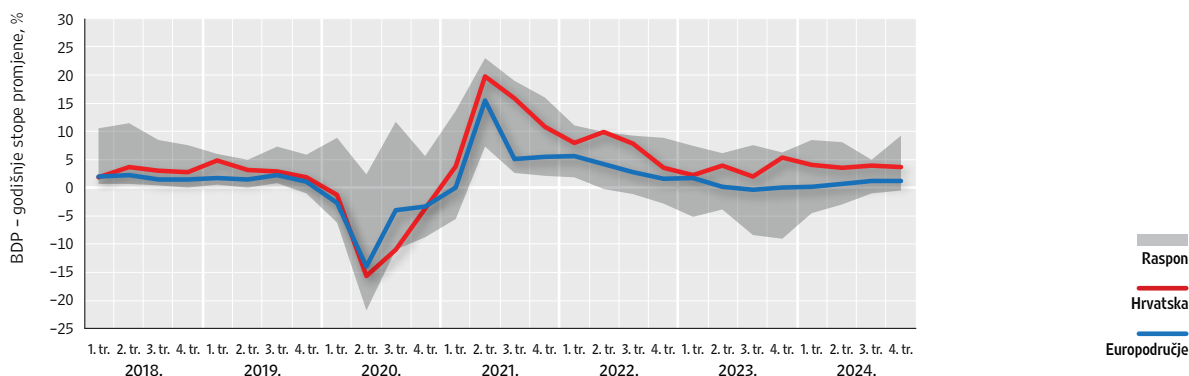
⁷ Za detalje pogledati Zrnc, J. (2022.): Skorašnje usvajanje eura već je povoljno utjecalo na troškove zaduživanja Hrvatske, dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/skorasnje-usvajanje-eura-vec-je-povoljno-utjecalo-na-troskove-zaduzivanja-hrvatske>.

2. Hrvatsko gospodarstvo

2.1. Realna kretanja

Snažan gospodarski rast u Hrvatskoj nastavio se i u 2024. godini, pri čemu je ojačao u odnosu na godinu prije, unatoč i nadalje razmjerno slaboj vanjskoj potražnji, odgođenim učincima pooštrevanja monetarne politike na uvjete financiranja te izraženim geopolitičkim napetostima. Rast je hrvatskoga gospodarstva tako i tijekom 2024. nastavio znatno nadmašivati prosjek europodručja i Europske unije, pri čemu se BDP po stanovniku (prema standardu kupovne moći) povećao na 77% prosjeka EU-a, sa 76% koliko je iznosio u 2023. godini. Jačanje gospodarske aktivnosti, slično kao i u prethodnoj godini, ponajprije odražava snažnu domaću potražnju, zbog čega se i rast zaposlenosti i realnih plaća ubrzao. Pritom se snažna potražnja za radnom snagom velikim dijelom zadovoljila povećanim uvozom stranih radnika te aktivacijom dijela umirovljenika. Na daljnji rast domaće potražnje utjecala je i vrlo ekspanzivna fiskalna politika, kao i intenziviranje investicijske aktivnosti privatnog sektora. Prvu je polovinu godine obilježio relativno snažan rast gospodarske aktivnosti, no nešto lošija ostvarenja u turizmu tijekom vrhunca glavne turističke sezone i usporavanje rasta investicija pridonijeli su usporavanju rasta tijekom ljetnih mjeseci. Krajem prošle godine gospodarska je aktivnost ponovno oživjela, osobito zbog porasta domaće potražnje, ali i robnog izvoza te se na razini cijele 2024. realni BDP povećao za visokih 3,9%.

Slika 2.1.1. Kretanje gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj i europodručju



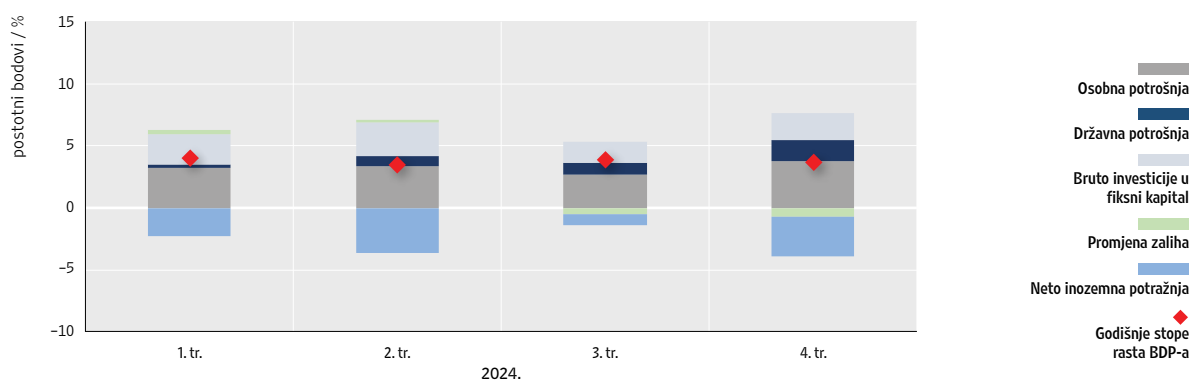
Napomena: Slika prikazuje raspon ostvarenja rasta realnog BDP-a pojedinih zemalja članica europodručja.

Izvori: DZS; Eurostat

Rastu realnog BDP-a u 2024. najviše je pridonijela osobna potrošnja zbog rasta realnoga raspoloživog dohotka kućanstava i snažnoga potrošačkog optimizma. Pritom se ubrzao rast broja zaposlenih i rast realnih plaća, čemu je uvelike pridonijelo povećanje plaća u javnom sektoru. Osim toga, visok doprinos rastu dale su i državna potrošnja te bruto investicije u fiksni kapital. Investicije su tako i treću godinu zaredom nastavile rasti po gotovo dvoznamenkastoj stopi, osobito pod utjecajem investicijske aktivnosti privatnog sektora. Osim domaće potražnje, povećan je i izvoz roba, nakon pada godinu prije, čiji je pozitivan doprinos uvelike poništen padom izvoza usluga. Pad izvoza usluga uglavnom je posljedica pada realnih prihoda od turizma, što bi se moglo povezati s pogoršanjem cjenovne konkurentnosti hrvatskog turizma u protekle dvije godine, i to u uvjetima razmjerno slabe gospodarske aktivnosti u glavnim emitivnim tržištima. Djelomično je to rezultat

i održavanja velikih sportskih događaja u Europi, poput Olimpijskih igara u Parizu i Europskoga nogometnog prvenstva u Njemačkoj, u glavnom dijelu turističke sezone. Povećala se potrošnja rezidenata na usluge u inozemstvu, što je zajedno s višim robnim uvozom dovelo do visokoga negativnog doprinosa neto izvoza rastu realnog BDP-a.

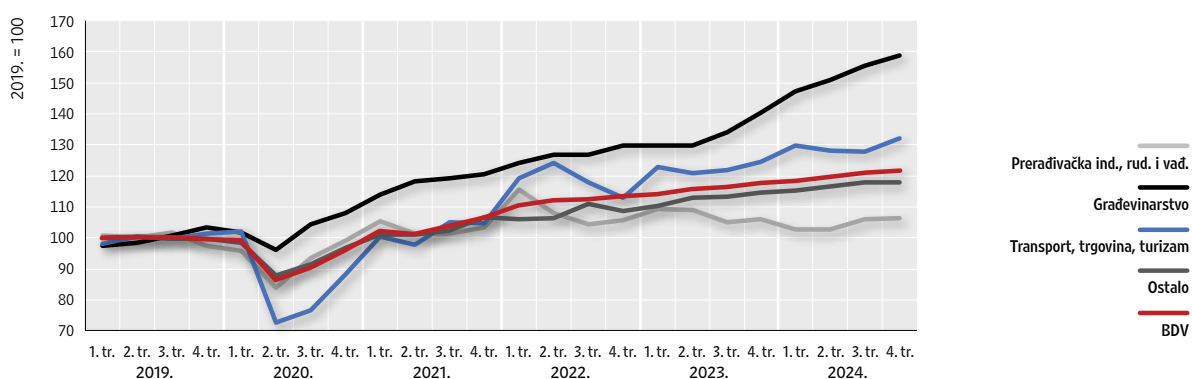
Slika 2.1.2. Doprinosi promjeni realne gospodarske aktivnosti



Izvor: DZS

Ako se promatra kretanje gospodarske aktivnosti prema glavnim djelatnostima, uočava se rast građevinske aktivnosti i uslužnog sektora, ali i djelatnosti povezanih s trgovinom, tržištem nekretnina te informacijskim i komunikacijskim aktivnostima. Ekspanzivna fiskalna politika utjecala je na rast doprinosa javnih usluga. Blago se povećala i poljoprivredna proizvodnja, dok se prerađivačka industrija nastavila smanjivati.

Slika 2.1.3. Bruto dodana vrijednost u Hrvatskoj po djelatnostima



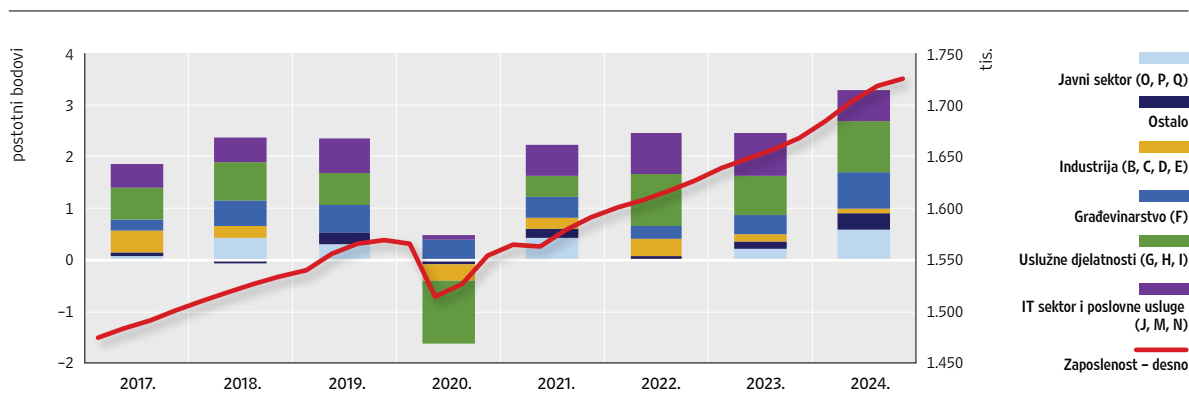
Izvor: DZS

2.2. Tržište rada

Tijekom 2024. godine tržište rada obilježili su izražen rast zaposlenosti i plaća te pad nezaposlenosti. Prema podacima HZMO-a zaposlenost je u 2024. porasla za 3,3%, nakon 2,5% u 2022.; tomu su ponajviše doprinijele uslužne djelatnosti i građevinarstvo. Pritom je u uslužnim djelatnostima rast bio razmjerno široko rasprostranjen, uključujući i opću državu, dok je zaposlenost smanjena

jedino u financijskim djelatnostima i djelatnosti osiguranja. Nezaposlenost se nastavila smanjivati i tijekom 2024. te se prosječna administrativna stopa nezaposlenosti spustila na 5,3% radne snage (sa 6,1% u 2023.). U istom je razdoblju prosječna anketna stopa nezaposlenosti iznosila 5,1% i bila za oko jedan postotni bod manja u odnosu na 2023. godinu. Potrebe poslodavaca za zapošljavanjem velikim su se dijelom osigurale i pojačanim zapošljavanjem radnika iz trećih zemalja (izvan EU-a) te umirovljenika. Izražena potražnja za radom u uvjetima niske nezaposlenosti utjecala je na nastavak rasta plaća tijekom 2024. godine, čemu je znatno pridonio i porast plaća u javnom sektoru nakon reforme sustava određivanja plaća. Rast plaća u prošloj je godini odražavao i povećanje minimalne plaće. Stoga je u 2024. prosječna nominalna bruto i neto plaća ponovno povećana za oko 15%, uz izraženiji rast plaća u javnom sektoru negoli u ostatku gospodarstva. Istodobno se rast realnih neto plaća intenzivirao, s oko 4% na više od 11%, zbog pada inflacije.

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)

2.3. Cjenovna kretanja

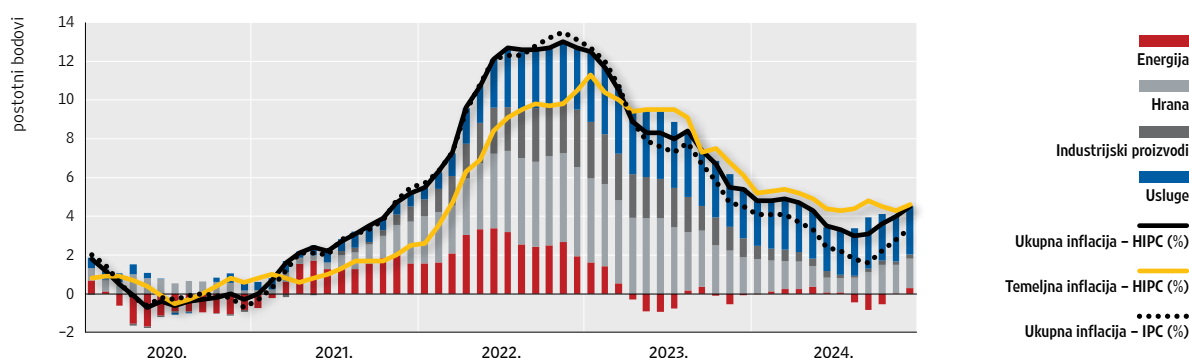
Inflacija u Hrvatskoj nastavila se u 2024. primjetno usporavati. Prosječna godišnja stopa inflacije mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) više se nego prepolovila u odnosu na prethodnu godinu (na 4,0%, s 8,4%), a prema nacionalnom pokazatelju inflacije (IPC) smanjenje je bilo još izraženije (s 8,0% u 2023. na 3,0% u 2024. godini). Viša inflacija prema harmoniziranom pokazatelju u odnosu na nacionalni pokazatelj proizlazi iz šireg obuhvata potrošača za izračun harmoniziranog pokazatelja, koji obuhvaća i potrošnju stranih turista, dok IPC obuhvaća samo potrošnju domaćih kućanstava te IPC stoga bolje odražava rast cijena za hrvatske građane. Najveći doprinos razlici između inflacije mjerene HIPC-om i IPC-om daju cijene usluga, posebno onih povezanih s turizmom, koje imaju veći udjel u potrošačkoj košarici za izračun HIPC-a⁸. Na usporavanje inflacije u 2024. djelovala je i dalje restriktivna monetarna politika, kao i slabiji uvozni inflatorni pritisci nakon stabilizacije globalnih opskrbnih lanaca i smanjenja cijena

⁸ Detaljnije o metodološkim razlikama između izračuna harmoniziranoga i nacionalnog indeksa potrošačkih cijena u Hrvatskoj pogledati u Okviru 2. Usporedba nacionalnoga i harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena, *Makroekonomska kretanja i prognoze, br. 12, Hrvatska narodna banka, srpanj 2022.*

energenata na svjetskom tržištu. Za razliku od toga, domaći su inflatorni pritisci ostali izraženi zbog snažnoga gospodarskog rasta u Hrvatskoj, nedostatka radnika i snažnog rasta plaća. Stoga se, unatoč usporavanju, inflacija zadržala na još uvijek povišenoj razini u usporedbi s prosjekom europodručja, gdje su gospodarska kretanja bila razmjerno slaba. Nepovoljni bazni učinci, kao i jačanje tekućih pritisaka (uključujući poskupljenje naftnih derivata na domaćem tržištu i odmrzavanja cijena struje, plina i toplinske energije) pridonijeli su ponovnom ubrzavanju inflacije krajem godine.

Slika 2.3.1. Pokazatelji inflacije u Hrvatskoj

doprinosi komponentata



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

Što se tiče kretanja cijena glavnih komponentata inflacije, najveći je doprinos usporavanju ukupne inflacije u 2024. dala niža temeljna inflacija. Temeljna se inflacija (mjerena HIPC-om koji ne uključuje cijene energije i hrane) usporila s 8,8% u 2023. na 4,8% u 2024. godini, pri čemu se osobito usporio rast cijena industrijskih proizvoda (sa 7,2% na 1,3%). Inflacija cijena industrijskih proizvoda spustila se u drugoj polovini 2024. ispod dugoročne prosječne vrijednosti iz razdoblja prije pandemije, zbog popuštanja uvoznih inflatornih pritisaka i primjetnog usporavanja rasta proizvođačkih cijena. Nasuprot tome, usporavanje inflacije cijena usluga bilo je puno slabije (s 10,1% u 2023. na 7,6% u 2024.) iz više razloga. Snažan rast potražnje, dodatno potaknute ekspanzivnom fiskalnom politikom, i nedostatak radnika uz visoki nominalni rast plaća stvarali su pritiske na rast cijena usluga, u kojima trošak rada uglavnom čini znatan dio ukupnih troškova. Povišena inflacija cijena usluga uvelike odražava rast cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja, koje već nekoliko godina rastu brže nego u konkurentskim zemljama. Taj porast cijena nepovoljno je utjecao na cjenovnu konkurentnost turističkog sektora, a onda i na potražnju za turističkim slugama. Inflacija cijena usluga, napose vezanih uz turizam, u takvom je okružju ostala povišena te je najviše pridonosila ukupnoj inflaciji.

U nešto manjoj mjeri od temeljne inflacije, usporavanju ukupne inflacije u 2024. pridonijelo je i daljnje usporavanje inflacije cijena hrane, na 4,4% s 11,5% u 2023. godini. Inflacija cijena hrane znatno se usporila u drugoj polovini 2023. i u prvoj polovini 2024. Rezultat je to pojeftinjenja energenata te prehrambenih i drugih sirovina na svjetskom tržištu u odnosu na vrhunce zabilježene tijekom 2022. S odgodom to se pojeftinjenje prelilo na usporavanje rasta proizvođačkih cijena u

prehrambenoj industriji i zatim na smanjenje inflacije cijena hrane za potrošače. Ipak, u drugoj se polovini 2024. inflacija cijena hrane ubrzala, što je djelomično bilo posljedica nepovoljnih baznih učinaka (izraženoga mjesečnog pojeftinjenja hrane u rujnu i listopadu 2023.), a djelomično jačanja tekućih inflatornih pritisaka nakon sušne ljetne sezone i recentnog poskupljenja određenih sirovina, napose kave, šećera i kakaa na svjetskom tržištu. Prosječna godišnja stopa inflacije cijena energije zadržala se u 2024. na vrlo niskoj razini (smanjila se s 0% u 2023. na -0,3% u 2024. godini). No, inflacija cijena energije znatno se ubrzala potkraj godine zbog poskupljenja naftnih derivata i prvog dijela rasta administrativno reguliranih cijena struje, plina i toplinske energije. Ipak, ubrzanje inflacije krajem 2024. bilo je tek privremeno te se u narednim mjesecima nastavio trend njezina usporavanja.

Inflacija u Hrvatskoj bila je u 2024. viša od prosjeka europodručja, što je ponajprije odraz snažnijega gospodarskog rasta u odnosu na druge članice europodručje i konvergencije cijena.

OKVIR 2.

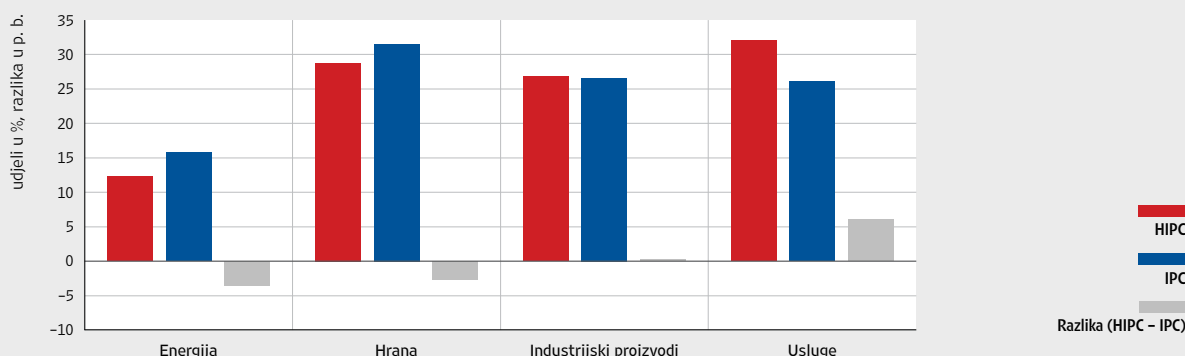
Zašto se povećala razlika između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije?

Za Republiku Hrvatsku se redovno izračunavaju i objavljuju dva službena pokazatelja inflacije – nacionalni indeks potrošačkih cijena (IPC) i harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HIPC). Njihov se izračun temelji na gotovo identičnoj metodologiji, a razlike među njima uvažavaju potrebe različitih skupina korisnika i različite svrhe primjene mjere inflacije. IPC odražava kretanja cijena s kojima se u Republici Hrvatskoj suočavaju domaći rezidenti, dok HIPC pokazuje kretanje cijena s kojim se u Republici Hrvatskoj susreću ne samo domaći nego i inozemni potrošači. Razlike između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije obično su relativno male, ali su se od sredine 2023. primjetno povećale te je u rujnu 2024. razlika između ta dva pokazatelja inflacije bila najviša dosad. Višoj inflaciji mjerenoj harmoniziranim u odnosu na onu mjerenu nacionalnim pokazateljem inflacije u najvećoj mjeri pridonosi snažan porast cijena usluga, i to ugostiteljskih i usluga smještaja, koje su znatno zastupljenije u potrošačkoj košarici za izračun harmoniziranog pokazatelja zbog toga što ona obuhvaća i potrošnju stranih turista. S očekivanim usporavanjem inflacije cijena usluga može se očekivati i postupno smanjivanje razlike između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije.

Za Republiku Hrvatsku se redovno izračunavaju i objavljuju dva službena pokazatelja inflacije – nacionalni indeks potrošačkih cijena (IPC) i harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HIPC). Njihov se izračun temelji na gotovo identičnoj metodologiji, a razlike među njima uvažavaju potrebe različitih skupina korisnika i različite svrhe primjene mjere inflacije. IPC odražava kretanja cijena s kojima se u Republici Hrvatskoj suočavaju domaći rezidenti, dok HIPC pokazuje kretanje cijena s kojim se u Republici Hrvatskoj susreću ne samo domaći nego i inozemni potrošači. HIPC je ključna stopa inflacije u odnosu na koju je definiran i inflacijski cilj Europske središnje banke i s pomoću koje se ocjenjuje stupanj ostvarivanja stabilnosti cijena u europodručju, a rabi se i za usporedbu inflacije među članicama Europske unije. Hrvatska narodna banka je stoga uočila pristupanja europodručju fokus analiza i projekcija usmjerila na HIPC. HNB-ove projekcije HIPC-a za Hrvatsku tako čine integralni element projekcija eurosustava za cjelokupno europodručje. S druge strane, IPC središnjoj je banci važan u kontekstu praćenja inflacijskih pritisaka s kojima se suočavaju hrvatski građani. Osim toga, IPC se i nadalje rabi za specifične namjene, npr. indeksiranje mirovina i usklađivanje cijena pojedine robe i usluga, kao što su telekomunikacijske usluge, s godišnjom stopom inflacije. Također, IPC se i nadalje koristi za deflacioniranje statističkih serija, primjerice za izračun realnih plaća ili deflacioniranje pojedinih kategorija nacionalnih računa, kao što je raspoloživi dohodak kućanstava. Oba pokazatelja, HIPC i IPC, računaju se na osnovi iste košarice dobara i usluga, a metodologija njihova izračuna u velikoj se mjeri podudara jer DZS pri izračunu IPC-a prati Eurostatove smjernice za izradu HIPC-a. Glavna razlika odnosi se na različiti obuhvat populacije pri izračunu strukture potrošačke košarice, odnosno udjela pojedinih komponenata. Tako IPC obuhvaća potrošnju domaćih privatnih kućanstava, a HIPC usto obuhvaća i potrošnju nerezidenata (uglavnom stranih turista) te potrošnju institucionalnih kućanstava

(koja obuhvaćaju osobe o čijem smještaju i prehrani skrbi neka ustanova, poput umirovljeničkih domova i sl.). To rezultira različitim udjelima pojedinih komponenata u košarici za izračun ukupnog HIPC-a odnosno IPC-a, zbog čega se te dvije mjere inflacije povremeno razlikuju. Tako je udio usluga, na koje mnogo troše turisti, u potrošačkoj košarici za izračun HIPC-a načelno znatno viši u odnosu na IPC, dok je udio hrane i energije niži nego u IPC-u. Udio industrijskih proizvoda podjednak je u košaricama koje se rabe za izračun obaju indeksa (**Slika 1.**).

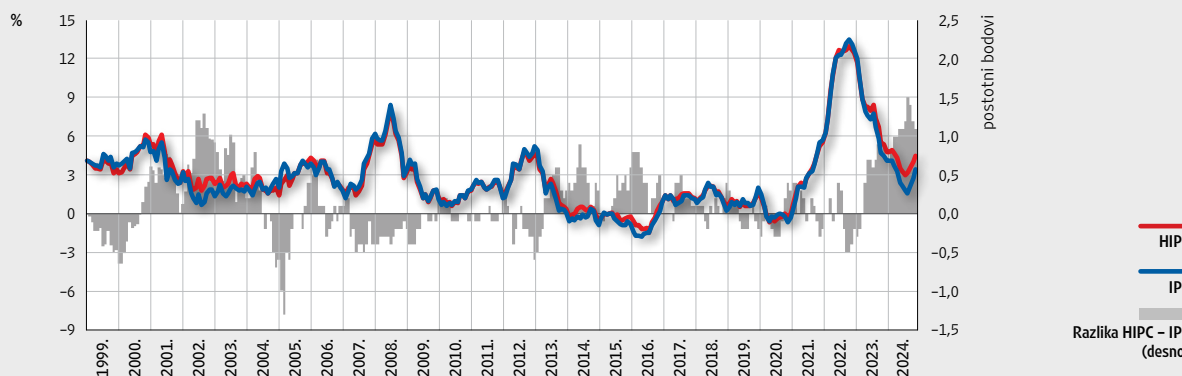
Slika 1. Struktura košarice dobara i usluga u harmoniziranom i nacionalnom pokazatelju inflacije u 2024. godini



Napomena: Slika prikazuje udjele glavnih komponenata u ukupnom harmoniziranom i nacionalnom indeksu potrošačkih cijena. Hrana uključuje pića i duhan, a industrijski su proizvodi bez energije.

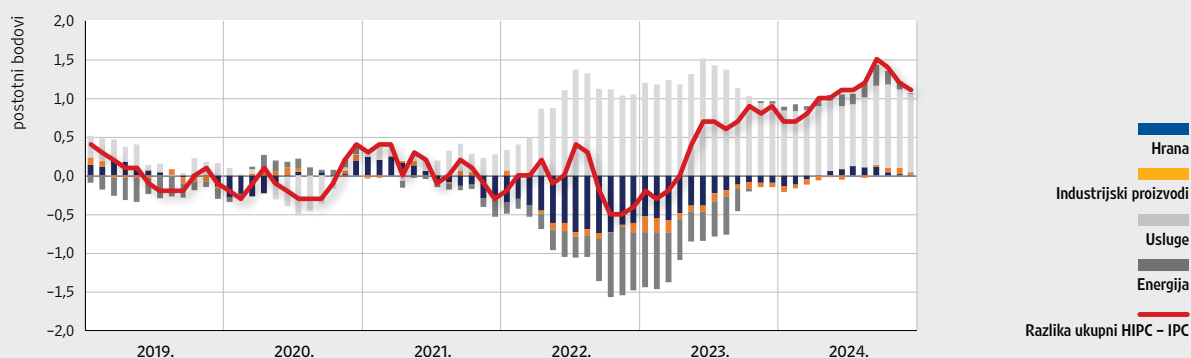
Izvori: DZS; Eurostat; izračun HNB-a

Razlike između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije obično su relativno male, posebice promatraju li se ostvarenja na razini cijele godine, ali su se od sredine 2023. primjetno povećale. U razdoblju od siječnja 1999. do prosinca 2023. razlika između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja ukupne inflacije kretala se u rasponu između -1,3 i +1,3 postotna boda, pri čemu je prosječna (apsolutna) razlika iznosila 0,3 postotna boda, s time da su najveće pozitivne razlike ostvarene u 2002. godini. U rujnu 2024. harmonizirani pokazatelj bio je veći od nacionalnog pokazatelja za 1,5 postotnih bodova, što je bila najveća dosad zabilježena razlika (**Slika 2.**). Do kraja godine ta se razlika smanjila (na 1,1 postotni bod), pri čemu je inflacija iznosila 4,5% promatra li se HIPC odnosno 3,4% promatra li se IPC. Razlike između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije malo su manje promatraju li se podaci na razini cijele godine. Tako se u razdoblju od 1999. do 2023. razlika između prosječne godišnje stope inflacije mjerene harmoniziranim odnosno nacionalnim pokazateljem kretala u rasponu između -0,3 i +0,8 postotnih bodova, s malo većim brojem godina u kojima je harmonizirani pokazatelj nadmašio nacionalni pokazatelj. Pritom je prosječna (apsolutna) razlika između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije iznosila 0,2 postotna boda. U 2024. prosječna godišnja stopa inflacije iznosila je 4,0% mjereno HIPC-om odnosno 3,0% mjereno IPC-om, a razlika među tim stopama od jednoga postotnog boda najveća je dosad.

Slika 2. Godišnja stopa inflacije prema harmoniziranom i nacionalnom pokazatelju

Izvori: DZS; Eurostat; izračun HNB-a

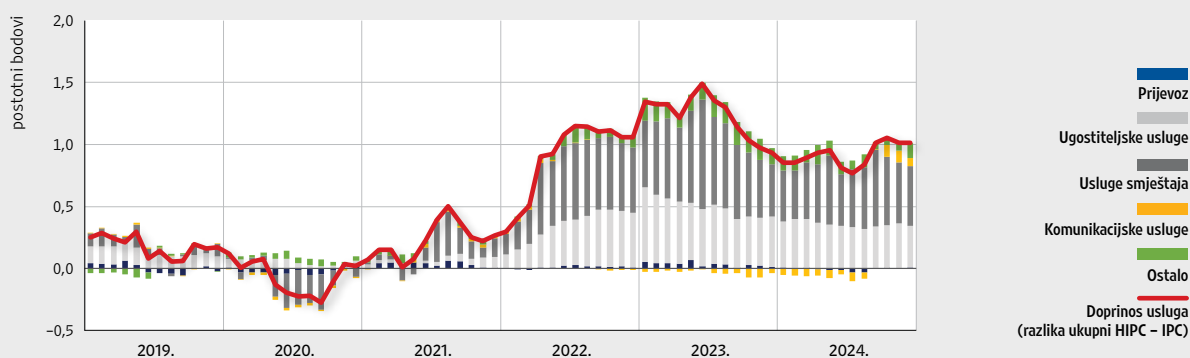
Neuobičajeno velika razlika između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja odražava veću važnost usluga u potrošačkoj košarici koja se rabi za izračun HIPC-a, i to osobito usluga povezanih s turizmom (**Slika 4.**), kojima su cijene rasle znatno snažnije od ostalih komponenata košarice. Tako je udio usluga, a napose usluga smještaja i ugostiteljskih usluga, u ukupnom HIPC-u znatno viši nego u IPC-u, jer obuhvaća i potrošnju nerezidenata za spomenute usluge u Hrvatskoj. Stoga je u prosincu 2024. inflacija cijena usluga prema harmoniziranom pokazatelju iznosila 7,7%, dok je prema nacionalnom pokazatelju bila osjetno niža (5,6%), pa je i doprinos cijena usluga ukupnoj inflaciji prema HIPC-u za cijeli postotni bod nadmašio njihov doprinos IPC-u (2,5 u odnosu na 1,5 postotnih bodova). Za razliku od usluga, doprinos cijena energije, hrane i industrijskih proizvoda HIPC-u u prosincu 2024. bio je podjednak doprinosu IPC-u (**Slika 3.**). Cijene usluga snažno rastu još od drugog tromjesečja 2022., u uvjetima oporavka domaće i inozemne potražnje za turističkim uslugama nakon ukidanja epidemioloških mjera i izraženog rasta plaća. Rastući doprinos usluga razlici između ukupnog HIPC-a i IPC-a do sredine 2023. uvelike je poništavao negativan doprinos energije i hrane, pa razlika između HIPC-a i IPC-a tek od lipnja 2023. počinje premašivati 0,5 postotnih bodova.

Slika 3. Razlika između doprinosa glavnih komponenata ukupnom HIPC-u i IPC-u

Napomena: Pozitivna (negativna) vrijednost označuje veći (manji) doprinos inflacije cijena određene komponente ukupnoj inflaciji mjerenoj HIPC-om nego inflaciji mjerenoj IPC-om.

Izvori: DZS; Eurostat; izračun HNB-a

Slika 4. Razlika između doprinosa glavnih potkomponenta usluga ukupnom HIPC-u i IPC-u

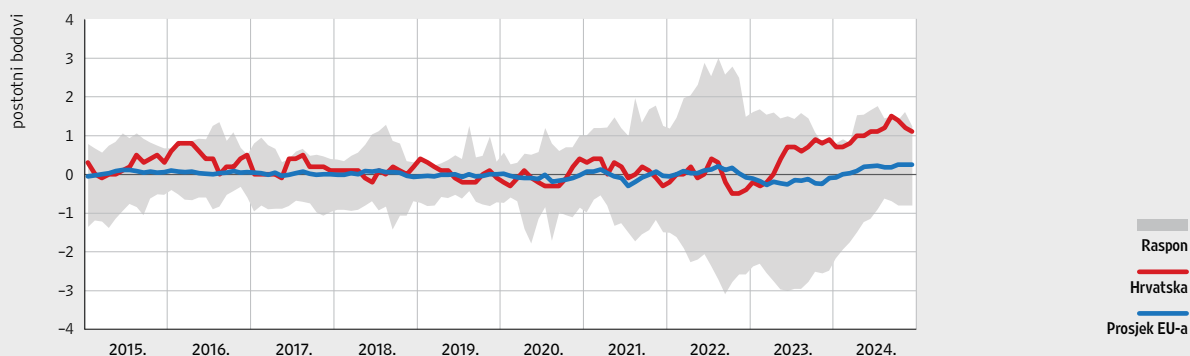


Napomena: Pozitivna (negativna) vrijednost označuje veći (manji) doprinos inflacije cijena određene potkomponente usluga ukupnoj inflaciji mjerenoj HIPC-om nego inflaciji mjerenoj IPC-om.

Izvori: DZS; Eurostat; izračun HNB-a

Naposljetku, razlike između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije uobičajene su i među drugim zemljama Europske unije (EU), pa u tom smislu Hrvatska nije iznimka. Osim (ne)uključivanja potrošnje nerezidenata i institucionalnih kućanstava, razlike između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije u znatnoj mjeri mogu proizaći i iz tretmana troškova povezanih sa stjecanjem i vlasništvom stambenih nekretnina. Tako harmonizirani pokazatelj inflacije još uvijek ne obuhvaća sve troškove stanovanja s kojima se kućanstva susreću, točnije ne obuhvaća sve troškove stambenih nekretnina u vlasništvu stanara (engl. *owner occupied housing, OOH*)⁹, dok su ti troškovi u pojedinim zemljama EU-a uključeni u nacionalni pokazatelj inflacije. U posljednje tri godine razlike između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije u većini su se članica EU-a povećale, pa je u pojedinim članicama EU-a ostvarena i viša razlika, pozitivna ili negativna, od trenutačne u Hrvatskoj (Slika 5.). Popuštanje tekućih inflacijskih pritisaka u uslužnom sektoru i očekivano usporavanje inflacije cijena usluga trebalo bi ponovno približiti tu razliku u Hrvatskoj povijesnim prosjecima.

Slika 5. Razlika između harmoniziranoga i nacionalnog pokazatelja inflacije



Izvori: OECD i nacionalni statistički uredi (za nacionalne pokazatelje); Eurostat (za harmonizirane pokazatelje); izračun HNB-a

9 HIPC zasad obuhvaća izdatke vlasnika za održavanje i manje popravke te druge tekuće troškove (kao što su voda, struja, plin i osiguranje stana), a ne uključuje ni iznose koje su vlasnici platili za kupnju svoga stambenog prostora ni sve troškove vezane uz potrošnju stambenih usluga (primjerice troškove većih radova ili imputiranu rentu, tj. procijenjenu najamninu koju bi vlasnik nekretnine plaćao kada bi unajmljivao vlastiti stambeni prostor). Detaljnije vidjeti u: Eiglsperger i dr. (2024.), *Owner-occupied housing and inflation measurement*, ECB Statistics Paper Series, No. 47, revised June 2024.

OKVIR 3.

Razine cijena i ulazak u europodručje: pouke iz analize cijena u maloprodajnom lancu

Kako se kretala razina cijena u Hrvatskoj u usporedbi s drugim europskim zemljama te je li ulazak Hrvatske u europodručje utjecao na relativnu razinu cijena, pitanja su koja zakupljaju pozornost domaće stručne i šire javnosti. Cilj je ove analize pružiti nove uvide o toj temi usporedbom cijena više tisuća artikala iz asortimana DM-a (Drogerie Markt) u Hrvatskoj, Austriji, Italiji i Sloveniji, promatranih u tri vremenske točke: rujnu 2022., rujnu 2023. i listopadu 2024. Rezultati pokazuju da su razlike u cijenama identičnih proizvoda između DM-ovih trgovina u Hrvatskoj i inozemstvu sve manje, dok udio proizvoda s identičnim cijenama, premda još uvijek nizak, postupno raste. Primjerice, hrvatski je DM 2022. godine prosječno bio za 4,4% skuplji od austrijskog, dok je 2024. bio za 1,6% jeftiniji. Usporedba s talijanskim DM-om pokazuje da je hrvatski DM bio za 8,4% povoljniji 2022., dok je 2024. bio povoljniji za 7%. U odnosu na slovenski DM, 2022. hrvatski DM bio je za 4,3% jeftiniji, a 2024. za 2,4% jeftiniji. Ovo usklađivanje cijena nije specifično samo za Hrvatsku; slični trendovi primjetljivi su i među zemljama koje su bile dio europodručja tijekom cijeloga promatranog razdoblja, što upućuje na postojanje određenog pritiska na usklađivanje cijena unutar europodručja. Ipak, analiza ima svoja ograničenja. Zaključci se ne mogu generalizirati na cijelo gospodarstvo niti pružiti sveobuhvatan uvid u širu konvergenciju razina cijena tijekom ulaska Hrvatske u europodručje jer je analiza fokusirana na uski dio potrošačke košarice, ograničena na određene zemlje i temelji se na podacima prikupljenima u tri vremenske točke. Buduće analize mogle bi uključiti širi spektar proizvoda i dodatne činitelje koji utječu na usklađivanje cijena, kako bi se dobila cjelovitija slika ovog procesa.

Usporedbe razine cijena u Hrvatskoj s drugim europskim zemljama sve su češće u javnosti, pogotovo nakon ulaska Hrvatske u europodručje, ponajviše zbog direktne usporedivosti cijena istih artikala. Hrvatska narodna banka sredinom studenoga 2024. objavila je analizu na HNBlogu "Jesu li cijene u Hrvatskoj zaista više nego u razvijenijim zemljama? Detaljniji pogled na cijene u maloprodajnom lancu"¹⁰, u kojoj se zaključuje kako su krajem listopada 2024. cijene istih proizvoda u DM-u u Hrvatskoj bile skuplje za 16% nego u Njemačkoj, no 7%, 1,6% i 2,4% jeftinije nego u Italiji, Austriji i Sloveniji. Ipak, spomenuta analiza obuhvaća usporedbu cijena u samo jednom trenutku u vremenu. Pitanje koje je ostalo neodgovoreno jest kako je ulazak Hrvatske u europodručje utjecao na kretanje razine cijena.

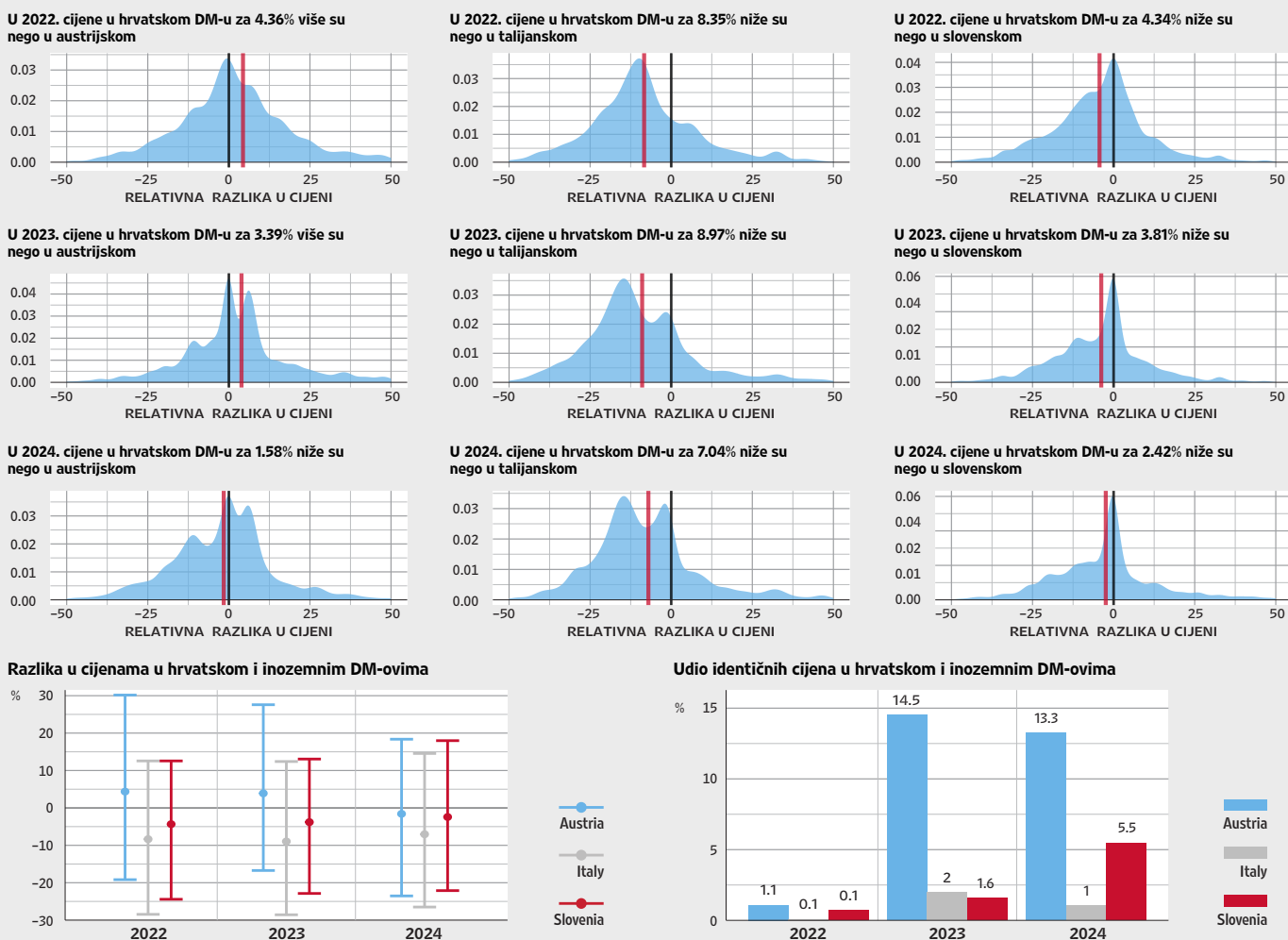
Ova analiza proširuje postojeću usporedbu cijena u DM-u tijekom tri godine. U tu su svrhu 26. rujna 2022., 29. rujna 2023. i 31. listopada 2024. prikupljene cijene svih artikala s internetskih prodavaonica DM-a u Hrvatskoj i drugim europskim zemljama. Kako se obuhvat zemalja mijenjao u vremenu, analiza se temelji na usporedbi cijena u hrvatskom, austrijskom, talijanskom i

¹⁰ Mužić, I. i Žilić, I. (2024.): Jesu li cijene u Hrvatskoj zaista više nego u razvijenijim zemljama? Detaljniji pogled na cijene u maloprodajnom lancu, HNBlog, Hrvatska narodna banka:

<https://www.hnb.hr/-/jesu-li-cijene-u-hrvatskoj-zaista-vise-nego-u-razvijenijim-zemljama-detaljnjiji-pogled-na-cijene-u-maloprodajnom-lancu>

slovenskom DM-u, za koje su podaci dostupni u sve tri godine. Cijene u njemačkom DM-u, koje su bile dio prethodne analize na HNB-ovu blogu, nisu dostupne za 2022. i 2023. godinu. Naime, HNB je u svrhu praćenja učinaka hrvatskog ulaska u europodručje na cjenovna kretanja počeo prikupljati cijene s internetskih prodavaonica sredinom 2022. godine. Prikupljane su cijene za Hrvatsku, ali i nekoliko europskih zemalja, kako bi se mogla usporediti eventualna različita dinamika promjene cijena. U originalni skup zemalja za koje su prikupljeni podaci nije bila uključena Njemačka, već je fokus bio na geografski bližim zemljama. Stoga Njemačka, čiji je DM u prosjeku 16% povoljniji od hrvatskog u 2024., nije uključena u ovu analizu. Budući da je dio asortimana identičan u svim zemljama, pomoću globalnog identifikatora proizvoda identificirani su artikli prisutni i u Hrvatskoj i na drugim tržištima te su njihove cijene uspoređene. Ukupan broj artikala iz DM-a u Hrvatskoj bio je 13.430 u 2022., 14.683 u 2023. i 15.560 u 2024. Najviše istih artikala pronađeno je u Sloveniji: 5350 u 2022., 5616 u 2023. i 6389 u 2024. U Austriji je upareno 4153 u 2022., 4464 u 2023. i 4801 u 2024., dok je u Italiji broj uparenih artikala bio 1300, 2984 i 3308. Ovaj rast broja uparenih artikala upućuje na usklađivanje ponude između zemalja.

Slika 1. Usporedba cijena istih proizvoda u DM-u u Hrvatskoj, Austriji, Italiji i Sloveniji u 2022., 2023. i 2024. godini

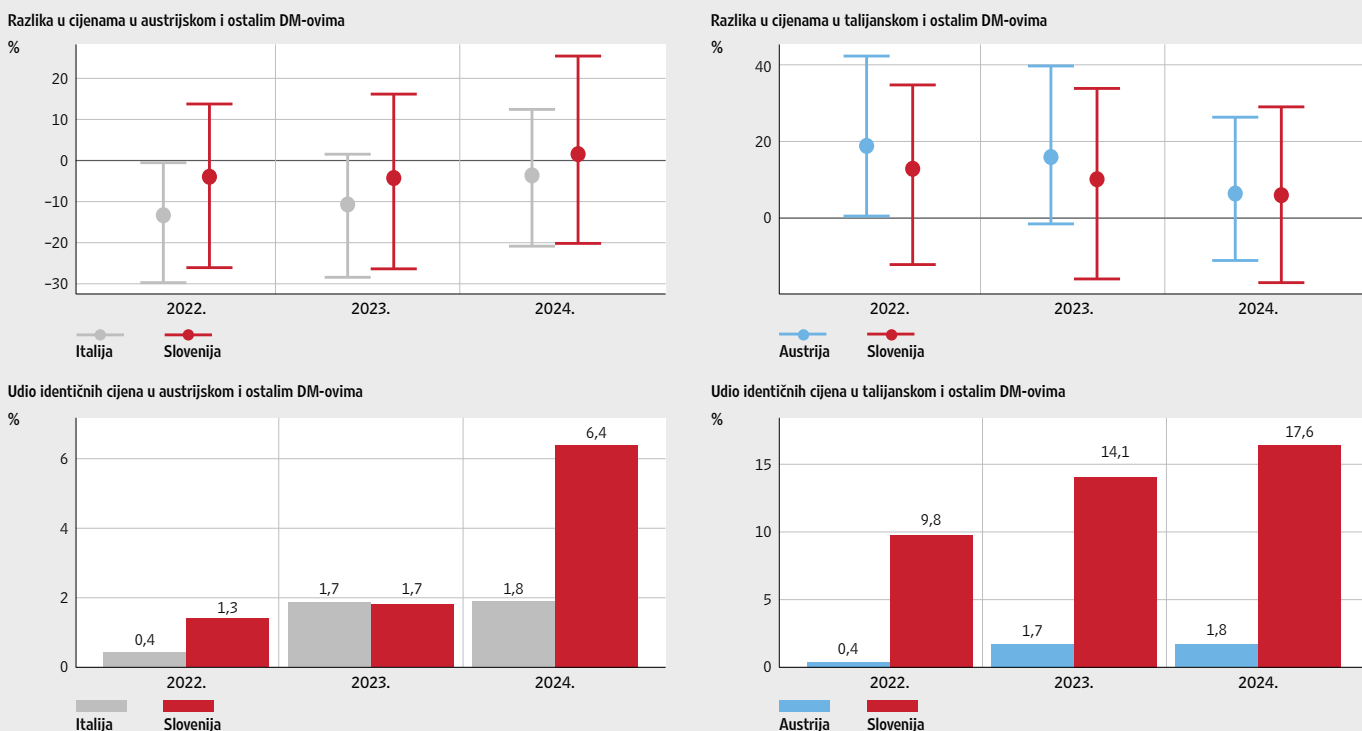


Napomena: Histogrami (prvih devet slika) prikazuju relativne razlike u cijeni za iste proizvode u hrvatskom DM-u u odnosu na DM-ove prodavaonice u ostalim zemljama na dane 26. 9. 2022., 29. 9. 2023. i 31. 10. 2024. Prikazane su prosječne razlike (crvena linija) i nula (crna linija). Donji lijevi grafikon prikazuje prosječnu razliku između cijene istih proizvoda u hrvatskom i stranom DM-u (točke), kao i 10. i 90. percentil razlike (stupci), dok donji desni grafikon prikazuje udio artikala s identičnom cijenom u hrvatskom i stranom DM-u u ukupnom broju uparenih artikala.

Izvori: DM; izračun HNB-a

Razlike u cijenama identičnih proizvoda između hrvatskih i stranih DM-ovih trgovina sve su manje, a udio proizvoda s identičnim cijenama, iako i dalje nizak, raste. U usporedbi sa stranim DM-ovim trgovinama, cijene u hrvatskom DM-u postaju ujednačenije. Primjerice, hrvatski je DM 2022. godine bio za 4,4% skuplji od austrijskog, dok je 2024. postao za 1,6% jeftiniji (Slika 1.). Sličan trend vrijedi i za usporedbe s talijanskim i slovenskim DM-ovim prodavaonicama. U 2022. hrvatski je DM bio za 8,4% povoljniji od talijanskog, dok je u 2024. povoljniji za 7%. U odnosu na slovenski DM prosječni cjenovni diferencijal smanjio se s -4,3% u 2022. na -2,4% u 2024., što znači da je hrvatski DM postao relativno manje jeftin. Histogrami na Slici 4.1. pokazuju kako, unatoč značajnoj heterogenosti cijena istih proizvoda među zemljama, cjenovni diferencijal postaje sve koncentriraniji oko nule. To upućuje na rastuću ujednačenost cijena, čemu pridonosi i sve veći udio proizvoda u hrvatskom DM-u koji imaju identične cijene kao u stranim prodavaonicama (donji lijevi panel Slike 1.). Primjerice, u 2022. godini udio identičnih cijena iznosio je 1,1% u usporedbi s Austrijom, 0,1% u odnosu na Italiju i 0,7% u odnosu na Sloveniju. Već nakon godinu dana, nakon ulaska Hrvatske u europodručje, udio identičnih cijena znatno raste: u usporedbi s Austrijom doseže 14,5%, a u usporedbi s Italijom i Slovenijom raste na 2% i 1,6%.

Slika 2. Razlika između cijena istih proizvoda u DM-u i udio identičnih cijena u Austriji, Italiji i Sloveniji u 2022., 2023. i 2024. godini



Napomena: Gornji paneli prikazuju prosječnu razliku između cijena istih proizvoda u austrijskom i talijanskom DM-u u usporedbi s ostalima (točke) kao i 10. i 90. percentil razlike (stupci), dok donji paneli prikazuju udio artikala s identičnom cijenom u austrijskom i talijanskom DM-u u usporedbi s ostalima. Prosječni cjenovni diferencijali Austrija – Italija i Italija – Austrija nisu identični zbog različite baze. Korišteni su podaci iz DM-a na dane 29. 9. 2022., 26. 9. 2023. i 31. 10. 2024.

Izvori: DM; izračun HNB-a

Cijene istih proizvoda unutar zemalja koje su u europodručju također se usklađuju u promatranom razdoblju. Cijene istih artikala u austrijskom DM-u postaju sličnije onima u Italiji i Sloveniji (lijevi panel Slike 2.): austrijski DM postaje sve manje relativno jeftin u odnosu na talijanski i slovenski, a raste i udio identičnih cijena. Primjerice, udio proizvoda s istom cijenom u austrijskom

i slovenskom DM-u narastao je s 1,3% u 2022. na 6,4% u 2024. Istodobno, talijanski DM postaje sve manje relativno skup u odnosu na austrijski i slovenski (desni panel **Slike 2.**), dok udio identičnih cijena također raste. Primjerice, udio proizvoda s istom cijenom u talijanskom i slovenskom DM-u narastao je s 9,8% u 2022. na 17,6% u 2024. Ovo usklađivanje cijena istih proizvoda unutar europodručja već je poznato u literaturi. Iako cijene istih proizvoda nisu identične među zemljama (primjerice, Gopinath et al. (2005.)¹¹ te Messner et al. (2024.)¹²) i takozvani zakon jedne cijene (engl. *law of one price*) često ne vrijedi, korištenje zajedničke valute stvara pritisak na usklađivanje cijena istih proizvoda. Cavallo et al. (2014.)¹³ analizirali su cijene više od 10 tisuća proizvoda Applea, Ikee, Zare i H&M-a koji su se prodavali u više desetaka zemalja te su zaključili kako su cijene istih proizvoda među zemljama europodručja u načelu ujednačenije nego među zemljama s različitim valutama. Također, Cavallo et al. (2015.)¹⁴ analizirali su učinak ulaska Letonije u europodručje 2014. na usklađenost cijena istih artikala. Uspoređivanjem cijena iz Zare u Letoniji i Njemačkoj utvrdili su kako je udio identičnih cijena između te dvije zemlje porastao sa 6% prije ulaska na 89% nakon ulaska Letonije u europodručje.

Rezultati provedene analize u konačnici pokazuju da se razlike u cijenama između hrvatskih i stranih DM trgovina smanjuju, a udio proizvoda s identičnim cijenama raste, iako je i dalje relativno nizak. Cijene u hrvatskom i u DM-u u drugim zemljama postaju sve više ujednačene. Nakon ulaska Hrvatske u europodručje rastao je udio proizvoda s identičnim cijenama. Trend usklađivanja cijena i asortimana vidljiv je i među zemljama u kojima se već koristi euro, što upućuje na to kako unutar europodručja postoji pritisak na ujednačavanje cijena istih proizvoda. Provedena analiza, iako informativna, nije reprezentativna, stoga se njezini rezultati ne smiju poopćavati na ukupno gospodarstvo. Rezultati analize kretanja cjenovnih razlika nisu reprezentativni jer uspoređivani su samo proizvodi u jednom stranom maloprodajnom lancu, iz relativno uskog segmenta potrošnje koji se uglavnom odnosi na kozmetičke i higijenske potrepštine, koje čine razmjerno malen dio ukupne potrošačke košarice (ispod 5%). Također, cijene su uspoređene u samo tri točke u vremenu pa pojave poput vremenski ograničenih popusta mogu prouzročiti odstupanja glavnih nalaza. Za potpuniju dokumentaciju utjecaja ulaska u europodručje na usklađenost razine cijena bilo bi potrebno uključiti i ostale činitelje koji potencijalno utječu na cjenovnu konvergenciju.

11 Gopinath, G., Gourinchas, P. O., Hsieh, C. T. i Li, N. (2011.): *International prices, costs, and markup differences*, American Economic Review, 101(6), 2450 – 2486

12 Messner, T., Rumler, F. i Strasser, G. (2024.): *Cross-country price dispersion: Retail network or national border?* Journal of International Economics, 152, 103996

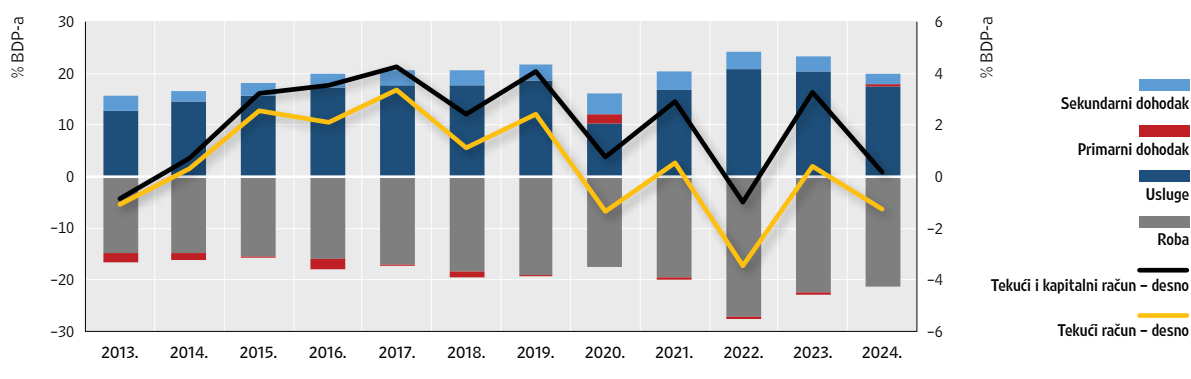
13 Cavallo, A., Neiman, B. i Rigobon, R. (2014.): *Currency unions, product introductions, and the real exchange rate*, The Quarterly Journal of Economics, 129(2), 529 – 595

14 Cavallo, A., Neiman, B. i Rigobon, R. (2015.): *The Price Impact of Joining a Currency Union: Evidence from Latvia*, IMF Economic Review, 63(2), 281 – 297

2.4. Ekonomski odnosi s inozemstvom

Višak tekućeg i kapitalnog računa platne bilance Hrvatske smanjio se s 3,3% BDP-a u 2023. na 0,2% BDP-a u 2024. godini. Smanjenju viška najviše je doprinijelo pogoršanje salda u razmjeni usluga te u nešto manjoj mjeri pogoršanje salda robne razmjene, a smanjeni su i priljevi iz fondova EU-a. Slabljenje salda usluga odražava skroman godišnji rast prihoda od turizma (2,7%) uz istodobno zamjetno ubrzanje rasta turističke potrošnje rezidenata u inozemstvu (32,9%). Osim toga, zbog snažne domaće potražnje rast robnog uvoza više je nego poništio dobre izvozne rezultate. Ipak, hrvatski izvoznici poboljšali su svoj relativni položaj na europskom tržištu ostvarivši rast tržišnog udjela. Kada je riječ o korištenju fondova EU-a, smanjenje isplata u odnosu na 2023. posljedica je završetka korištenja sredstava iz ranije financijske perspektive 2014. – 2020., kao i sredstava vezanih uz obnovu od potresa. U 2024. godini je, stoga, krajnjim korisnicima raspoređeno gotovo milijardu eura manje nego godinu prije pa su neto priljevi iz fondova EU-a smanjeni s rekordnih 3,9% BDP-a u 2023. godini na 2,1% BDP-a. S druge strane, saldo na računu dohodaka primjetno se u 2024. poboljšao, čemu je pridonio rast kamatnih prihoda HNB-a ostvarenih od ulaganja inozemne imovine. U manjoj su mjeri povećani i rashodi od inozemnih ulaganja, i to uglavnom zbog rasta dobiti banaka u stranom vlasništvu. Nadalje, iako su dohoci od privremeno zaposlenih hrvatskih rezidenata u inozemstvu u 2024. godini porasli u odnosu na 2023., još su više rasli rashodi po toj osnovi zbog sve većeg broja privremeno zaposlenih stranih radnika u Hrvatskoj. U 2024. godini neto prihodi od osobnih doznaka iz inozemstva povećali su se za 200 mil. EUR u odnosu na 2023. godinu, ali se zbog snažnijeg rasta BDP-a njihov udio smanjio s 5,4% BDP-a u 2023. na 5,2% BDP-a u 2024. godini.

Slika 2.4.1. Tekući i kapitalni račun platne bilance



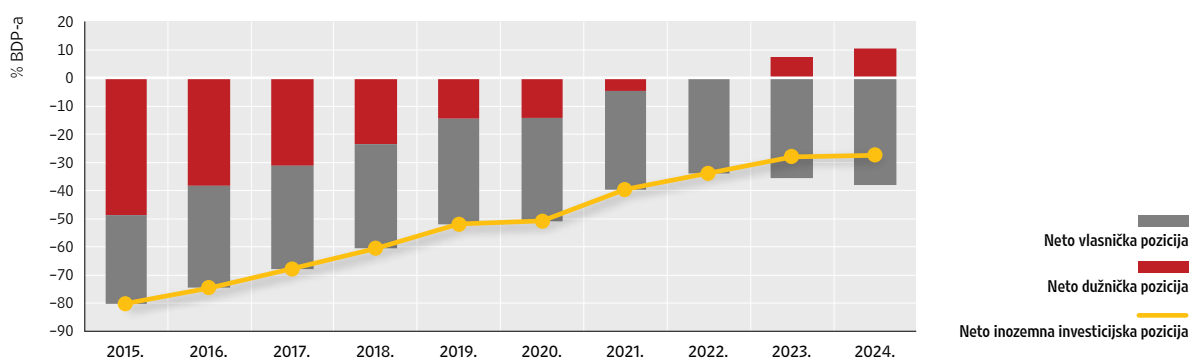
Izvori: HNB; DZS

U skladu sa smanjenjem viška na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u 2024. godini na financijskom računu platne bilance zabilježen je manji neto odljev kapitala nego godinu prije. Tako je u 2024. godini neto odljev kapitala iznosio 0,8 mlrd. EUR ili 0,9% BDP-a, dok je u prethodnoj godini iznosio 3,8 mlrd. EUR ili gotovo 5% BDP-a. Pri tome se neto dužnička pozicija nastavila poboljšavati kao odraz smanjenja neto inozemnih obveza svih domaćih sektora osim središnje države. Priljev izravnih ulaganja u Hrvatsku tijekom 2024. bio je oko milijardu eura veći nego u 2023. godini i dosegnuo je 5% BDP-a. Međutim, najveći dio toga priljeva odnosio se na zaduživanje prema vlasnički povezanim poduzećima u inozemstvu. Istodobno su izravna vlasnička ulaganja

ostala razmjerno skromna, a prevladavala su ulaganja u nekretnine, farmaceutsku industriju, djelatnosti savjetovanja i trgovinu.

Stanje bruto inozemnog duga iznosilo je na kraju 2024. godine 56,2 mlrd. EUR ili 65,7% BDP-a, što je za 4,7 mlrd. EUR, odnosno 12,4 postotna boda manje nego na kraju 2023. Smanjenje bruto inozemnog duga uglavnom proizlazi iz manjih obveza središnje banke nakon njihova snažnog rasta u 2023. zbog primjene knjigovodstvenih pravila vezanih uz evidenciju potraživanja i obveza za euronovčanice izdane unutar Eurosustava. S druge strane, ostali su domaći sektori povećali bruto inozemnu zaduženost. Neto inozemni dug Hrvatske, koji uzima u obzir i promjene inozemne imovine domaćih sektora, smanjio se za 3,6 mlrd. EUR na -10,8% BDP-a na kraju 2024. Iako su se neto dužničke obveze prema inozemstvu nastavile smanjivati, neto vlasnička pozicija pogoršala se, zbog čega je ukupna neto inozemna investicijska pozicija Hrvatske ostala razmjerno stabilna te je na kraju 2024. godine iznosila -27,3% BDP-a.

Slika 2.4.2. Inozemna investicijska pozicija



Izvori: HNB; DZS

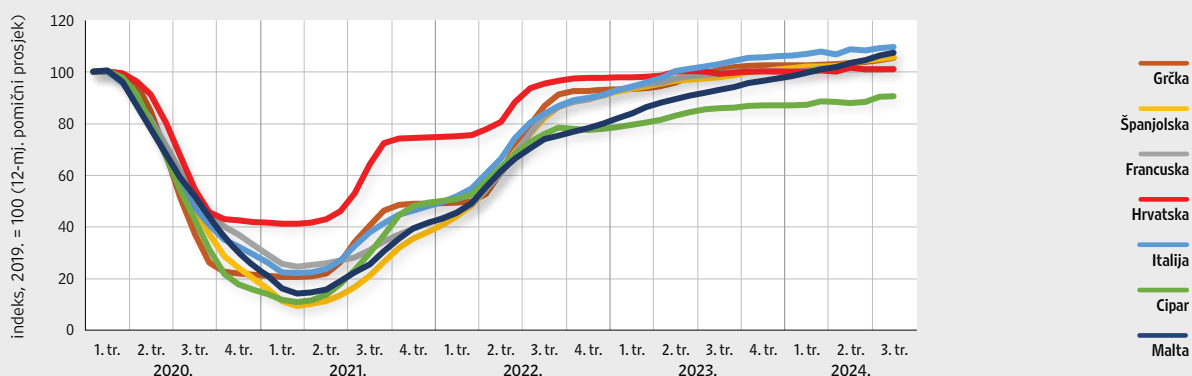
OKVIR 4.

Cjenovna konkurentnost hrvatskoga turističkog sektora na tržištu Mediterana

Relativno blago smanjenje turističkih prihoda u pandemiji i njihov snažan porast nakon pandemije među ključnim su odrednicama brzine oporavka domaćega gospodarstva. No, ove su godine na vrhuncu sezone fizički pokazatelji turističkog prometa u Hrvatskoj počeli zaostajati za kretanjima u drugim mediteranskim zemljama, a ujedno su zabilježeni i relativno slabi financijski rezultati. Pritom su osjetno porasle cijena smještaja i ugostiteljskih usluga u uvjetima rasta troškova rada, dok je proizvodnost u tim djelatnostima vrlo slabo porasla u odnosu na konkurentske zemlje. Nastavi li se cjenovna konkurentnost pogoršavati, to bi moglo ograničiti budući doprinos turizma gospodarskom rastu i vanjskotrgovinskoj bilanci Hrvatske.

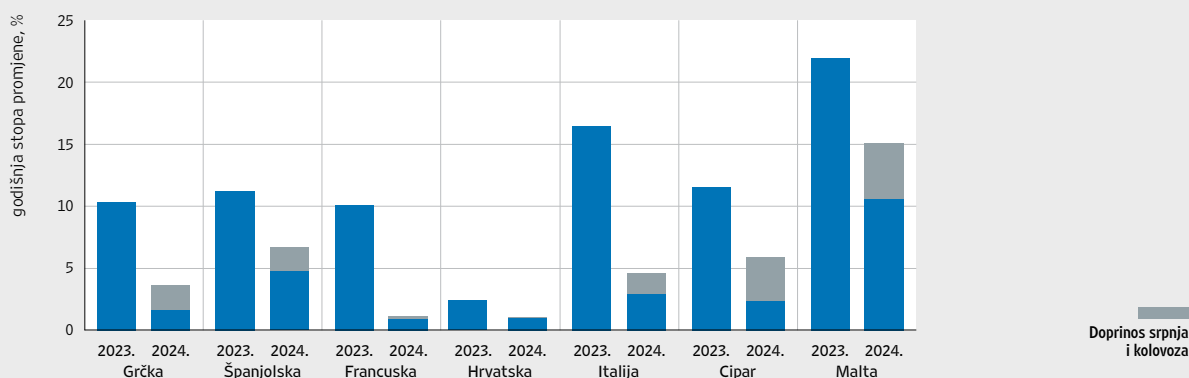
U protekloj je ljetnoj turističkoj sezoni u Hrvatskoj, prvi put nakon pandemije, zabilježen godišnji pad noćenja stranih gostiju. Nakon vrlo dobre predsezone, u glavnoj se sezoni (treće tromjesečje 2024.) broj noćenja stranih gostiju smanjio za 0,6% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, a izgledno je i da je zabilježen blagi pad prihoda u ljetnim mjesecima. Pritom se primjetno smanjio broj noćenja gostiju iz nekih važnih emitivnih tržišta, poput Njemačke i Italije. To je djelomično povezano s izraženim potrošačkim pesimizmom u uvjetima povećane neizvjesnosti na tim tržištima te održavanjem Europskoga nogometnog prvenstva i Olimpijskih igara, koji su dio gostiju preusmjerili u druge destinacije. No, istodobno su snažno porasle i cijene turističkih usluga u Hrvatskoj, što je dio gostiju također moglo odvratiti od posjeta Hrvatskoj.

Slika 1. Noćenja stranih gostiju u odabranim zemljama



Napomena: Podaci zaključno s kolovozom 2024.

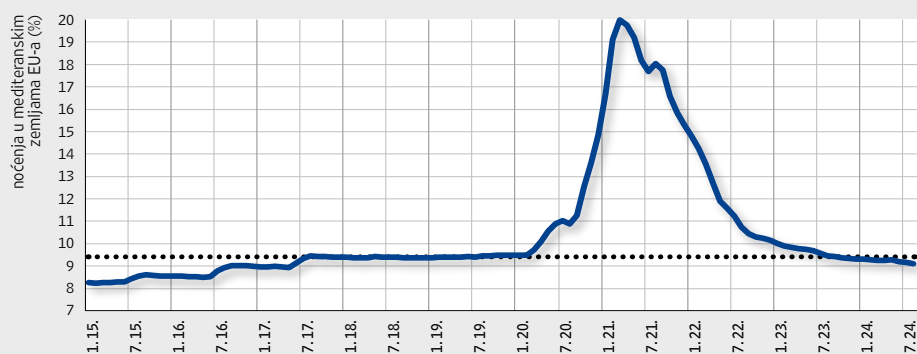
Izvor: Eurostat

Slika 2. Godišnja stopa promjene broja noćenja stranih gostiju

Napomena: Podaci zaključno s kolovozom 2024.
Izvor: Eurostat

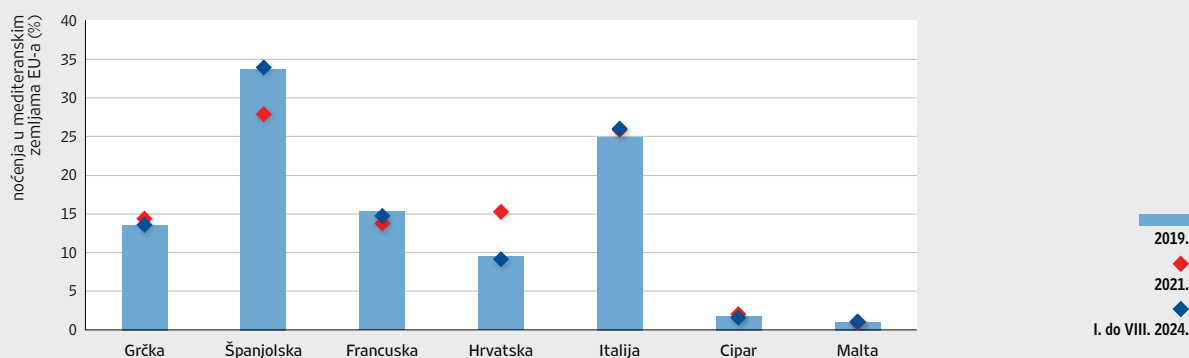
Dok je udio Hrvatske na turističkom tržištu Mediterana proteklih nekoliko godina znatno premašivao pretpandemijsku razinu, ove se godine smanjio ispod te razine. Naime, u skupini usporedivih mediteranskih zemalja, smanjenje fizičkih pokazatelja turizma tijekom pandemije bilo je najmanje izraženo upravo u Hrvatskoj, a isto tako i oporavak je bio znatno brži nego u drugim zemljama (**Slika 1.**). Stoga se i tržišni udio Hrvatske u pandemijskom razdoblju snažno povećao kao odraz blažih pandemijskih mjera, izražene sezonalnosti, strukture smještaja i činjenice da je Hrvatska za mnoge turiste odredište koje je dostupno automobilom¹⁵. No, proteklu je godinu dana obilježila stagnacija fizičkih pokazatelja, dok je istodobno većina drugih mediteranskih zemalja ostvarila nastavak rasta noćenja stranih gostiju, premda uz vidljivo usporavanje (**Slika 2.**). Uz Hrvatsku jedino je Francuska zabilježila stagnaciju noćenja u ljetnim mjesecima, unatoč održavanju Olimpijskih igara. S druge strane, relativno snažnim rastom noćenja ove godine istaknule su se Malta i Cipar, koje su kasno dosegnule ili tek dostižu pretpandemijske razine. Posljedično se udio Hrvatske na turističkom tržištu Mediterana spustio blago ispod pretpandemijske razine od oko 9% (**Slika 3.**). Istodobno je, među mediteranskim zemljama, Italija blago povećala svoj tržišni udio u odnosu na razdoblje prije pandemije, dok ga je Francuska neznatno smanjila (**Slika 4.**).

¹⁵ Više u **Okviru 4. "Što se krije iza iznenađujućeg oporavka hrvatskog turizma?"**, Makroekonomska kretanja i prognoze, br. 11, prosinac 2021., Hrvatska narodna banka

Slika 3. Udio Hrvatske na turističkom tržištu Mediterana

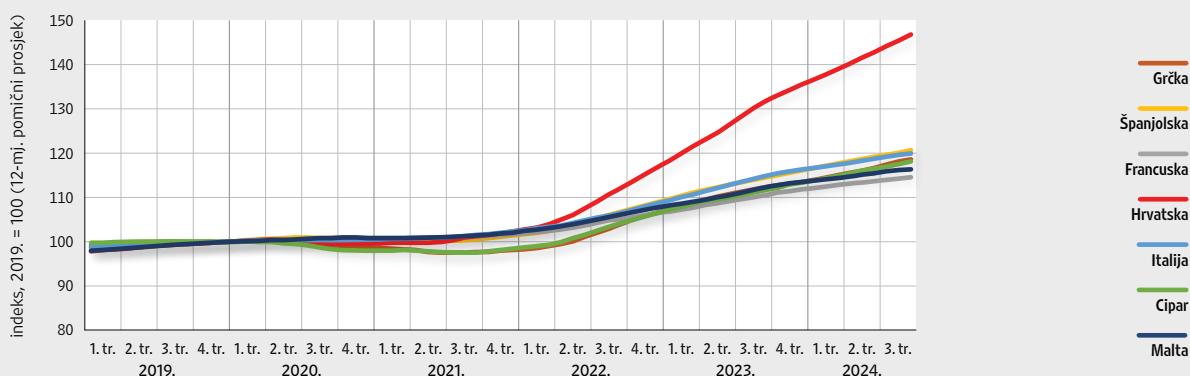
Napomena: Isprekidana linija označuje prosječni udio u razdoblju od 2017. do 2019. Podaci zaključno s kolovozom 2024.

Izvor: Eurostat

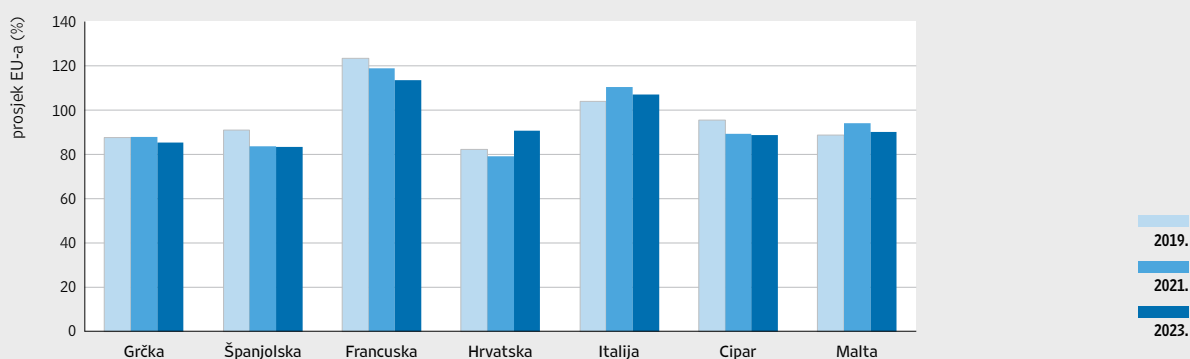
Slika 4. Udjeli odabranih zemalja na turističkom tržištu Mediterana

Izvor: Eurostat

Stagnacija broja noćenja stranih gostiju u Hrvatskoj tijekom protekle turističke sezone odvijala se u okružju vrlo snažnog rasta cijena usluga povezanih s turizmom. Iako Hrvatska u posljednje dvije godine prednjači i malo višom inflacijom cijena drugih dobara i usluga u odnosu na mediteranske zemlje, razlika u stopi inflacije najizraženija je upravo kod cijena turističkih usluga. Tako je kumulativni rast cijena povezanih s turizmom (restorani i hoteli) u Hrvatskoj od početka 2022. do kraja rujna 2024. godine iznosio gotovo 50%, dvostruko više nego u većini drugih zemalja, pri čemu su podjednako snažno rasle cijene smještaja i cijene ugostiteljskih usluga (**Slika 5.**). Malo snažnijim rastom cijena smještaja uz Hrvatsku se ističu još Italija i Španjolska (oko 30%), pri čemu se, za razliku od Hrvatske, rast cijena smještaja u tim zemljama vidljivo usporio u posljednjih nekoliko tromjesečja. Slično se može reći i za ugostiteljske usluge, gdje Hrvatska kumulativnim rastom cijena od oko 45% također primjetno nadmašuje usporedive zemlje. Osim Hrvatske, rastom cijena ugostiteljskih usluga izdvaja se još jedino Malta. Posljedično je razina cijena usluga povezanih s turizmom u Hrvatskoj znatno porasla te se približila prosjeku zemalja članica EU-a, pri čemu je premašila razinu cijena u Španjolskoj i Grčkoj te se izjednačila s Maltom i Ciprom (**Slika 6.**).

Slika 5. Kretanje cijena usluga povezanih s turizmom

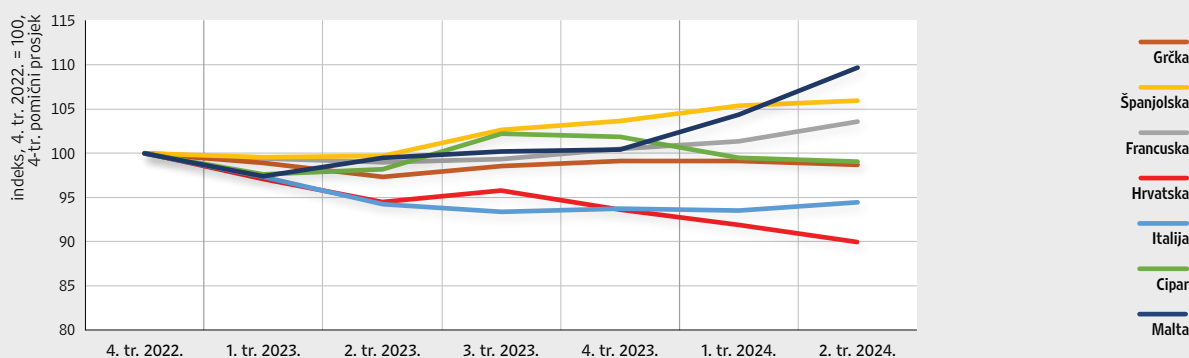
Napomena: Podaci se odnose na cijene u hotelima i restoranima. Podaci zaključno s rujnom 2024.
Izvor: Eurostat

Slika 6. Razina cijena usluga povezanih s turizmom

Napomena: Podaci se odnose na cijene u hotelima i restoranima.
Izvor: Eurostat

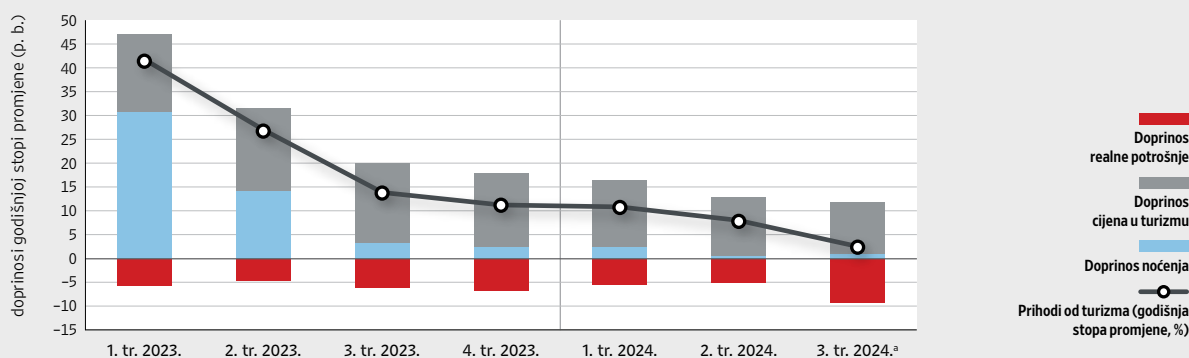
U takvim okolnostima potrošnja stranih gostiju u Hrvatskoj već drugu godinu zaredom bilježi pad, što nije slučaj u većini drugih destinacija na Mediteranu (**Slika 7.**). U protekle je dvije godine realna potrošnja po noćenju stranih gostiju u Hrvatskoj sveukupno smanjena za oko 10%, a pad realne potrošnje, i to znatno blaži, zabilježen je još jedino u Italiji. U drugim je zemljama realna potrošnja po noćenju stranih gostiju stagnirala ili čak vidljivo porasla (Malta, Španjolska i Francuska). Smanjenje realne potrošnje poništilo je pozitivan cjenovni učinak i pridonijelo usporavanju rasta nominalnih prihoda od turizma u Hrvatskoj (**Slika 8.**). Daljnje pogoršavanje cjenovne konkurentnosti hrvatskog turizma moglo bi rezultirati dodatnim padom prosječne potrošnje stranih gostiju i/ili smanjenjem njihovih dolazaka, a to bi moglo imati zamjetan utjecaj na buduće prihode od turizma i rezultirati daljnjim padom tržišnog udjela.

Slika 7. Realna potrošnja po noćenju



Napomena: Realna potrošnja po noćenju izračunata je kao omjer prihoda od turizma iz platne bilance i noćenja stranih gostiju, a deflacinirana je cijenama usluga hotela i restorana.
Izvor: Eurostat

Slika 8. Prihodi od turizma u Hrvatskoj



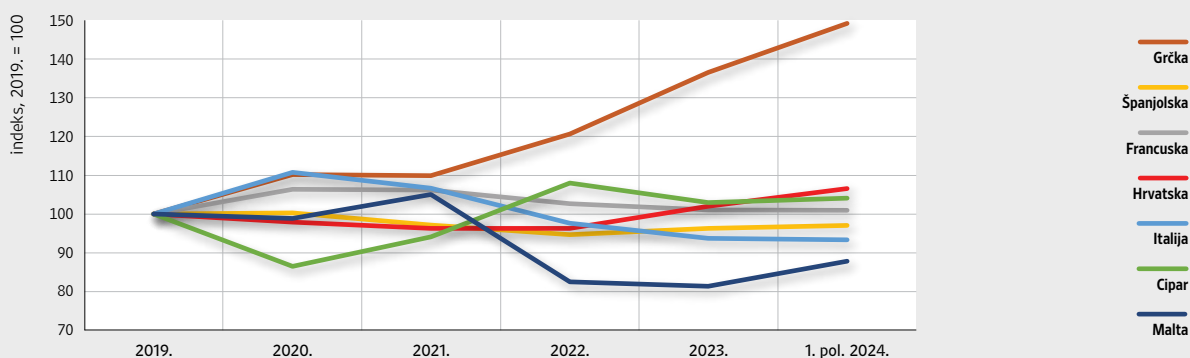
^a Preliminarna procjena HNB-a

Napomena: Realna potrošnja po noćenju izračunata je kao omjer prihoda od turizma iz platne bilance i noćenja stranih gostiju, a deflacinirana je cijenama usluga hotela i restorana. Podaci su prikazani kao pomični prosjek četiriju tromjesečja.

Izvor: Eurostat

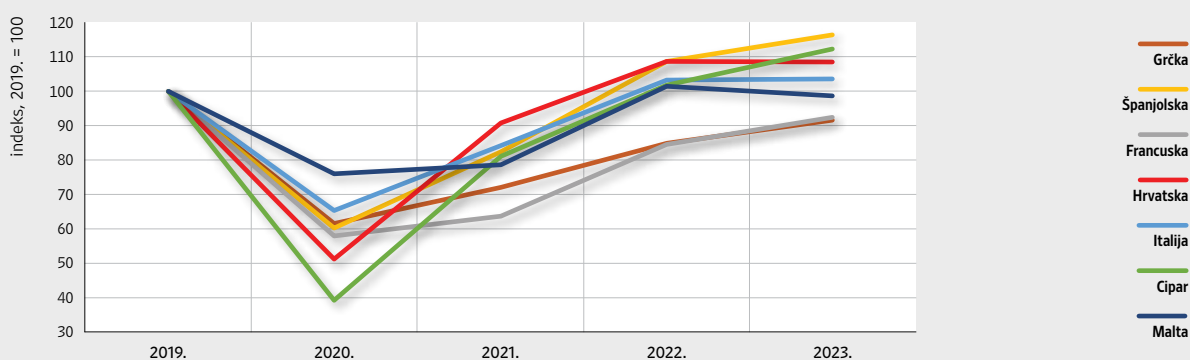
Za razliku od pokazatelja cjenovne konkurentnosti, pokazatelji troškovne konkurentnosti ne upućuju na vidljivo pogoršanje konkurentnog položaja hrvatskog turizma u usporedbi s drugim europskim mediteranskim zemljama. Naime, iako se Hrvatska, uz Grčku, istaknula zamjetnim rastom (nominalnih i realnih) plaća u djelatnostima povezanim s turizmom u posljednje dvije godine (Slika 9.), taj je rast popraćen primjetnim povećanjem proizvodnosti rada (Slika 10.). Uz rast nominalnih plaća, koji od početka 2022. ima dvoznamenkaste stope, realne plaće u djelatnostima pružanja usluga smještaja te pripreme i usluživanja hrane i pića u Hrvatskoj do kraja 2023. premašivale su pretpandemijsku razinu za oko 3%, a još toliko porasle su i tijekom prve polovine 2024. godine. Istodobno je realna proizvodnost rada po zaposlenom u tim djelatnostima na kraju 2023. bila za 8% veća u odnosu na pretpandemijsko razdoblje, što je najveći rast proizvodnosti nakon Španjolske i Cipra. Realna proizvodnost rada u djelatnostima povezanim s turizmom u Francuskoj i Grčkoj i nadalje se nalazi ispod pretpandemijskih razina.

Slika 9. Realne plaće u djelatnostima povezanim s turizmom



Napomena: Realne plaće u djelatnostima pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane i pića deflacirane su ukupnim HICP-om. Podaci jesu godišnji prosjek.
Izvor: Eurostat

Slika 10. Produktivnost rada u djelatnostima povezanim s turizmom

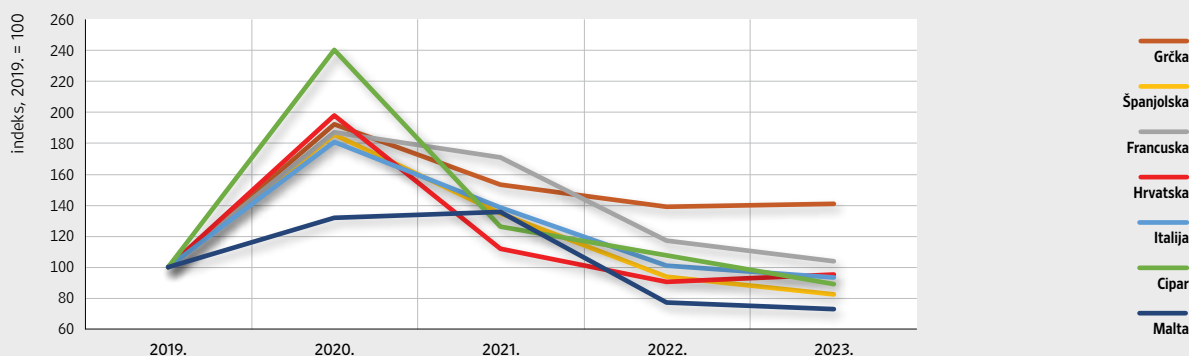


Napomena: Realna produktivnost rada po zaposlenom u djelatnostima pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane i pića
Izvor: Eurostat

Jedinični troškovi rada u djelatnostima pružanja usluga smještaja te pripreme hrane i pića u Hrvatskoj, nakon snažnog rasta povezanog s padom proizvodnosti u jeku pandemijske krize 2020. godine, u sljedećim su se godinama smanjivali da bi se do 2022. godini spustili malo ispod pretpandemijskih razina (Slika 11.), upućujući na blago poboljšanje troškovne konkurentnosti. Iako se jedinični troškovi rada još uvijek nalaze ispod pretpandemijske razine, primjetljivo je da se u 2023. počeo smanjivati pozitivan jaz između rasta proizvodnosti i realnih plaća, a nastavak takvih trendova mogao bi dovesti do pogoršanja troškovne konkurentnosti domaćeg turističkog sektora. Usporedbe radi, među zemljama Mediterana najizraženije poboljšanje troškovne konkurentnosti bilježi Malta, i to zahvaljujući snažnom padu realnih plaća, a svoju su troškovnu konkurentnost zamjetno poboljšali i Španjolska te Cipar, najviše zahvaljujući rastu realne proizvodnosti. Suprotno tome, rast jediničnih troškova rada bio je vrlo izražen u Grčkoj, gdje je uz izrazit rast nominalnih i realnih plaća istodobno zabilježen i pad proizvodnosti rada (Slika 12.). Divergentna kretanja između pokazatelja cjenovne i troškovne konkurentnosti djelatnosti pružanja smještaja i ugostiteljstva, odnosno znatno snažniji rast cijena turističkih usluga od rasta jediničnih troškova rada, navode na zaključak kako inflacijski pritisci u ovim djelatnostima tijekom 2022. i 2023. godine nisu proizlazili iz rasta jediničnih troškova rada, već odražavaju rast drugih

troškova poslovanja, poput troškova energenata i drugih inputa, ili rast profitnih marži koji je omogućen snažnom potražnjom za turističkim uslugama.

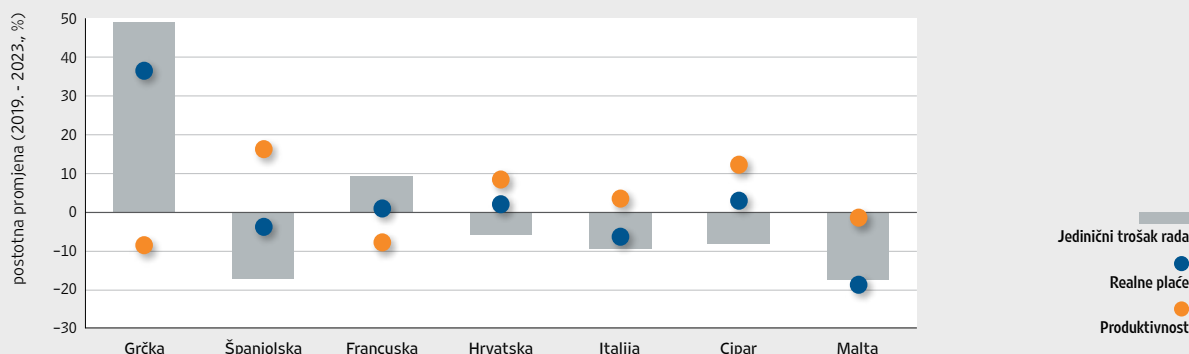
Slika 11. Jedinični troškovi rada u djelatnostima povezanim s turizmom



Napomena: Jedinični troškovi rada odnose se na djelatnost pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane i pića.

Izvor: Eurostat

Slika 12. Troškovna konkurentnost djelatnosti povezanih s turizmom



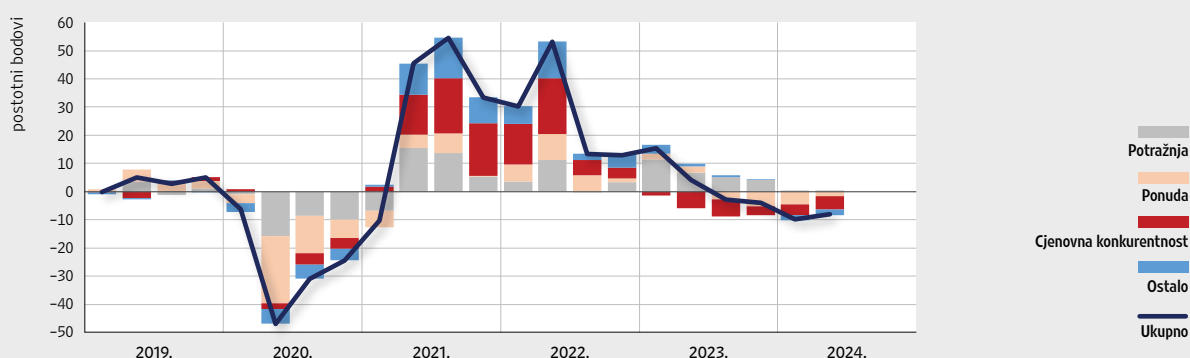
Napomena: Pokazatelji se odnose na djelatnost pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane i pića. Rast (pad) jediničnih troškova rada upućuje na pogoršanje (poboljšanje) troškovne konkurentnosti.

Izvor: Eurostat

Ekonometrijska analiza utjecaja različitih šokova potvrđuje važnost pada cjenovne konkurentnosti za slabljenje realnog izvoza usluga. Kako bi se bolje razumjeli čimbenici koji utječu na kretanje realnog izvoza usluga u Hrvatskoj, koji se dominantno generira kroz turizam, provedena je analiza zasnovana na modelu strukturne vektorske autoregresije (engl. *structural vector autoregressive model*, SVAR). Rezultati dekompozicije povijesnih šokova prikazani na **Slici 13.** potvrđuju da je tijekom i neposredno nakon pandemije šok ponude koji je nastao zbog ograničenja nametnutih epidemiološkim mjerama u zemlji i inozemstvu, a koji djelomično odražava i učinke slabljenja potražnje u takvim uvjetima, bio najvažnija odrednica kretanja realnog izvoza usluga Hrvatske. Snažna postpandemijska potražnja za turističkim uslugama, potaknuta akumuliranom štednjom i promjenom preferencija potrošača, doprinosila je poboljšanju uvjeta razmjene i podupirala rast hrvatskog izvoza usluga sve do kraja 2023., kada taj pozitivan učinak počinje slabjeti u uvjetima povećane neizvjesnosti i smanjene sklonosti potrošnji stranih gostiju. Istodobno, cjenovna konkurentnost koja je pružala pozitivan doprinos sve do kraja 2022. godine postaje glavni

ograničavajući čimbenik rasta izvoza usluga nakon naglog rasta relativnih cijena usluga u Hrvatskoj u odnosu na druge mediteranske destinacije. Također, pozitivan doprinos ostalih čimbenika, koji se mogu povezati sa strukturnim prednostima hrvatskog turizma poput geografske blizine emitivnim tržištima, a koji su bili osobito važni u pandemijskom razdoblju, iščezava u posljednje dvije godine. Ovi trendovi upućuju na to da normalizacija globalnih turističkih tokova sve manje ide u prilog Hrvatskoj kao turističkom odredištu te naglašavaju potrebu očuvanja cjenovne konkurentnosti turističkog sektora kao bitnog preduvjeta rasta prihoda od turizma i njihova doprinosa gospodarskom rastu i vanjskotrgovinskoj bilanci.

Slika 13. Povijesna dekompozicija promjene hrvatskog izvoza usluga



Napomena: Model SVAR zasniva se na tromjesečnim podacima za razdoblje od prvog tromjesečja 1999. do drugog tromjesečja 2024. godine koji uključuje sljedeće varijable: realni izvoz usluga Hrvatske, realni uvoz usluga europskog područja, relativne cijene turističkih usluga (usluge smještaja i ugostiteljske usluge) u Hrvatskoj i europskom području te pokazatelj poremećaja u globalnoj trgovini (indeks GSCPI) kao proxy varijablu za pandemijska ograničenja. Pretpostavljena ograničenja na predznak jesu sljedeća: šok potražnje implicira veći hrvatski izvoz usluga (+), veći uvoz usluga europskog područja (+) i porast relativnih cijena turističkih usluga u Hrvatskoj (+) i postojanje trgovinskih poremećaja (+); šok ponude implicira manji izvoz usluga Hrvatske (-), manji uvoz usluga europskog područja (-), rast relativnih cijena turističkih usluga u Hrvatskoj u odnosu na europsko područje (+) i postojanje pandemijskih ograničenja (+); šok cjenovne konkurentnosti implicira pad relativnih cijena turističkih usluga u Hrvatskoj u odnosu na europsko područje (-) i veći izvoz usluga Hrvatske (+). Rezultati pokazuju doprinose pojedinih šokova godišnjoj stopi promjene realnog izvoza usluga Hrvatske.

Izvori: Eurostat; ESB; izračun HNB-a

2.5. Bankovni sustav

Ublažavanje restriktivnosti monetarne politike ESB-a tijekom druge polovine 2024. odrazilo se na povoljnije uvjete financiranja poduzeća kod kreditnih institucija, a u istom se razdoblju trošak zaduživanja stanovništva nije bitno promijenio. Istodobno je vidljiv pad kamatnih stopa na oročene depozite poduzeća, dok su one za stanovništvo oscilirale oko razina iz prve polovine godine.

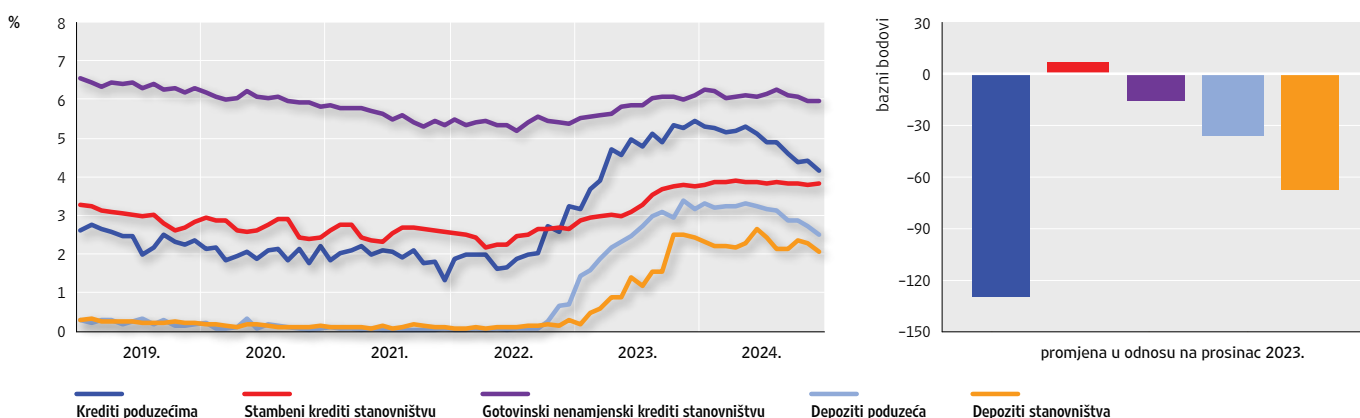
Prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima smanjila se u prosincu 2024. za 129 baznih bodova u odnosu na kraj 2023. te je iznosila 4,1%, što je najniža razina u posljednje gotovo dvije godine. U istom se razdoblju kamatna stopa na gotovinske nenamjenske kredite stanovništvu smanjila za 16 baznih bodova, na 5,9%, a prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene stambene kredite u prosincu 2024. iznosila je 3,8% i bila je na približno istoj razini tijekom cijele godine. Zadržavanju kamatnih stopa na kredite stanovništvu na približno istoj razini kao i na kraju 2023. zasigurno je pridonio nastavak snažnog rasta kreditiranja tog sektora koji se odvija uz pretežno duge ročnosti i fiksne kamatne stope, stoga su takvi krediti manje osjetljivi na promjene tržišnih uvjeta u usporedbi s kreditima kraće ročnosti. Usto, prema rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka, krajem 2024. banke su prvi put u posljednje gotovo tri godine prijavile ublažavanje standarda odobravanja kredita poduzećima i stambenih kredita, a kao glavne razloge toga navele su konkurenciju među bankama te povoljniju percepciju rizika.

Kamatne stope na postojeće kredite poduzećima također su se smanjile, dok su na postojeće kredite stanovništvu blago porasle. Kamatne stope na postojeće kredite poduzećima, nakon dvogodišnjega kontinuiranog porasta, dosegnule su vrhunac u lipnju 2024. (4,6%) te su se tijekom druge polovine godine postupno blago smanjivale i u prosincu iznosile 4,3%. Na spomenuto se smanjenje odražava velika zastupljenost kredita odobrenih uz promjenjive kamatne stope vezane uz referentni parametar EURIBOR, koji se smanjio u uvjetima spuštanja ključnih kamatnih stopa ESB-a. S druge strane, kamatne stope na postojeće stambene i gotovinske nenamjenske kredite blago su porasle, za 19 odnosno 8 baznih bodova te su u prosincu dosegnule 3,1% odnosno 6,0%. Među referentnim parametrima u postojećim kreditima s promjenjivim stopama dominira nacionalna referentna stopa (NRS), koja je počela rasti tek krajem 2023. zbog rasta kamatnih stopa na depozite. Rast NRS-a, s obzirom na to da banke mijenjaju kamatne stope uglavnom svakih šest mjeseci, odrazio se na porast kamatnih stopa na postojeće stambene kredite u srpnju 2024. godine. Međutim, već su se od kolovoza kamatne stope na postojeće kredite vezane uz NRS stabilizirale. Osim toga, na razinu kamatnih stopa na postojeće kredite stanovništvu utječe i zakonsko ograničenje visine kamatnih stopa na kredite ugovorene uz promjenjive kamatne stope vezane uz EURIBOR. U razdoblju pooštavanja monetarne politike to je ograničenje onemogućilo prelijevanje rasta EURIBOR-a na kamatne stope, pa su se one zadržale na razinama nižima od onih na kojima bi bile bez zakonskog ograničenja, što je smanjilo obračunate marže banaka na te kredite. Stoga banke u načelu ne prenose smanjenje EURIBOR-a na kamatne stope na postojeće kredite stanovništvu sve dok marže ponovo ne dosegnu ugovorenu razinu.

Prosječna je kamatna stopa na novougovorene oročene depozite poduzeća u drugoj polovini godine padala te se na kraju 2024. spustila na 2,5%, što je za 67 baznih bodova niže u odnosu na kraj 2023. Kad je riječ o stanovništvu, nakon znatnijeg povećanja u lipnju 2024., prosječne kamatne stope na novougovorene oročene depozite stanovništva u drugoj su se polovini godine smanjivale

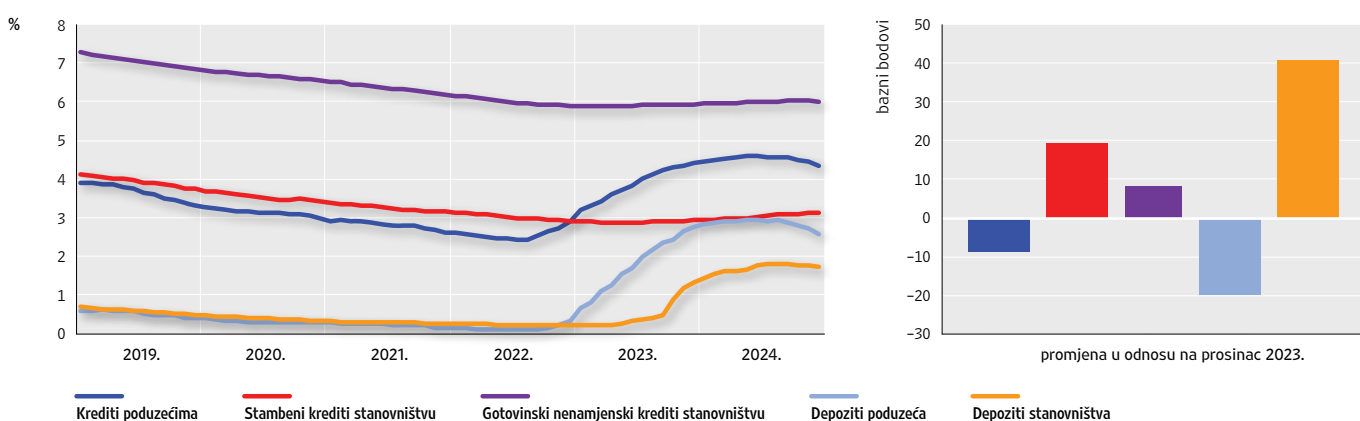
sva do listopada, kada su pojedine kreditne institucije nudile više kamatne stope, a zabilježeni su i veći iznosi sredstava čije je oročavanje obnovljeno. Unatoč tom povećanju prosječna kamatna stopa na prvi put oročene depozite stanovništva u prosincu 2024. iznosila je 2,1%, što je bilo za 36 baznih bodova niže u odnosu na kraj 2023. Istodobno, kamatne stope na postojeće ukupne depozite stanovništva i poduzeća povećale su se u odnosu na kraj 2023. za oko 10 baznih bodova te su u prosincu 2024. iznosile 0,5% odnosno 0,6%.

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

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



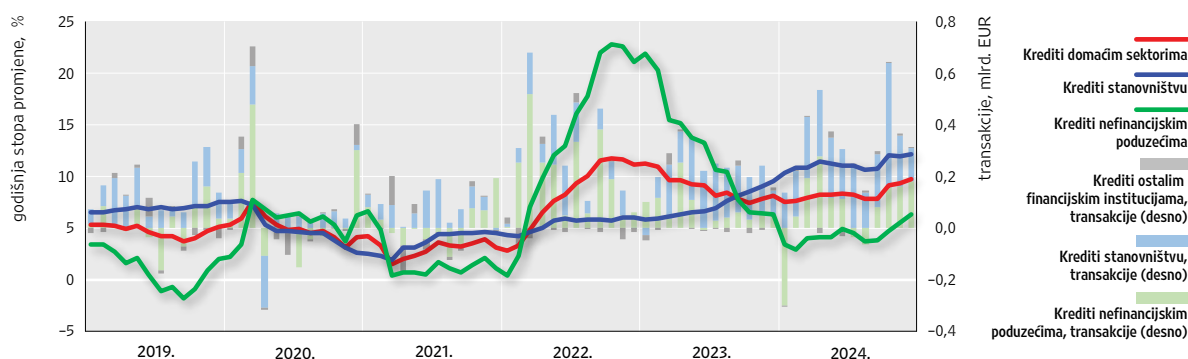
Izvor: HNB

Povoljniji uvjeti financiranja odrazili su se na relativno snažan rast kredita poduzećima i stanovništvu. Tijekom 2024. godine krediti poduzećima porasli su za 0,9 mlrd. EUR (na osnovi transakcija), što je gotovo jednako kao i godinu prije. No, isključi li se učinak otplate sindiciranoga kredita jednoga velikog poduzeća u siječnju (za koju je sredstva doznala Vlada RH), rast kredita poduzećima iznosio je 1,2 mlrd. EUR. Ponajviše su rasli krediti za obrtna sredstva poduzećima u trgovini i prerađivačkoj industriji te investicijski krediti poduzećima u građevinarstvu, poslovanju nekretninama te pružanju usluga smještaja i hrane. Promatrano na godišnjoj razini, krediti poduzećima

rasli su u prosincu 2024. istom dinamikom kao i godinu prije (6,4%, na osnovi transakcija), a ako se isključi spomenuti jednokratni učinak, rast je iznosio 8,2%. Krediti stanovništvu porasli su u 2024. za 2,6 mlrd. EUR, pri čemu se oko polovine tog rasta odnosi na gotovinske nenamjenske kredite (1,3 mlrd. EUR). Potražnja za tim kreditima, prema rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka, potaknuta je ponajprije povećanom potražnjom za trajnim potrošnim dobrima u uvjetima iznimno snažnog povećanja plaća i jačanja potrošačkog optimizma. Stambeni krediti nastavili su stabilno rasti (1,0 mlrd. EUR) unatoč prestanku državnog programa subvencioniranja stambenih kredita koji se provodio od 2017. do 2023. godine. Na godišnjoj se razini rast ukupnih kredita stanovništvu ubrzao s 9,5% u prosincu 2023. na 12,1% (ili 11,1% isključujući učinak preuzimanja segmenta izdavanja kreditnih kartica jedne kreditne institucije) u prosincu 2024., zahvaljujući ubrzanju rasta gotovinskih nenamjenskih kredita (s 11,1% na 15,9%), dok se rast stambenih kredita usporio s 9,9% na 9,1%.

Slika 2.5.3. Krediti

transakcije i godišnje stope promjene na osnovi transakcija

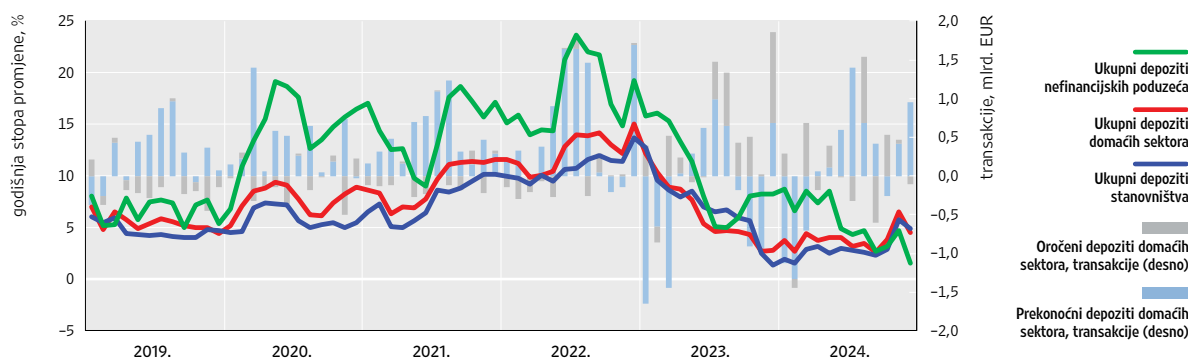


Napomena: Krediti domaćim sektorima isključuju kredite općoj državi.

Izvor: HNB

Slika 2.5.4. Depoziti

transakcije i godišnje stope promjene na osnovi transakcija



Napomena: Depoziti domaćih sektora isključuju depozite opće države.

Izvor: HNB

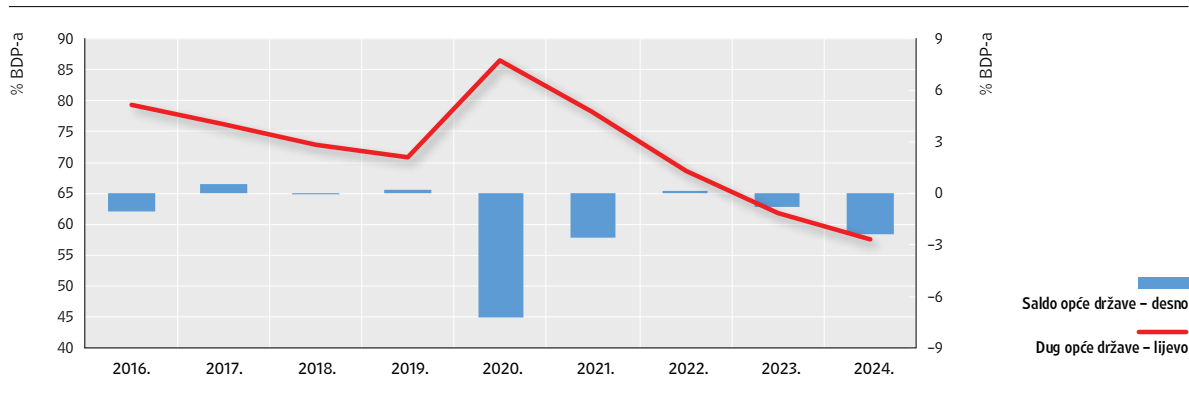
Ukupni depoziti domaćih sektora (bez opće države) porasli su u 2024. za 2,6 mlrd. EUR, odnosno za 1,0 mlrd. EUR više nego godinu prije. Ubrzanju rasta depozita najviše je pridonijelo snažnije kreditiranje privatnog sektora te u manjoj mjeri priljevi iz inozemstva. U strukturi ukupnih

depozita oročeni su se depoziti povećali za 1,4 mlrd. EUR, u usporedbi s 4,1 mlrd. EUR u 2023., pri čemu je najveće usporavanje rasta vidljivo u sektoru nefinancijskih poduzeća. Prekonoćni su depoziti također porasli u 2024. (za 1,2 mlrd. EUR), nakon smanjenja od 2,5 mlrd. EUR u 2023., što je gotovo u cijelosti odraz rasta prekonoćnih depozita stanovništva.

2.6. Fiskalni pokazatelji

Prema međunarodno usporedivoj metodologiji Europskog sustava nacionalnih i regionalnih računa (ESA 2010) u 2024. godini zabilježen je znatan manjak proračuna opće države, ali i nastavak smanjenja udjela javnog duga u BDP-u. Ostvaren je manjak proračuna opće države od 2,4% BDP-a, što je znatno pogoršanje u odnosu na manjak ostvaren u 2023. godini (0,8% BDP-a). Unatoč tome, istodobno je smanjen omjer duga opće države i nominalnog BDP-a na godišnjoj razini koji odražava snažan realni gospodarski rast te i nadalje razmjerno visoko povećanje deflatora BDP-a.

Slika 2.6.1. Fiskalni pokazatelji



Izvori: DZS; HNB

Pogoršanje salda opće države u 2024. odražava snažniji godišnji porast proračunskih rashoda (12,6%) od porasta proračunskih prihoda (8,8%). Na rashodnoj strani primjetljiv je snažan doprinos naknada zaposlenicima koji odražava sveobuhvatnu reformu povećanja plaća u državnoj službi i javnim službama. Porastu ukupnih rashoda također su znatno pridonijele i socijalne naknade, što uvelike odražava kretanje rashoda za mirovine, na koje je utjecala njihova indeksacija te isplate dodataka za zaštitu životnog standarda umirovljenika. S druge strane, kod subvencija je zabilježen godišnji pad, što je uglavnom odraz iščezavanja potpora namijenjenih ublažavanju povišene inflacije. Na prihodnoj strani vidljiv je jak doprinos prihoda od neizravnih poreza koji zrcali prije svega snažan rast domaće potražnje. Rastu prihoda znatno su pridonijeli i prihodi od izravnih poreza, što je uvelike odraz povećanja mase plaće u gospodarstvu. Povoljna kretanja na tržištu rada pozitivno su djelovala i na godišnji porast socijalnih doprinosa.

Unatoč pogoršanju salda opće države, porast realne gospodarske aktivnosti i porast BDP deflatora rezultirali su smanjenjem omjera javnog duga i BDP-a na godišnjoj razini. Relativni pokazatelj javnog duga na kraju 2024. iznosio je tako 57,6% BDP-a, što odgovara godišnjem smanjenju od 4,2 postotna boda (61,8% BDP-a u 2023. godini). Država se u 2024. uglavnom zaduživala na domaćem tržištu kapitala, pri čemu se povećao udio kratkoročnog duga, no s razmjerno niskih razina. Takva su kretanja uvelike povezana s izdavanjem vrijednosnih papira, i to uglavnom namijenjenih stanovništvu.

3. Upravljanje financijskom imovinom

3.1. Financijska imovina u 2024.

Financijska imovina na dan 31. prosinca 2024. iznosila je 24.682,1 mil. EUR, a obuhvaćala je imovinu u eurima u iznosu od 21.729,1 mil. EUR (88,0%) i imovinu u američkim dolarima i ostalim valutama u iznosu od 2.953,0 mil. EUR (12,0%).

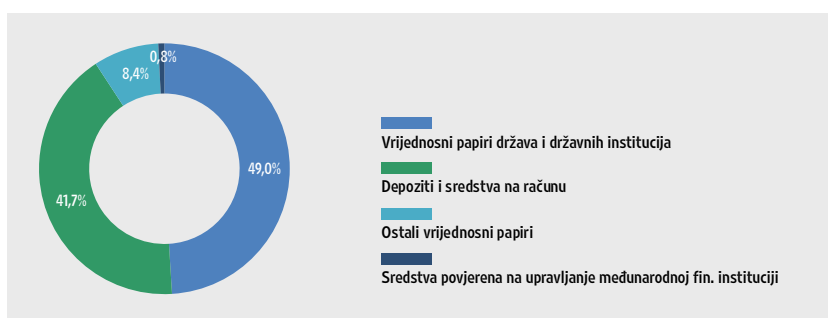
U 2024. financijska imovina povećala se za 791,4 mil. EUR ili za 3,3%, ponajviše zbog ostvarene zarade i nerealiziranih tečajnih razlika s obzirom na jačanje američkog dolara.

Upravljanje financijskom imovinom odvijalo se u izrazito promjenjivim uvjetima na financijskim tržištima, a investicijske odluke donosile su se s ciljem povećanja očekivane stope povrata u srednjoročnom razdoblju, uzimajući u obzir cjelokupni okvir upravljanja financijskom imovinom Eurosustava¹⁶.

3.2. Struktura ulaganja financijske imovine

U strukturi ulaganja financijske imovine najveći udio na kraju 2024. 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 2024. iznosio je 7,4%.

Slika 3.2.1. U strukturi ulaganja financijske imovine najveći je udio ulaganja u najsigurnije instrumente
udjeli u postocima, na kraju 2024.



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

¹⁶ Ulaskom u europodručje HNB je započeo primjenjivati okvir upravljanja financijskom imovinom Eurosustava, 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.

HNB financijsku imovinu ulaže u instrumente investicijskoga kreditnog rejtinga, s tim da su ulaganja kod pojedinih financijskih institucija i država ili u pojedine financijske instrumente ograničena, čime se kreditni rizik diversificira. Na kraju 2024. u najsigurnija ulaganja – instrumente izdavatelja unutar dva najviša ranga kreditnog rejtinga, instrumente BIS-a ili sredstva na računu – bilo je uloženo oko 69% financijske imovine.

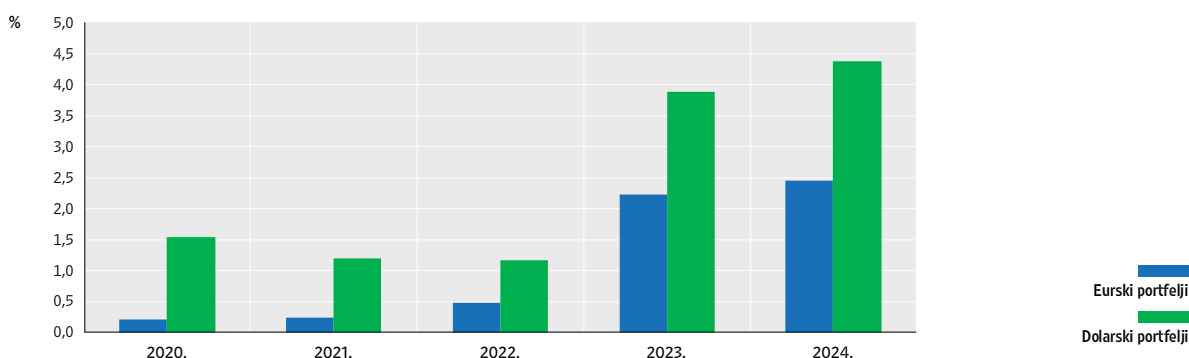
3.3. Financijska tržišta i rezultat upravljanja financijskom imovinom u 2024.

Financijska tržišta u 2024. obilježilo je spuštanje referentnih kamatnih stopa vodećih središnjih banaka, stoga se okončao dvogodišnji ciklus njihova snažnog podizanja s ciljem obuzdavanja visoke inflacije. U takvom okružju zaokreta monetarnih politika, na tržištima se tijekom godine bilježila velika kolebljivost jer su se mijenjala očekivanja ulagača i njihovo razumijevanje okolnosti koje određuju dinamiku spuštanja kamatnih stopa. Previranjima su pridonosila i geopolitička zbivanja, posebice nastavak ratova, nacionalne političke promjene, protekcionističke mjere te najave njihova intenziviranja. Za državne obveznice zabilježeno je smanjenje prinosa isključivo na kraćem dijelu krivulje, što je bilo u skladu s promjenama referentnih stopa, dok je za dulja dospijeca u 2024. došlo do porasta prinosa. Proteklu godinu obilježilo je i jačanje tečaja američkog dolara, a zamjetan je bio i rast cijene zlata. Nestabilno okružje nije imalo negativnih posljedica za dionička tržišta, koja su imala iznimno dobru izvedbu.

U okružju velike kolebljivosti na financijskim tržištima, u 2024. godini ostvareni prihod od upravljanja financijskom imovinom iznosio je 639,0 mil. EUR. Pritom je cjelokupnim eurskim portfeljem financijske imovine ostvarena stopa povrata od 2,45%, a dolarskim portfeljem 4,38% (Slika 3.3.1.).

Slika 3.3.1. Portfelji financijske imovine osiguravaju adekvatne stope povrata

godišnje stope povrata, u postocima



Izvor: HNB

4. Poslovanje kreditnih institucija

4.1. Struktura sustava

U 2024. godini zaustavio se trend smanjivanja broja kreditnih institucija. Jednako kao na kraju 2023. godine, u Republici Hrvatskoj poslovalo je 20 kreditnih institucija – 19 banaka i jedna stambena štedionica. Poslovala je također jedna podružnica kreditne institucije iz EU-a (BKS Bank AG, Glavna podružnica Hrvatska), dok je više od 260 institucija iz EU-a i Europskoga gospodarskog prostora prijavilo HNB-u namjeru **neposrednog pružanja uzajamno priznatih usluga na području RH**.

Obilježja vlasništva bankovnog sustava ostala su gotovo nepromijenjena. Od ukupne imovine bankovnog sustava 87% čini imovina 11 banaka u većinskom vlasništvu inozemnih dioničara. Imovina dviju banaka u većinskom državnom vlasništvu sudjeluje s 9,7% u ukupnoj imovini, a imovina sedam banaka u većinskom domaćem privatnom vlasništvu čini preostalih 3,3% ukupne imovine bankovnog sustava.

4.2. Pokazatelji poslovanja kreditnih institucija

U 2024. godini ukupna se imovina bankovnog sustava povećala za 5,6 mlrd. EUR (7,1%) i iznosila je rekordnih 84,2 mlrd. EUR.

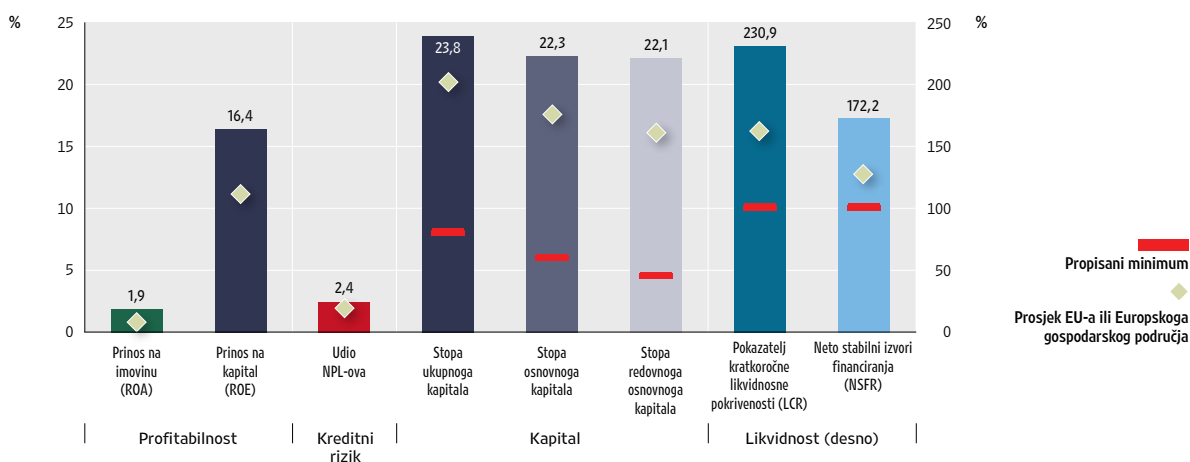
Povećanje izvora financiranja ostvareno je priljevom depozita i novim izdanjima dužničkih vrijednosnih papira, a porastao je i kapital kreditnih institucija. Primljeni depoziti ostvarili su porast kod svih sektora, ukupno za 4,2 mlrd. EUR (6,4%). Najveći dio povećanja odnosi se na depozite kućanstava, koji su najviše porasli na tekućim računima. Kućanstva su dala i najveći doprinos povećanju depozita s ugovorenim dospeljem, što se može pripisati rastu kamatnih stopa na oročene depozite i posljedičnoj većoj motivaciji na oročavanje. Nova izdanja dužničkih vrijednosnih papira kreditnih institucija pretežito su namijenjena ispunjavanju minimalnog zahtjeva za regulatorni kapital i podložne obveze (MREL).

Na strani imovine najviše su porasli krediti (5,7 mlrd. EUR ili 12,7%) i ulaganja u dužničke vrijednosne papire (1,8 mlrd. EUR ili 16,4%), što je rezultiralo smanjenjem novčanih sredstava kreditnih institucija. Najveći dio kreditne aktivnosti usmjeren je financijskim sektorima i kućanstvima. Ponovno je primjetljiv pojačani rast gotovinskih nenamjenskih kredita kućanstvima, a usporio se rast stambenih kredita. Nastavio se i umjereni rast kredita nefinancijskim društvima, dok su smanjene kredite domaćoj državi kompenzirala veća ulaganja u državne obveznice.

Spomenuto smanjenje novčanih sredstava ostvareno je ponajprije smanjenjem sredstava na računima za namiru kod HNB-a. No, s obzirom na povećana ulaganja u druge visokolikvidne oblike imovine, primjerice spomenute državne obveznice, ukupan učinak na likvidnosne pokazatelje bio je gotovo neutralan. Pokazatelj kratkoročne likvidnosne pokrivenosti (engl. *liquidity coverage ratio*, LCR) zbog toga je na vrlo visokoj razini od 230,9%, višestruko iznad propisanog minimuma od 100%. Na vrlo visokoj je razini i strukturna likvidnost, mjerena pokazateljem neto stabilnih izvora financiranja (engl. *net stable funding ratio*, NSFR), koji iznosi 172,2%. Neznatna promjena

vrijednosti tog pokazatelja upućuje na zaključak da je spomenuti rast depozita osigurao stabilne izvore financiranja kreditne aktivnosti.

Slika 4.2.1. Ključni pokazatelji bankovnog sustava, na dan 31. prosinca 2024.



Napomena: Podaci o prosjeku banaka u Europskoj uniji i Europskom gospodarskom prostoru odnose se na kraj rujna 2024.
Izvori: HNB; EBA

Kvaliteta imovine kreditnih institucija i nadalje se poboljšava. To je vidljivo u smanjenju kredita kod kojih se kreditni rizik znatno povećao, ali koji još nisu u statusu neispunjenja obveza (tzv. faza 2¹⁷), kao i smanjenju neprihodonosnih kredita (engl. *non-performing loans*, NPL-ovi). Ta kretanja, praćena povećanjem ukupnih kredita, dovela su do pada udjela faze 2 u ukupnim kreditima na 11,7% i pada udjela neprihodonosnih kredita, na 2,4% ukupnih kredita. Vrijednosti obaju pokazatelja, premda su smanjene, još su uvijek nepovoljnije od njihovih prosjeka u bankovnom sustavu EU-a (9,2% i 1,9%)¹⁸. Smanjenje NPL-ova ostvareno je najviše otplatama i reklasifikacijom u prihodonosne kredite, uz malen doprinos prodaje potraživanja. Nastavak poboljšavanja kvalitete imovine najviše je pod utjecajem kretanja u portfelju kredita nefinancijskim društvima, kod kojeg se udio NPL-ova smanjio na 4,5%. Udio NPL-ova smanjio se i u portfelju kredita kućanstvima, na 3,7%, ali dinamika rješavanja NPL-ova ipak se usporila pa su krediti kućanstvima ostali većinski izvor ukupnih neprihodonosnih kredita u bankovnom sustavu.

U 2024. godini kreditne institucije ostvarile su rekordnih 1,5 mlrd. dobiti, što je godišnji porast od 13,0%. Pokazatelji profitabilnosti na vrlo su visokim razinama: prinos na imovinu (engl. *return on assets*, ROA) iznosio je 1,9%, a prinos na kapital (engl. *return on equity*, ROE) iznosio je 16,4%. Najveći pojedinačan doprinos povećanju ukupnih prihoda iz poslovanja dao je neto kamatni prihod.

Banke su ostvarile veći iznos kamatnih prihoda od svih sektora (18,3%), osobito na osnovi povećanog volumena kredita kućanstvima. No, povećana razina pasivnih kamatnih stopa i privlačenje

¹⁷ Svaki instrument koji podliježe izračunu očekivanih kreditnih gubitaka, a to su svi dužnički instrumenti koji se mjere po amortiziranom trošku i po fer vrijednosti kroz ostalu sveobuhvatnu dobit, raspoređuje se u neku od triju faza umanjenja vrijednosti. Instrument se svrstava u fazu 2 ako dođe do znatnog povećanja kreditnog rizika, pri čemu još nije u statusu neispunjenja obveza, a očekivani gubitak izračunava se za cijelo razdoblje trajanja instrumenta.

¹⁸ Podaci o vrijednostima pokazatelja za bankovni sustav EU-a odnose se na 30. rujna 2024., a mogu se pronaći na [poveznici](#).

oročenih depozita doveli su do pojačanog rasta kamatnih troškova (68,6%), tako da je naposljetku ostvaren rast neto kamatnog prihoda od 6,5%.

Povećanje prihoda od dividenda za 73,7% istaknulo se među stavkama prihoda s nekamatnim obilježjima. Znatno manje od toga porastao je neto prihod od naknada i provizija (9,0%) i ostali (neto) nekamatni prihodi. Opći troškovi poslovanja također su porasli, ali znatno sporije od rasta ukupnih prihoda iz poslovanja, stoga se poboljšala troškovna efikasnost bankovnog sustava. Pozitivan doprinos dobiti još uvijek daje spomenuto poboljšanje kvalitete imovine, zbog čega su ostvareni prihodi od ukidanja umanjenja vrijednosti za kreditne izloženosti.

Kapitaliziranost je bankovnog sustava visoka, iako se stopa ukupnoga kapitala neznatno smanjila i iznosila je 23,8%. No stopa ukupnoga kapitala i nadalje je veća u usporedbi s prosjekom EU-a (20,1%), a većina je kreditnih institucija imala stopu veću od 20%.

Na smanjenje stope ukupnoga kapitala još uvijek utječe rast ukupne izloženosti rizicima (10,0%) koji je veći od povećanja regulatornoga kapitala (9,3%). Spomenuta kreditna aktivnost najviše je utjecala na povećanje ukupne izloženosti rizicima, a na povećanje regulatornoga kapitala podjednako su utjecali rast zadržane dobiti i povećano uključivanje podređenih instrumenata u dopunski kapital. Unatoč rastu regulatornoga kapitala smanjila se njegova razina dostupna za pokriće neočekivanih gubitaka, zbog povećane izloženosti rizicima i činjenice da su se tijekom godine promijenili pojedini propisani i naloženi kapitalni zahtjevi. Među njima je najveći bio utjecaj povećanja stope protucikličkoga kapitala za područje Republike Hrvatske.¹⁹

4.3. Poslovanje kreditnih unija

Broj kreditnih unija u 2024. godini nije se promijenio te je na kraju godine u Hrvatskoj poslovalo 16 kreditnih unija. Njihova ukupna imovina iznosila je 89,1 mil. EUR, što je porast od 3,3% u odnosu na 2023. godinu. Ukupna imovina kreditnih unija razmjerna je visini od 0,1% ukupne imovine kreditnih institucija.

¹⁹ Od 31. prosinca 2023. do 29. lipnja 2024. stopa protucikličkoga kapitala za područje RH iznosila je 1%, a od 30. lipnja 2024. povećala se na 1,5%.

Kratice i znakovi

KRATICE

ANFA	Sporazum o neto financijskoj imovini (engl. <i>Agreement on Net Financial Assets</i>)
APP	program kupnje vrijednosnih papira (engl. <i>Asset Purchase Programme</i>)
BDP	bruto domaći proizvod
BDV	bruto dodana vrijednost
BLS	Anketa o kreditnoj aktivnosti banaka (engl. <i>Bank lending survey</i>)
CHF	švicarski franak
CIR	pokazatelj troškovne efikasnosti (engl. <i>Cost-to-income ratio</i>)
DFR	kamatna stopa na novčani depozit kod središnje banke (engl. <i>deposit facility rate</i>)
DZS	Državni zavod za statistiku
EBA	Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo (engl. <i>European Banking Authority</i>)
EGP	europsko gospodarsko područje
EURONIA	prosječna eurska prekonoćna kamatna stopa na europskom međubankovnom tržištu (engl. <i>Euro OverNight Index Average</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
EURIBOR	referentna kamatna stopa koja se utvrđuje na europskom međubankovnom tržištu (engl. <i>Euro Interbank Offered Rate</i>)
€STR	eurska kratkoročna kamatna stopa (engl. <i>Euro Short-Term Rate</i>)
Fed	američka središnja banka (engl. <i>Federal Reserve System</i>)
fk.	fiksni
FRFA	raspodjela punog iznosa likvidnosti na aukcijama s nepromjenjivom kamatnom stopom (engl. <i>fixed rate full allotment</i>)
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 refinanciranja (engl. <i>main refinancing operations</i>)
NKD	Nacionalna klasifikacija djelatnosti
NN	Narodne novine
NPL	neprihodonosne izloženosti (engl. <i>Non performing loans</i>)
NRS	nacionalna referentna stopa
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
ROA	profitabilnost imovine (engl. <i>Return on Assets</i>)
ROE	profitabilnost kapitala (engl. <i>Return on Equity</i>)
SAD	Sjedinjene Američke Države
SDR	posebna prava vučenja (engl. <i>Special Drawing Rights</i>)
SIE	zemlje Srednje i Istočne Europe (Češka, Mađarska, Poljska i Rumunjska)
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

IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka

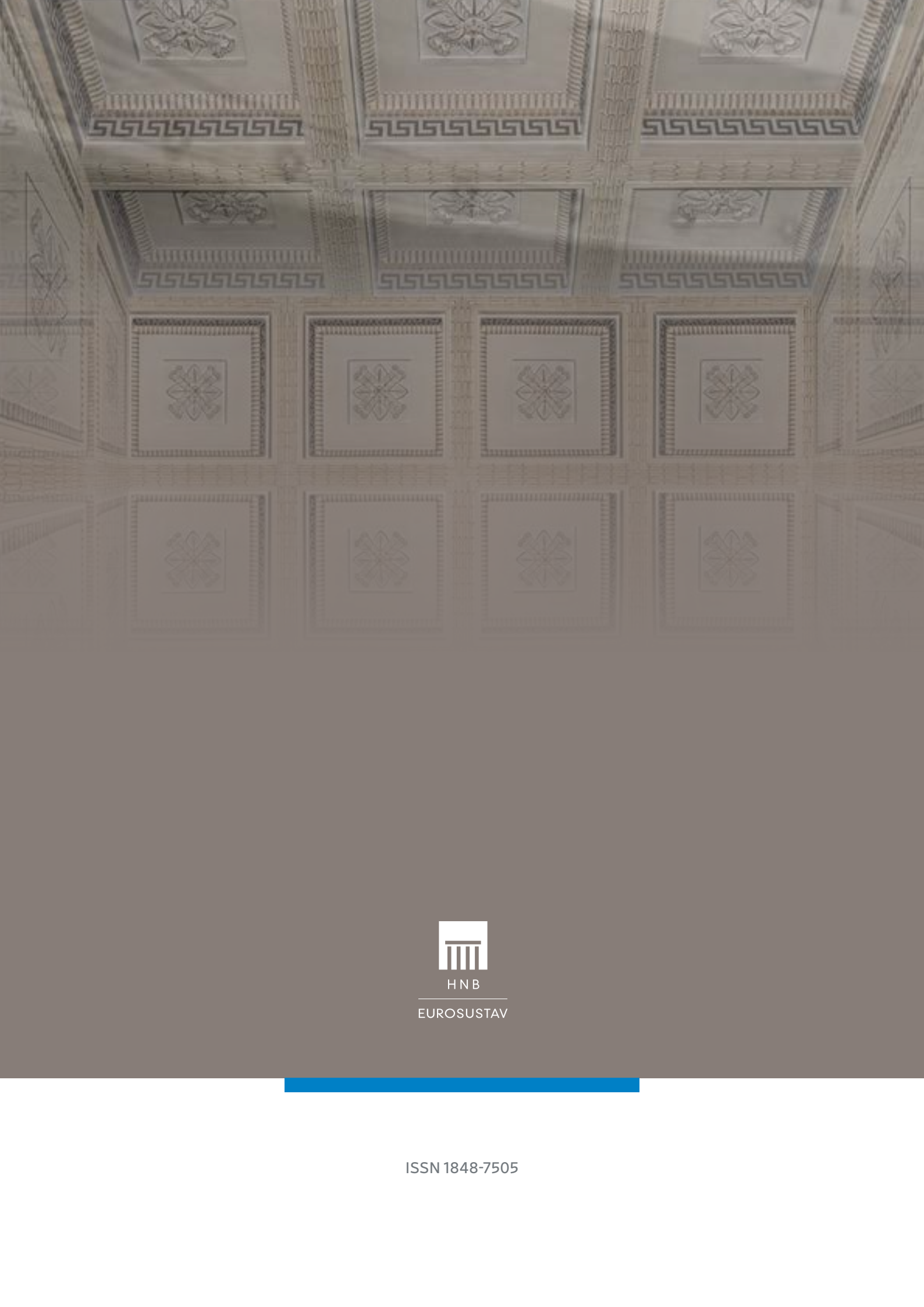
Trg hrvatskih velikana 3

10000 Zagreb

www.hnb.hr

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

ISSN 1848-7505 (online)



HNB

EUROSUSTAV

ISSN 1848-7505