



HRVATSKA NARODNA BANKA

EUROSUSTAV

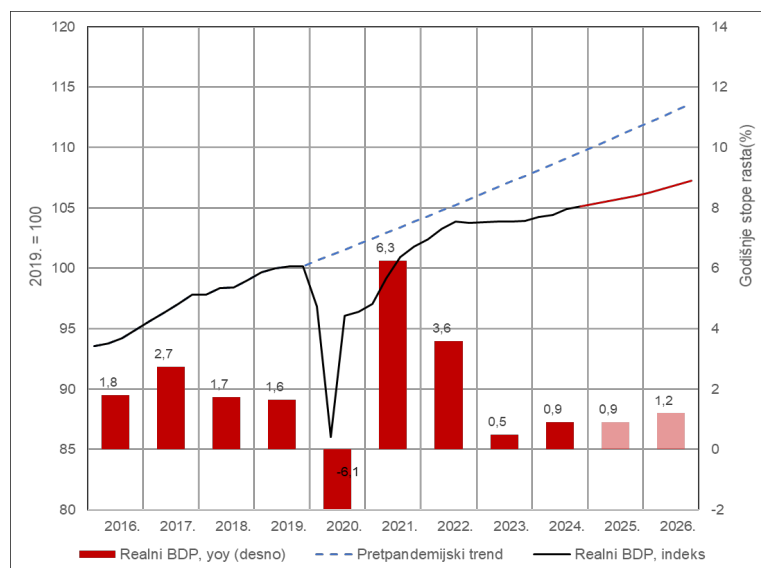
U nepoznatim vodama: Makroekonomski izgledi u uvjetima trgovinskog rata

Financijsko tržište, 2025.
Boris Vujčić, guverner HNB-a
22. svibnja 2025., Opatija



Očekuje se nastavak rasta gospodarske aktivnosti u europodručju, ali slabijom dinamikom nego u pretpandemijskom razdoblju

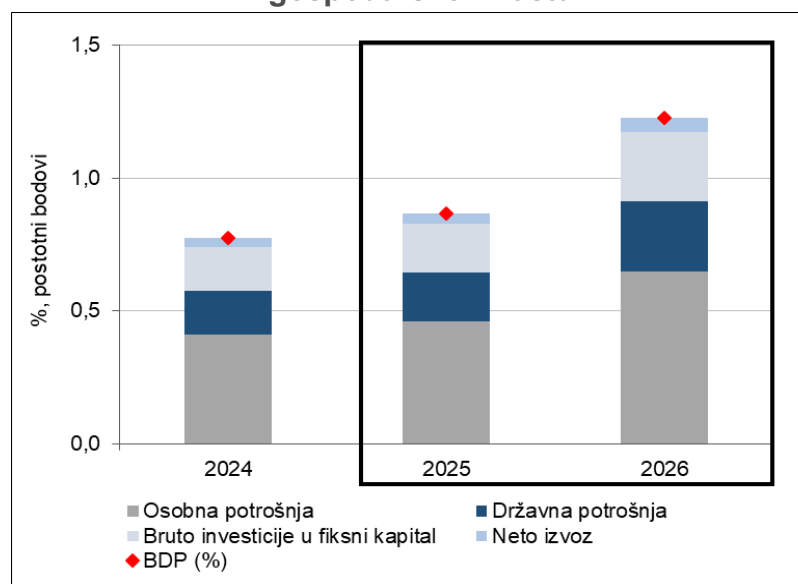
Rast BDP-a u odnosu na pretpandemijski trend



Napomena: Podaci se odnose na projekciju iz ožujka 2025.

Izvori: Eurostat; ESB

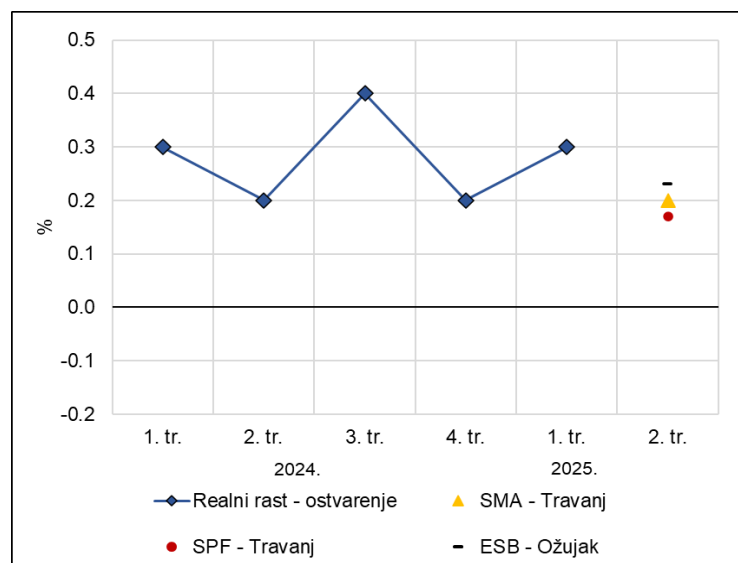
Doprinos sastavnica agregatne potražnje gospodarskom rastu



Izvori: Eurostat; ESB

Ostvarenja na početku godine bila su povoljnija od očekivanja, no podaci upućuju na usporavanje aktivnosti u drugom tromjesečju

Tromjesečne stope rasta realnog BDP-a u europodručju



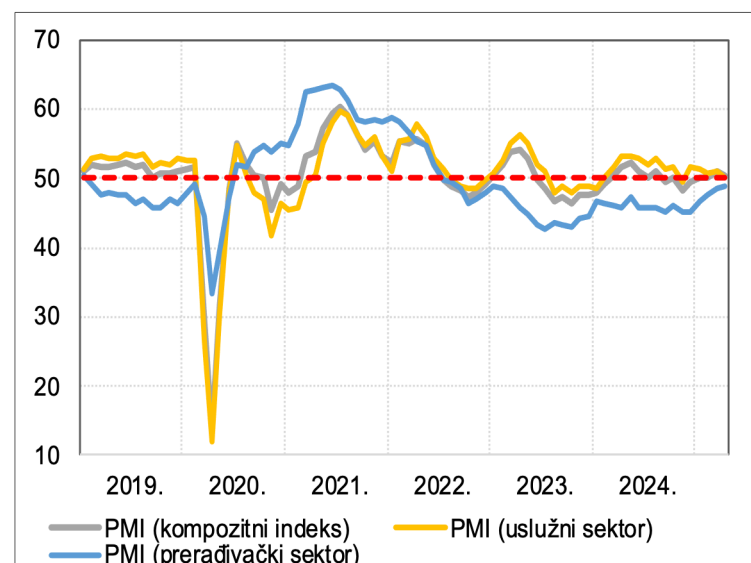
Napomene: Kratica ESB – ožujak odnosi se na ESB-ove projekcije realnog rasta europodručja iz ožujka 2025. (engl. Macroeconomic Projection Exercise, MPE). Kratice SMA (engl. Survey of Monetary Analysts) i SPF (engl. Survey of Professional Forecasters) odnose se na rezultate ESB-ovih anketa tržišnih sudionika iz travnja.

Izvori: Eurostat; ESB

HRVATSKA NARODNA BANKA

EUROSUSTAV

Indeks menadžera nabave u europodručju

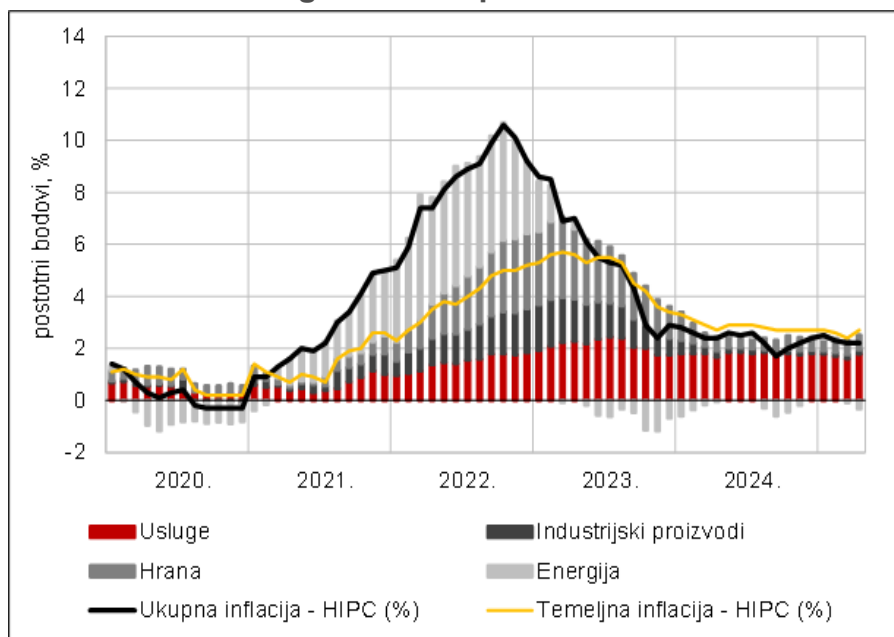


Napomena: Vrijednost indeksa iznad 50 označava ekspanziju, a vrijednost ispod 50 označava kontrakciju gospodarske aktivnosti.

Izvor: S&P Global

Inflacija u europodručju bi početkom naredne godine trebala dostići ciljanu razinu

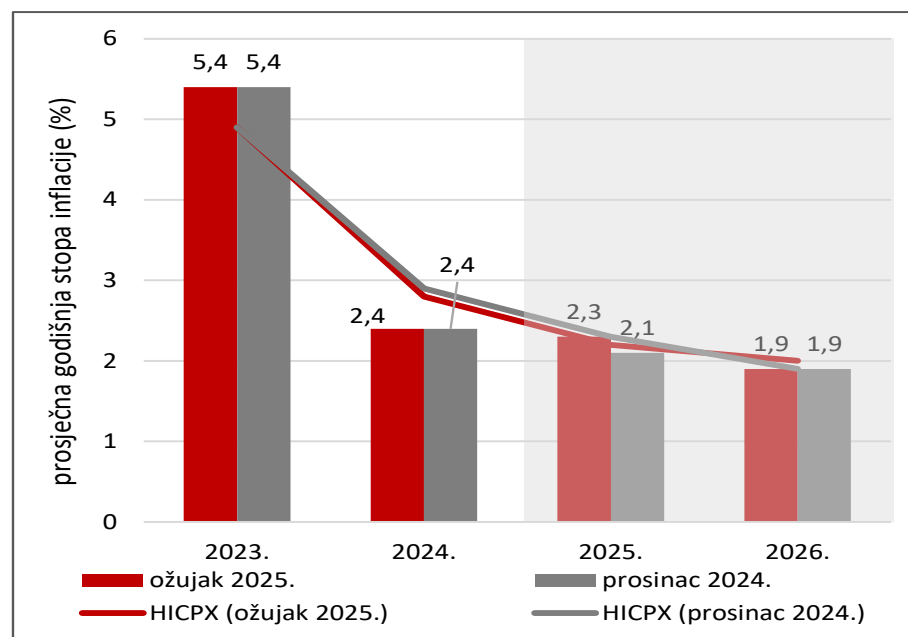
Godišnja stopa inflacije u europodručju i doprinosi glavnih komponenata



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

HRVATSKA NARODNA BANKA
EUROSUSTAV

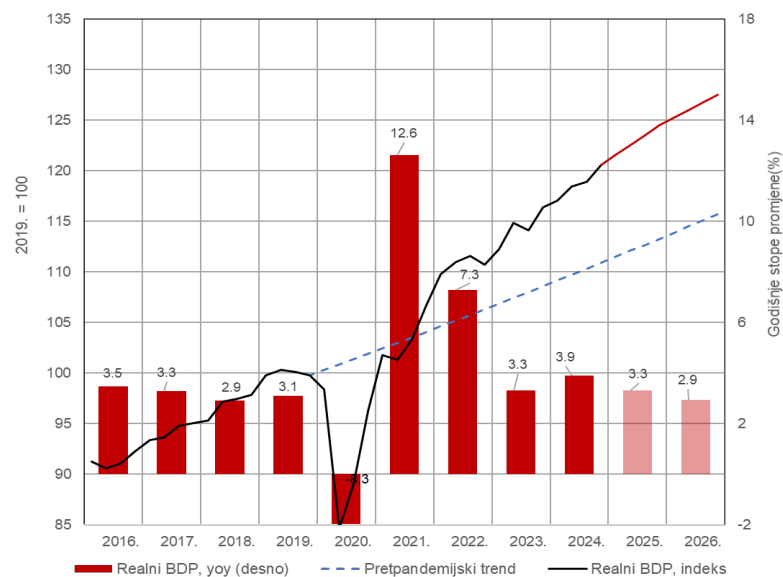
Projekcija inflacije u europodručju



Napomena: Sivo osjenčano područje predstavlja projekciju.
Izvor: ESB

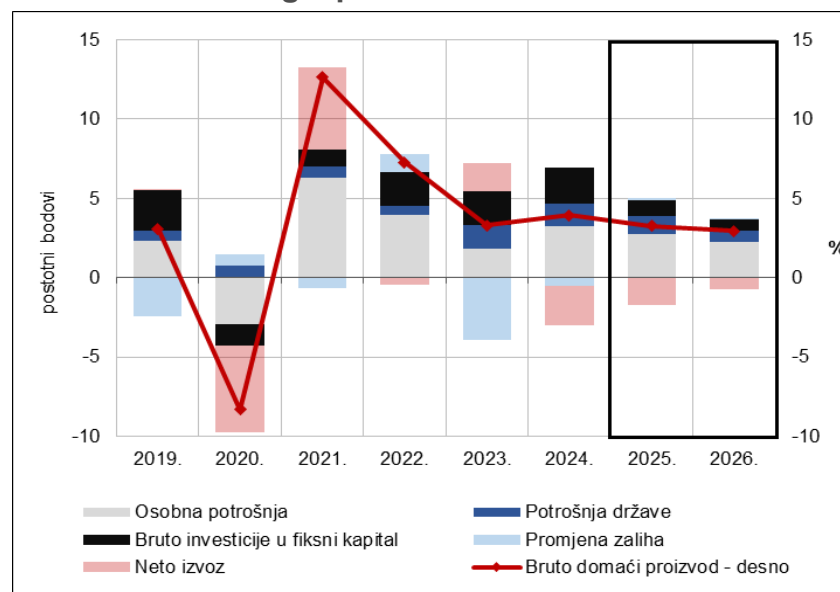
Očekuje se nastavak razmjerno snažnog rasta hrvatskog gospodarstva

Rast BDP-a u odnosu na pretpandemijski trend



Izvori: Eurostat, HNB

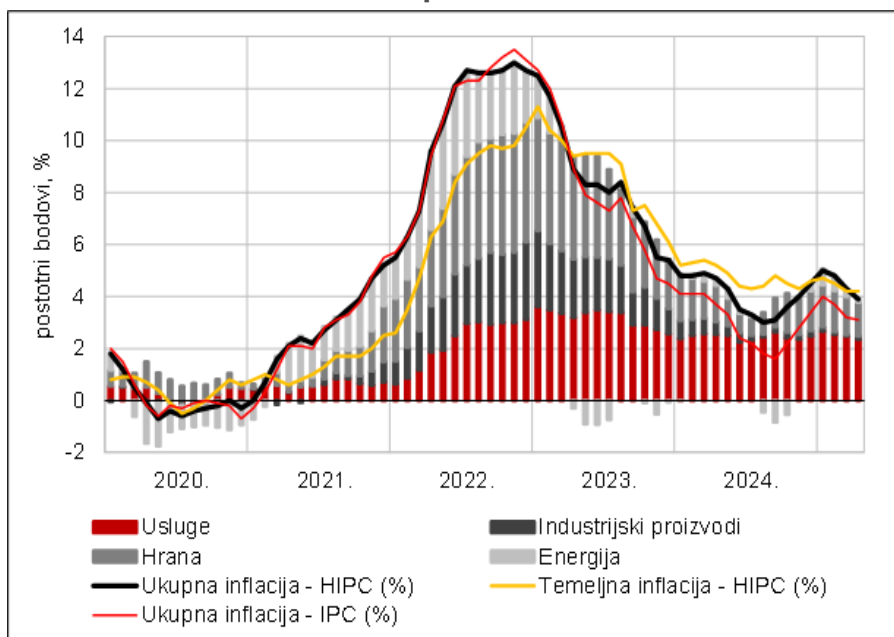
Doprinos sastavnica agregatne potražnje gospodarskom rastu



Izvori: DZS, HNB

Nakon ubrzavanja potkraj 2024. i početkom 2025., inflacija se nastavila usporavati, a slično se očekuje i prema kraju godine

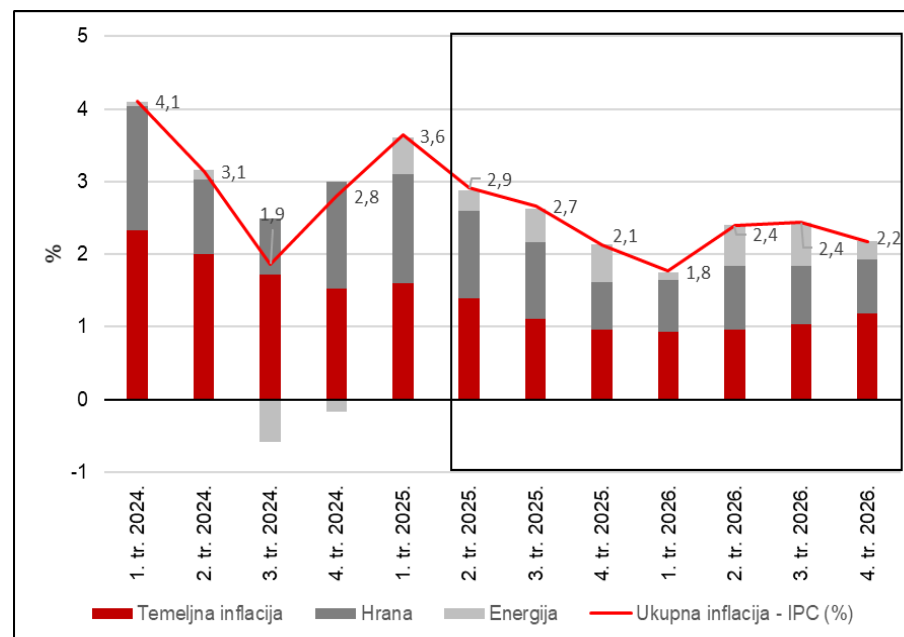
Godišnja stopa inflacije u Hrvatskoj i doprinosi glavnih komponenata



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

HRVATSKA NARODNA BANKA
EUROSUSTAV

Kvartalna projekcija inflacije mjerene IPC-om



Izvor: Eurostat, DZS; izračun HNB-a

Na buduća kretanja i izgled mogli bi sve više utjecati strukturni trendovi (5D)

Deglobalization – deglobalizacija i fragmentacija svjetske trgovine

Defence – izdvajanja za obranu

Demography – demografske promjene i starenje stanovništva

Digitalization – ubrzana digitalna transformacija

Decarbonization – smanjenje emisija i tranzicija na čistu energiju

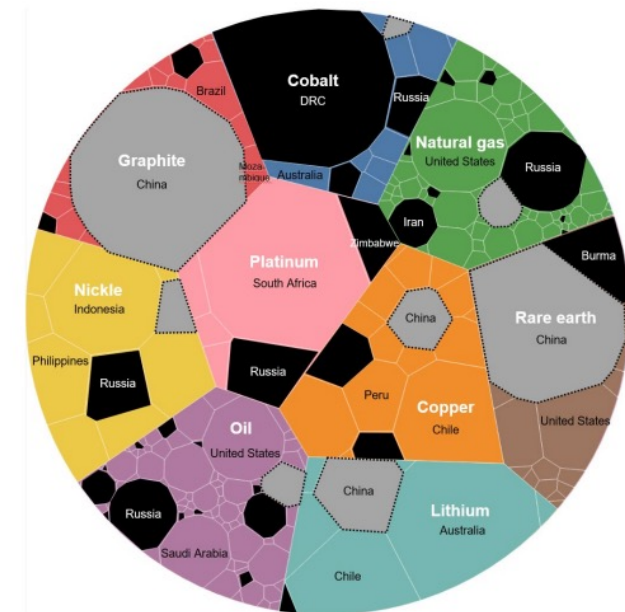
Glavni kanali utjecaja strukturnih činitelja na inflaciju

	Disinflatorni pritisci	Inflatorni pritisci
Cijene dobara	- Uvoz viškova iz Kine - Globalizacija – veća integracija, širenje globalnih lanaca vrijednosti, veća uloga tržišta u razvoju, manja pregovaračka moć radnika - Deglobalizacija – smanjena vanjska potražnja - Digitalizacija – jeftinija ICT roba, poboljšana konkurencija, lakši pristup informacijama, automatizacija	- Fragmentacija u globalnoj trgovini - Povećanje protekcionističkih barijera - Deglobalizacija - viši troškovi energije, rada i drugih inputa proizvodnje - Demografija - ograničena ponuda radne snage zbog starenja stanovništva - Digitalizacija - uspon dominantnih "superstar" poduzeća - Klimatske promjene - prelazak na zelenu energiju - Vojna potrošnja - viši porezi, veća kupovna moć zbog viših dohodaka bez dodatne ponude, viši troškovi energije
Cijene usluga	- Globalizacija u trgovini uslugama - Digitalizacija – jeftinije ICT usluge - Digitalizacija – lakše usporedbe cijena i veća konkurencija - AI, automatizacija i digitalizacija mogu povećati produktivnost i smanjiti troškove, posebno u sektoru usluga	- Viši dohodovni nivo i starenje stanovništva postupno preusmjeravaju domaću potražnju prema uslugama - Ograničena ponuda radne snage zbog starenja može povećati pregovaračku moć radnika - Digitalizacija - uspon dominantnih "superstar" poduzeća - Digitalizacija - razvoj modela personaliziranog određivanja cijena - Klimatske promjene - prelazak na zelenu energiju

Trgovinske napetosti mogle bi ubrzati deglobalizacijske i fragmentacijske trendove koji su u posljednje vrijeme postali sve više izraženi

- Deglobalizacija može utjecati na inflaciju kroz nekoliko kanala:
 1. Cijene energije -> **inflacijski učinak** kroz manju ponudu te **disinflacijski učinak** kroz slabljenje potražnje
 2. Povećani troškovi nabave i proizvodnje -> **inflacijski učinak**
 3. Povećanje troškova radne snage -> **inflacijski učinak**
 4. Smanjena potražnja za domaćim proizvodima i uslugama izvana -> **disinflacijski učinak**
- Fragmentacija -> može imati i **inflacijski** i **disinflacijski** učinak

Svjetska proizvodnja izabranih sirovina

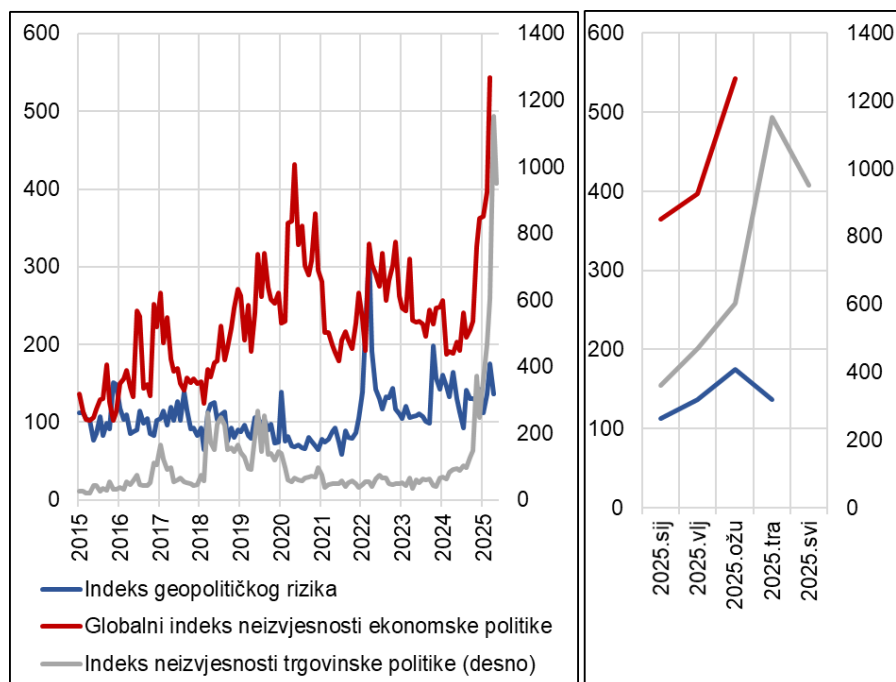


Napomena: Različite sirovine obojane su različitim bojama. Zemlje pod sankcijama obojane su crnom, a Kina sivom bojom.

Izvor: Aiyar, S. et al. (2023.), Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism, IMF Staff Discussion Notes No. 2023/001

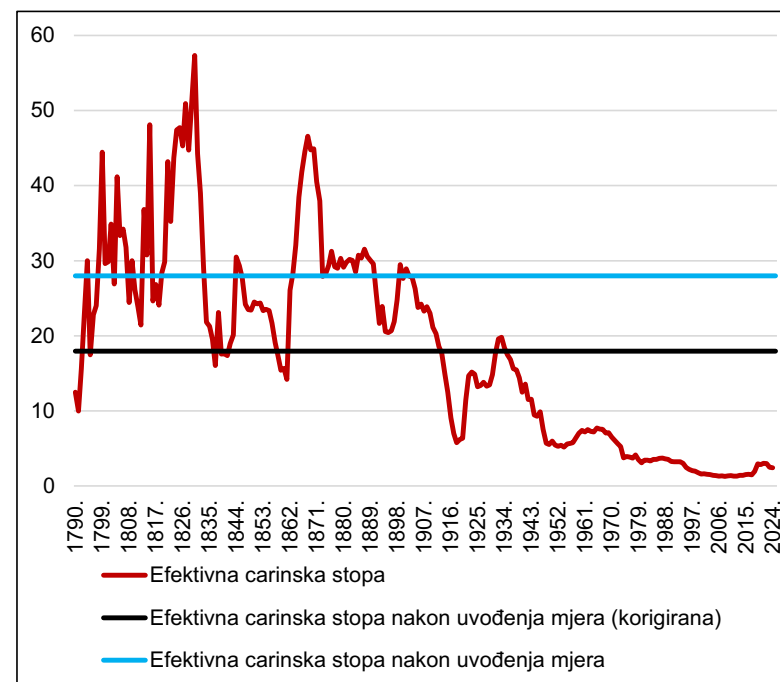
Pritom je i eskalacija trgovinskog rata u travnju također posljedica deglobalizacijskih procesa koji traju već neko vrijeme

Pokazatelji globalne ekonomske neizvjesnosti



Izvor: Global Economic Policy Uncertainty Index (GEPU)

Efektivne carinske stope SAD-a

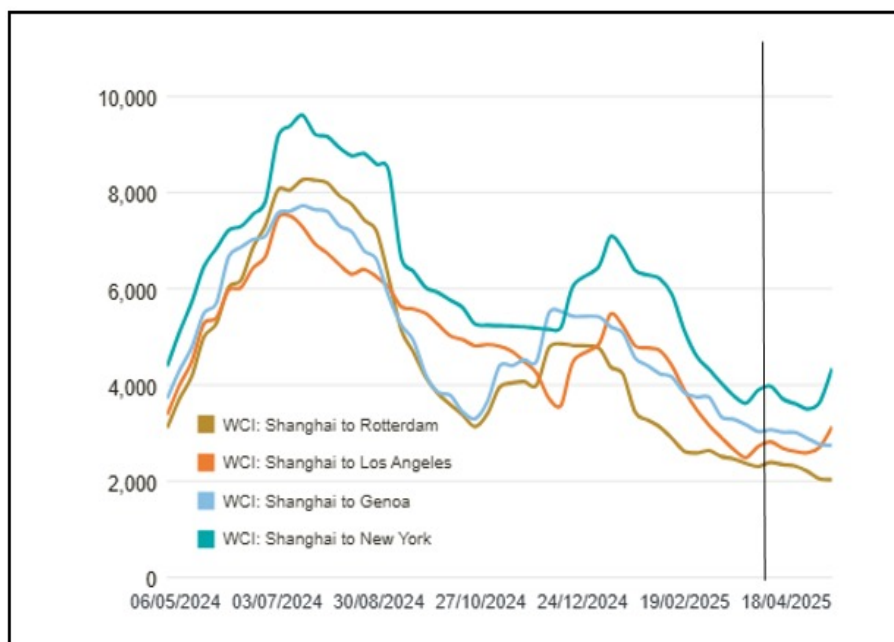


Napomena: Efektivna carinska stopa 15. travnja obuhvaća sljedeće carinske stope: 145% na uvoz kineskih roba, 25% na čelik, aluminij, automobile i automobilske dijelove te privremeno smanjenu globalnu "recipročnu" stopu od 10% (s izuzećima). Efektivna carinska stopa 12. svibnja podrazumijeva sljedeće promjene: sniženu stopu na uvoz kineske robe u iznosu od 30%, rabat na automobilske carine te trgovinski sporazum s Ujedinjenim Kraljevstvom.

Izvor: The Budget Lab at Yale

U kontekstu carinskih napetosti, veća ponuda jeftinih proizvoda iz Kine mogla bi ublažiti pritiske na inflaciju, dok bi rastući troškovi poslovanja i moguće protumjere od strane EU-a mogli djelovati u suprotnom smjeru

Naknade za kontejnerski prijevoz iz Šangaja

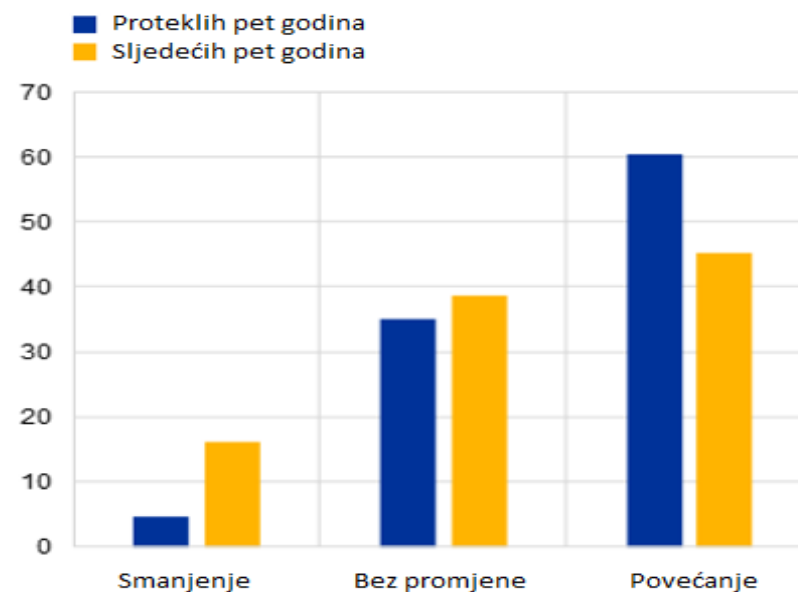


Napomena: Cijena je izražena u USD za 40ft. kontejner. Pad cijena recentno je manje izražen u kontejnerskom prijevozu za Europu u odnosu na SAD, što možda upućuje na preusmjeravanje ponude prema Europi. Recentan porast vozarina prema SAD-u mogao bi biti povezan sa *frontloadingom*.

Okomita crta označava 2. travanj.

Izvor: Drewry World Container Index

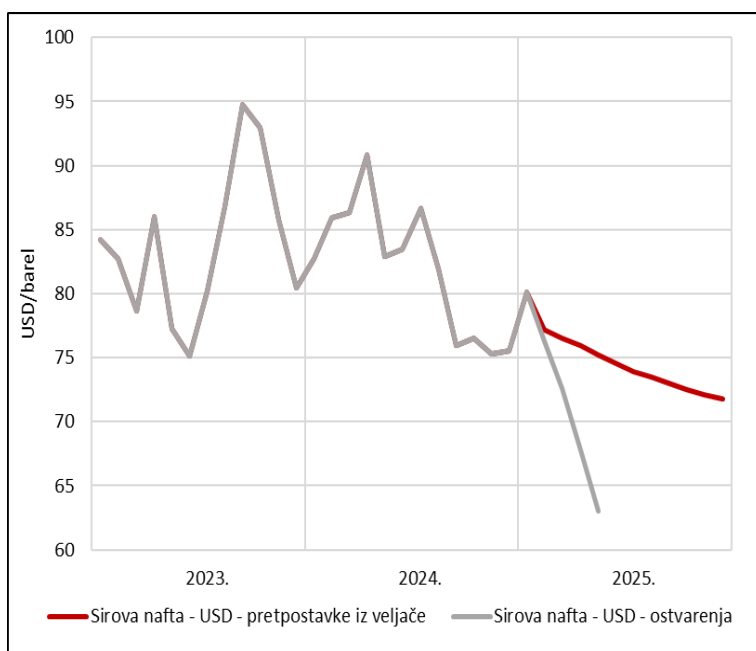
Ukupni utjecaj lokacije proizvodnje i odluka o izvoru inputa na cijene
(postotak odgovora)



Izvor: "Navigating a fragmenting global trading system: insights for central banks", Occasional Paper Series, No 365, ECB

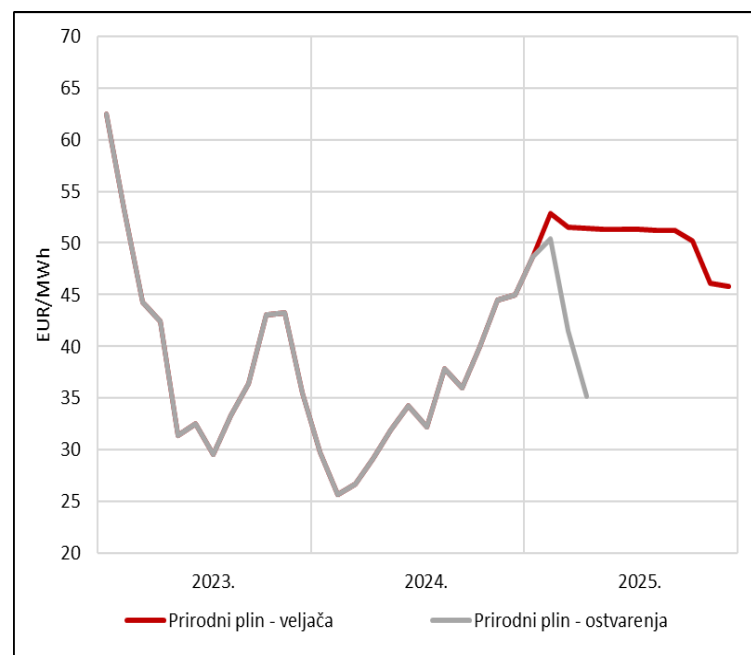
Eskalacija trgovinskih napetosti utjecala je i na pad cijena sirovina

Cijena Brent sirove nafte i
pretpostavke o budućim kretanjima



Izvori: ECB, Bloomberg

Cijena TTF prirodnog plina i
pretpostavke o budućim kretanjima



Izvori: ECB, Bloomberg

Nakon objave recipročnih carina, tržište očekuje brže spuštanje kamatnih stopa ESB-a s podlogom u padu inflacijskih očekivanja

Inf. očekivanja na 1 godinu i ekonomska iznenađenja



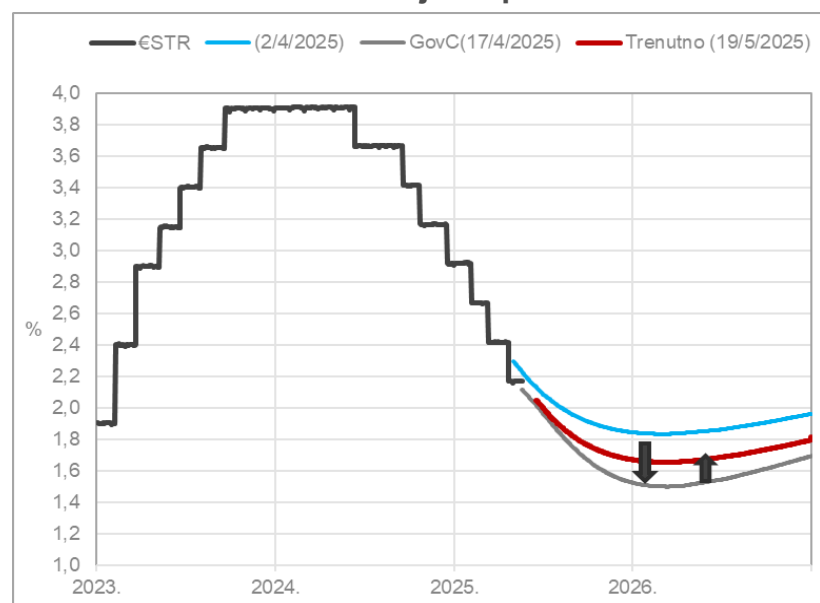
Napomena: Citi Economic Surprise Indeks mjeri razliku između ekonomskih pokazatelja i onoga što se očekivalo. Isprekidana crna linija odnosi se na ESB-ovu ciljane stopu inflacije od 1.86% nastalu korekcijom ciljane stope inflacije za prosječni doprinos kategorije duhana ukupnoj godišnjoj inflaciji.

Izvori: Bloomberg

HRVATSKA NARODNA BANKA

EUROSUSTAV

Terminska krivulja stope €STR

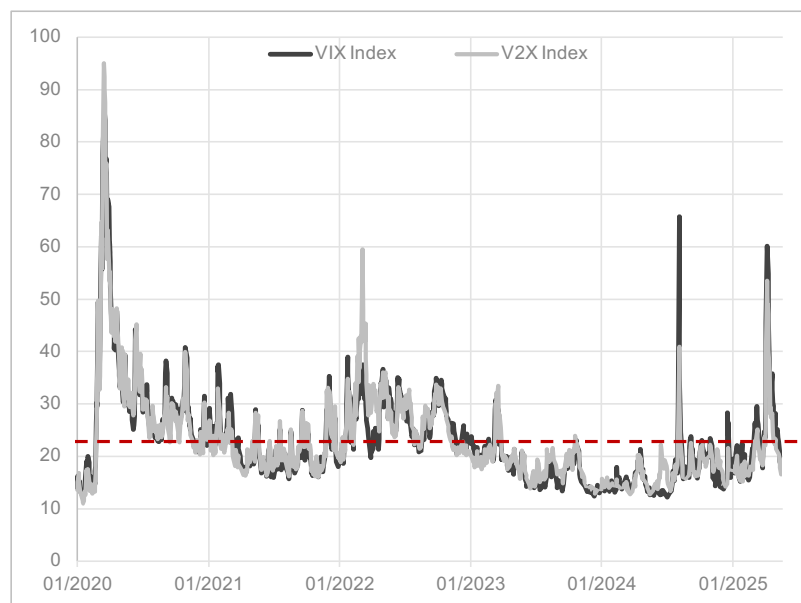


Napomena: Termenska krivulja procjenjuje se s pomoću OIS stope. Zadnji podatak je za 19. svibnja 2025.

Izvori: Bloomberg; ESB; izračun HNB-a

Pauziranje carina i bilateralni pregovori smanjili su nervozu tržišta te su se volatilnost i dionički indeksi vratili na razine prije objave carina

Indeksi volatilnosti



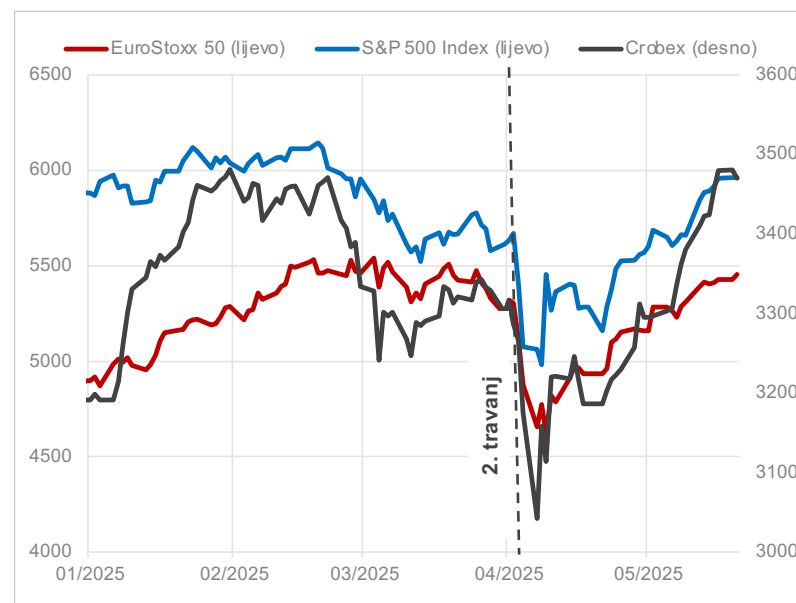
Napomena: VIX indeks pokazuje očekivanu buduću kolebljivost tržišta izvedenu na temelju opcija S&P 500 indeksa, a V2X indeks na temelju opcija Euro Stoxx 50 indeksa. Prikazane su najviše vrijednosti u jednom danu. Crvenom isprekidanoj linijom označen je prosjek u promatranom periodu.

Izvor: Bloomberg

HRVATSKA NARODNA BANKA

EUROSUSTAV

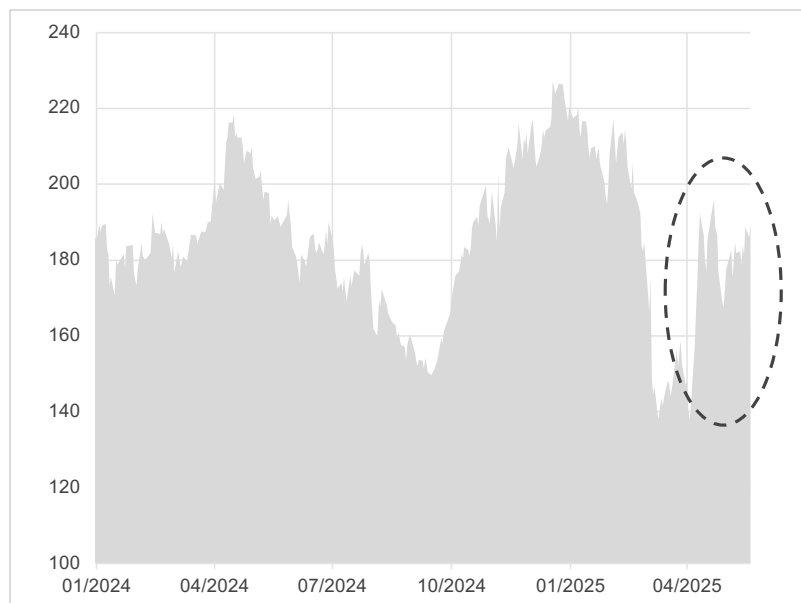
Dionički indeksi



Izvor: Bloomberg

‘Posljedice’ su, međutim, i dalje vidljive na američkim obveznicama i dolaru potičući sumnje da bi moglo doći do trajnijeg narušavanja povjerenja u dolarsku imovinu

US-DE 10god. diferencijal (bazni bodovi)



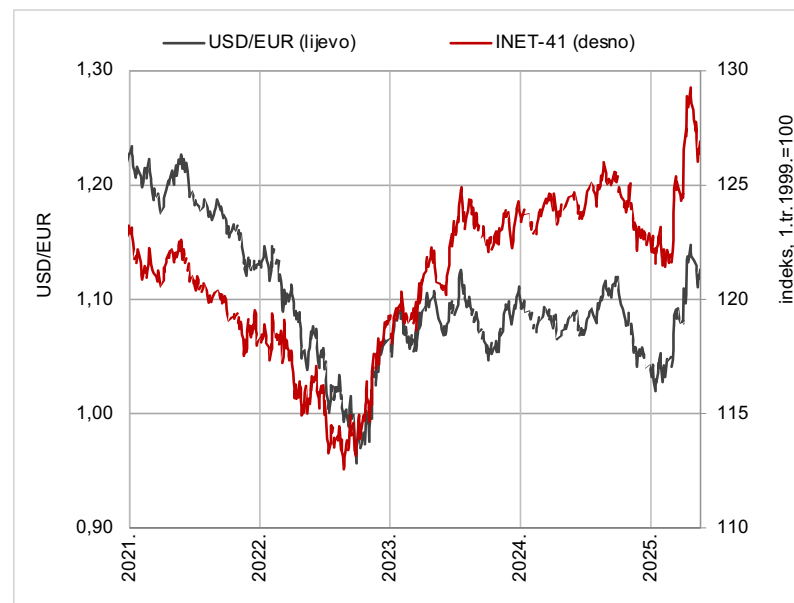
Napomena: Diferencijal predstavlja razliku desetogodišnjeg prinosa na američke i njemačke obveznice.

Izvor: Bloomberg

HRVATSKA NARODNA BANKA

EUROSUSTAV

USD/EUR i nominalni efektivni tečaj eura



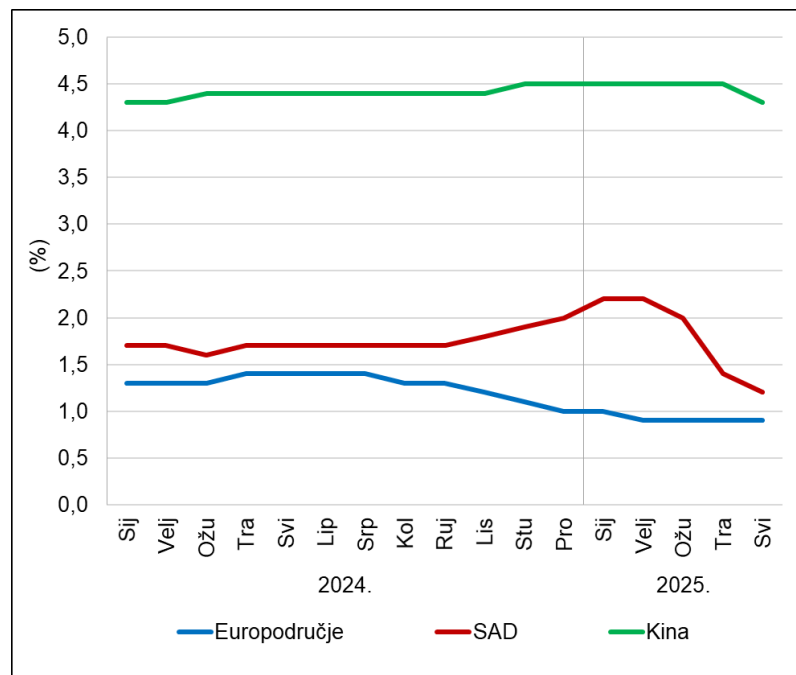
Napomena: INET-41 je indeks nominalnoga efektivnog tečaja eura prema 41 najvažnijem trgovinskom partneru europskog područja. Rast tečaja predstavlja aprecijaciju eura.

Izvori: ESB

Zbog uvođenja carina revidirana su tržišna očekivanja vezana uz gospodarski rast i inflaciju, najviše za SAD

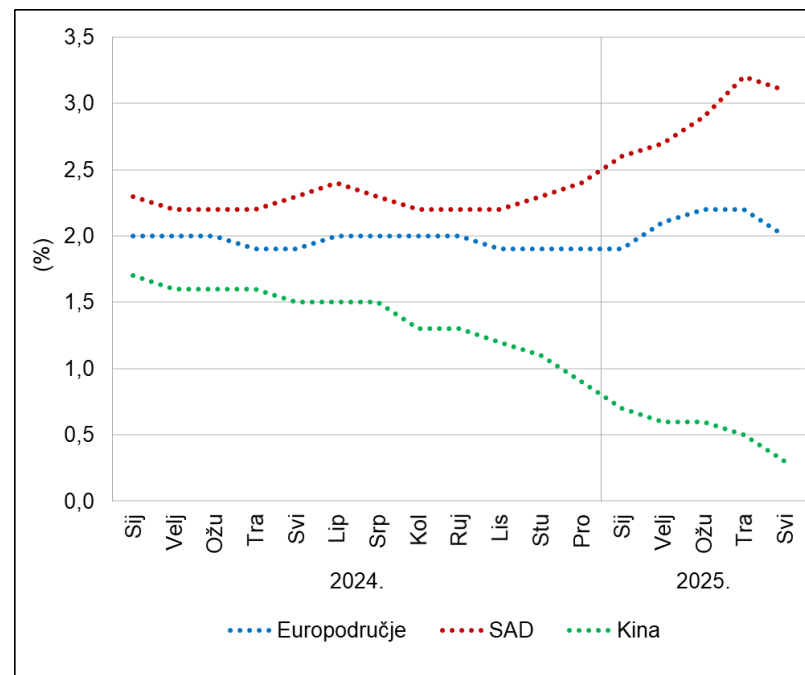
16

Projekcije gospodarskog rasta u 2025. godini



Napomena: Podaci predstavljaju projekcije iz različitih izdanja Consensus forecast-a.
Izvor: Consensus Forecast

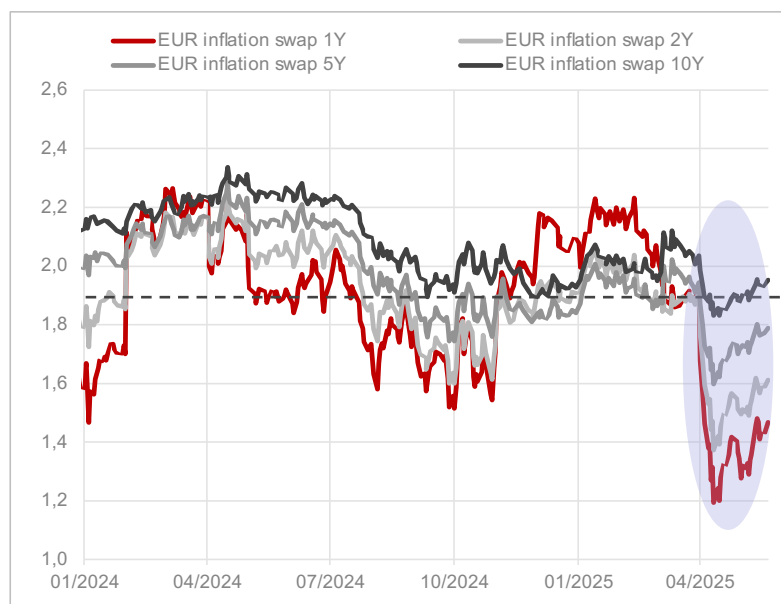
Projekcije godišnje inflacije u 2025. godini



Napomena: Podaci predstavljaju projekcije iz različitih izdanja Consensus forecast-a.
Izvor: Consensus Forecast

Sudionici na financijskim tržištima očekuju usporavanje inflacije u europodručju

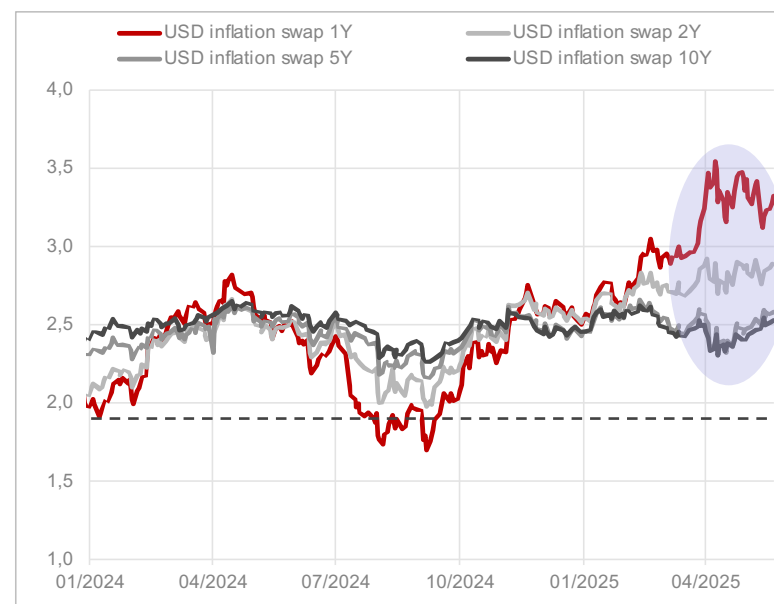
ILS (inflation linked swaps) spot stope u EA



Napomena: Isprekidana crna linija odnosi se na ESB-ovu ciljnu stopu inflacije od 1.86% nastalu korekcijom ciljane stope inflacije za prosječni doprinos kategorije duhana ukupnoj godišnjoj inflaciji.

Izvori: Bloomberg

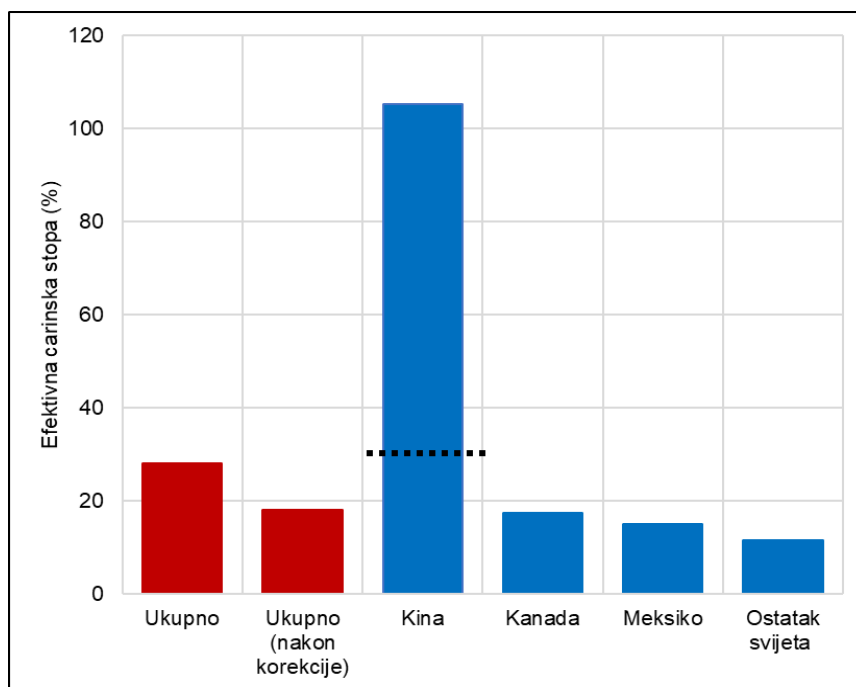
ILS spot stope u US



Izvori: Bloomberg

Napredak u pregovorima sa SAD-om mogao bi rezultirati manjim efektivnim carinama pa bi i učinci na globalni rast i inflaciju mogli biti blaži

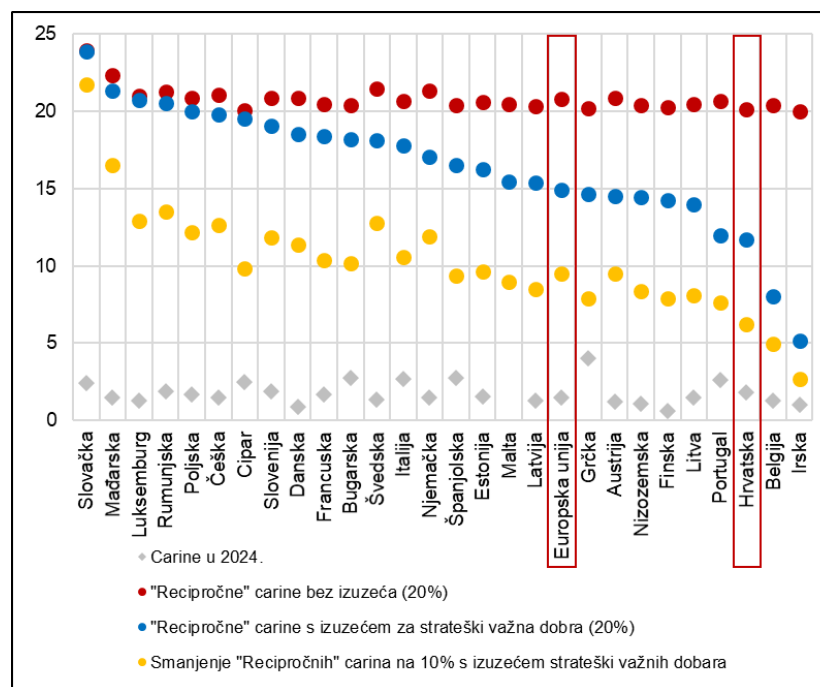
Efektivne carinske stope za odabrane zemlje



Napomena: Ukupna efektivna carinska stopa izračunata je kao ponderirani prosjek carinskih stopa najavljenih 2. travnja 2025. uz pretpostavku nepromijenjenih trgovinskih obrazaca, a stopa nakon korekcije uzima u obzir očekivane prilagodbe u trgovinskoj strukturi, odnosno promjene udjela pojedinih zemalja nakon implementacije carina. Isprekidana linija predstavlja carinsku stopu oko koje je postignut dogovor s Kinom i koja će biti u primjeni u prijelaznom 90-dnevnom razdoblju.

Izvor: The Budget Lab at Yale at Yale

Efektivne carinske stope za članice Europske unije

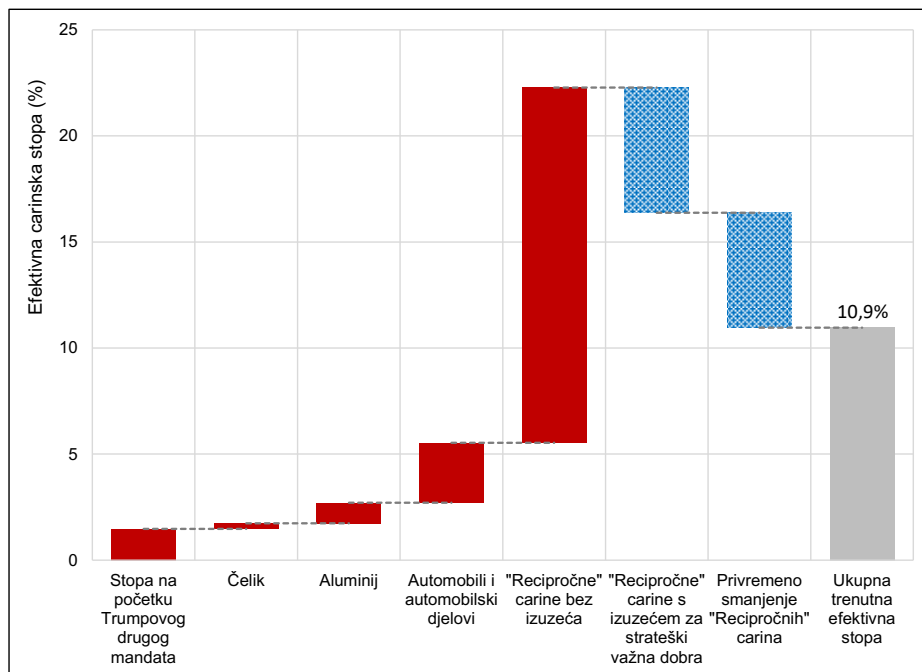


Napomena: "Recipročna carina" od 20% uvedena je 2. travnja uz izuzeće strateških proizvoda (lijekovi, kemijski proizvodi, poluvodiči, čipovi, gorivo, drvo, rijetke minerale) te proizvoda koji su već podložni carinama, kao što su čelik, aluminij i automobili. Te su carine 9. travnja privremeno smanjene na 10%.

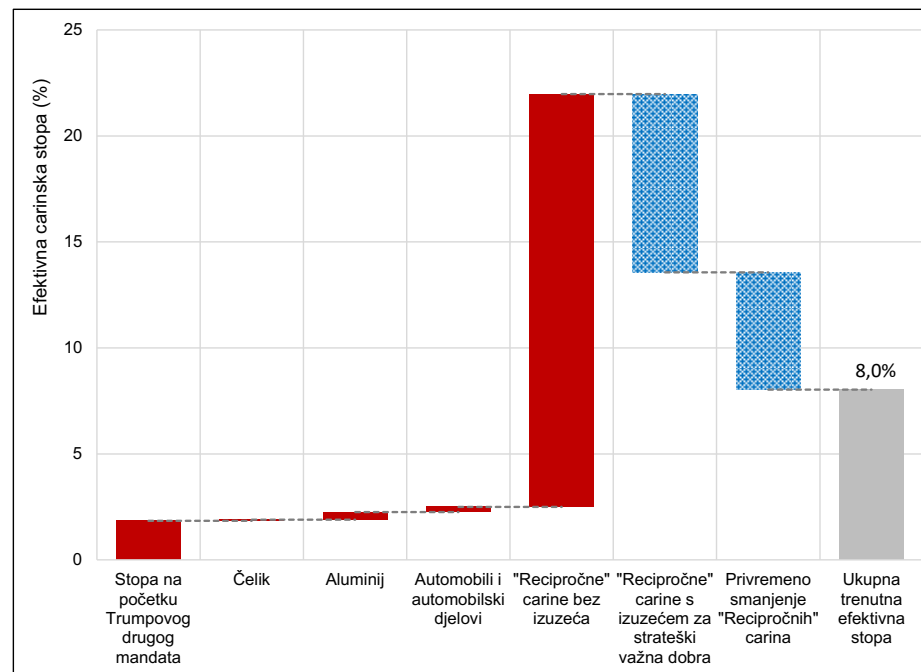
Izvor: WITS; Comext; Federal register, izračun HNB-a

Izuzeće strateških proizvoda i 90-dnevna odgoda tzv. „recipročnih carina” donijeli su privremeno olakšanje europskim izvoznicima

Efektivna carinska stopa na uvoz iz Europske unije



Efektivna carinska stopa na uvoz iz Hrvatske

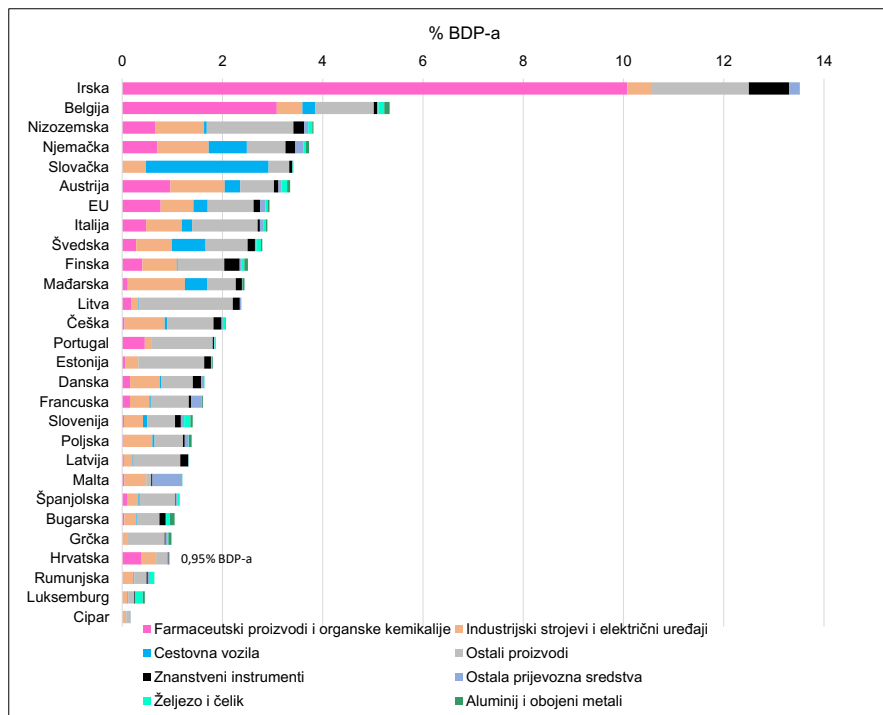


Napomena: "Strateški važna dobra" uključuju farmaceutske i kemijske proizvode, mikročipove, energente, drvo, bakar, rijetke minerale i drugo. Stopa carina prije Trumpa preuzeta je iz WITS baze (za 2022./2023. godinu), a ostale su izračunate na temelju informacija iz službenih pravnih dokumenata i Comext podataka o EU izvozu u SAD (2024.)

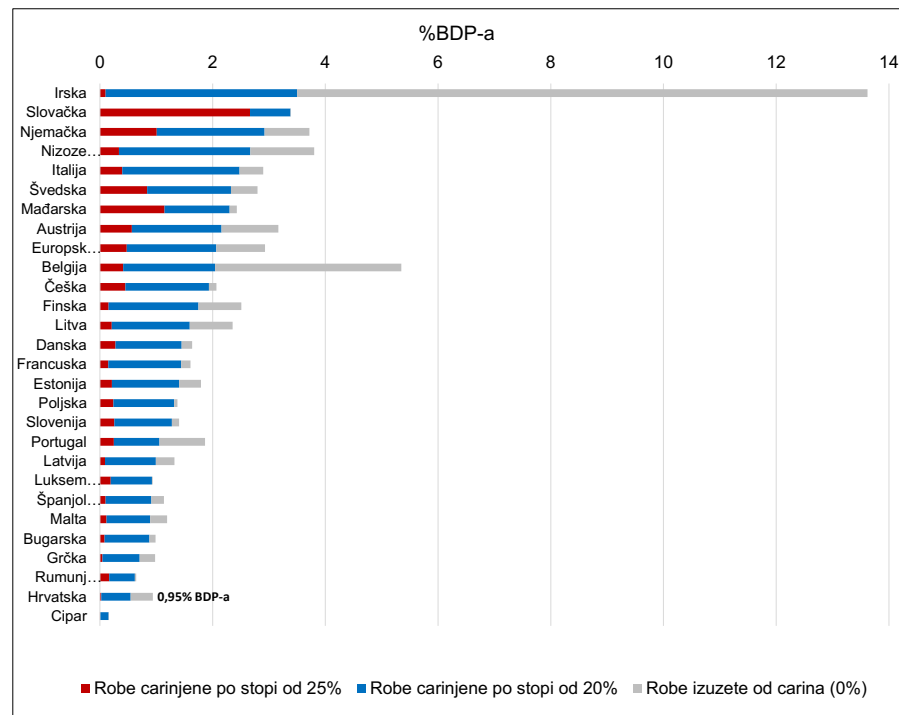
Izvori: WITS; Comext; izračun HNB-a

Pritom, kada se uzmu u obzir izuzeća strateških proizvoda, poglavito farmaceutike, prosječna izloženost članica EU-a nije velika

Izvoz EU zemalja u SAD, struktura po proizvodima



Izvoz EU zemalja u SAD, struktura po opterećenju carinama

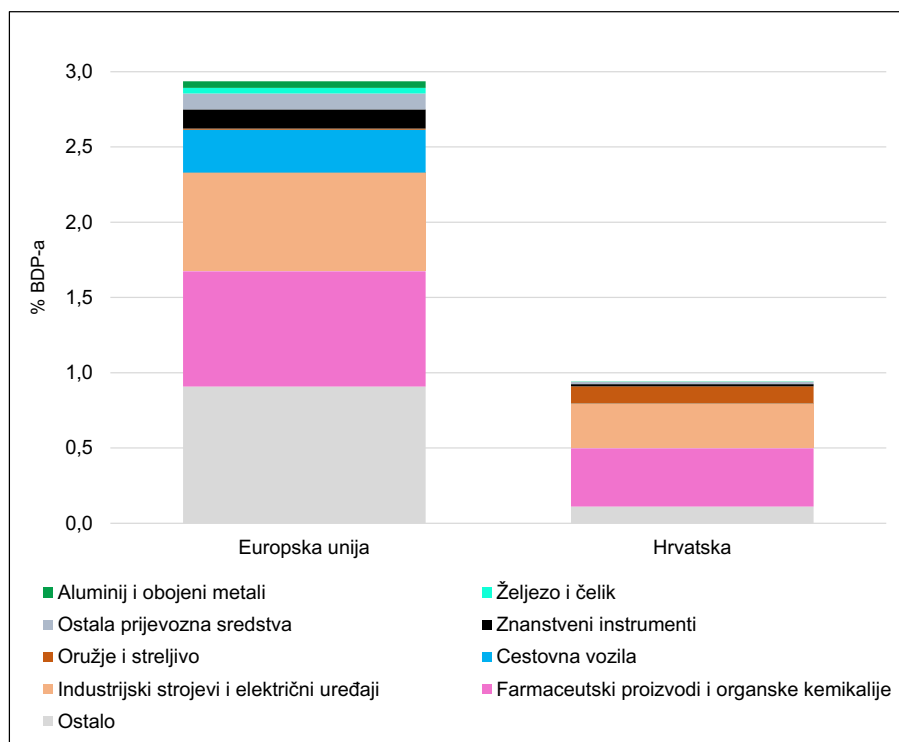


Napomena: Carinska stopa od 25% primijenjena je na željezo, čelik i određene proizvode izrađene od tih materijala, kao i na automobile i automobilske dijelove. Proizvodi koji su izuzeti od carina (0%) obuhvaćaju farmaceutičke i kemijske proizvode, mikročipove, energente, drvo, bakar, rijetke minerale i druge slične robe. Za sve ostale proizvode primjenjuje se "Recipročna" carinska stopa u iznosu od 20%.

Izvori: WITS; Comext; izračun HNB-a

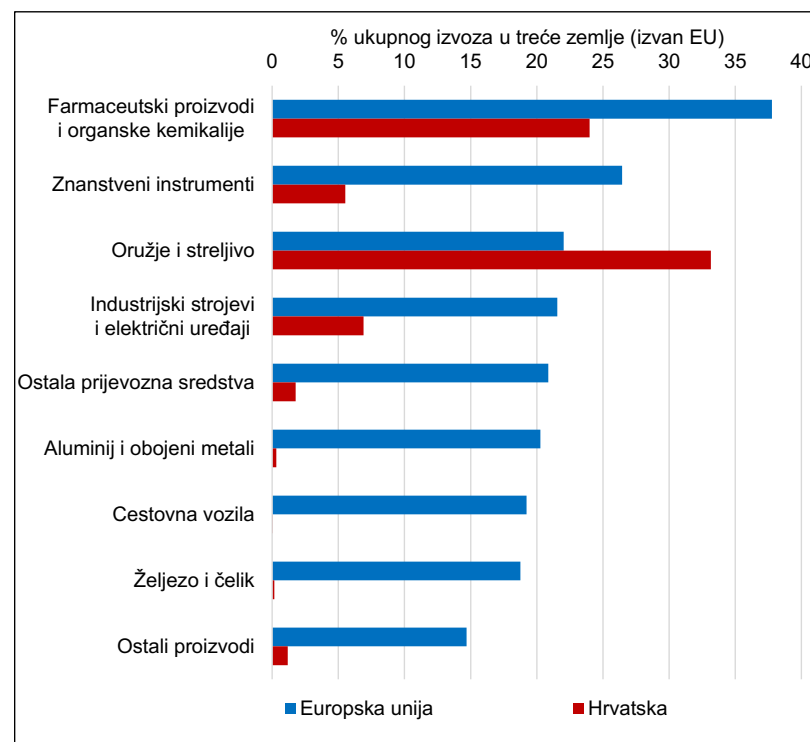
Međutim, iako je izravna izloženost ograničena, negativni učinci potencijalnih carina mogli bi biti primjetni u nekim sektorima

Struktura robnog izvoza u SAD, 2024.



Izvor: Eurostat

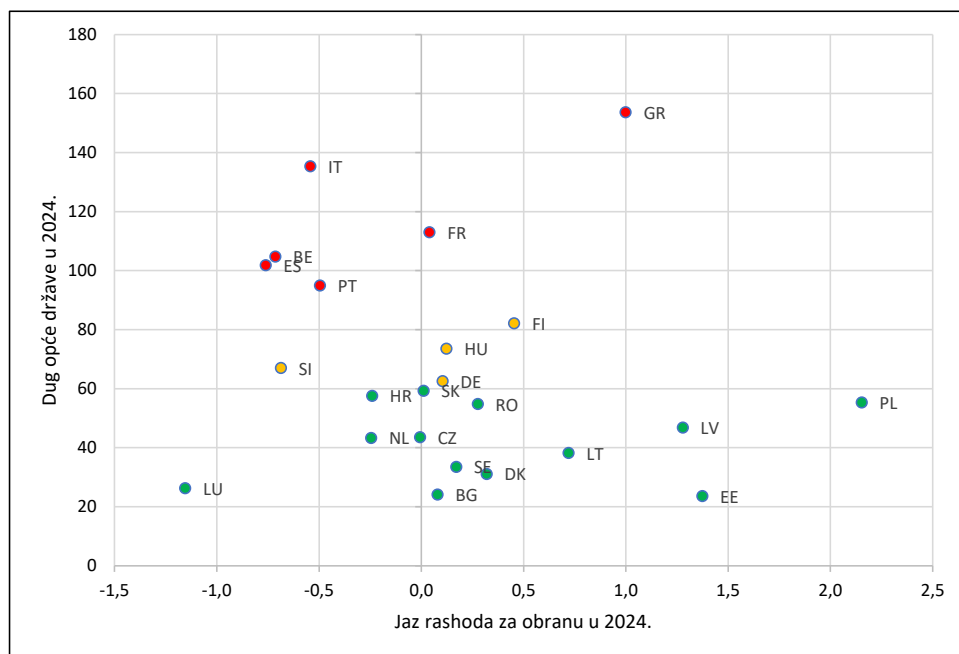
Udio SAD-a u ukupnom izvozu izvan EU-a



Izvor: Eurostat

Geopolitičke promjene potiču i veća izdvajanja za obranu, što bi moglo potaknuti gospodarski rast, ali i donekle pridonijeti inflatornim pritiscima

Dug opće države i jaz rashoda za obranu u EU



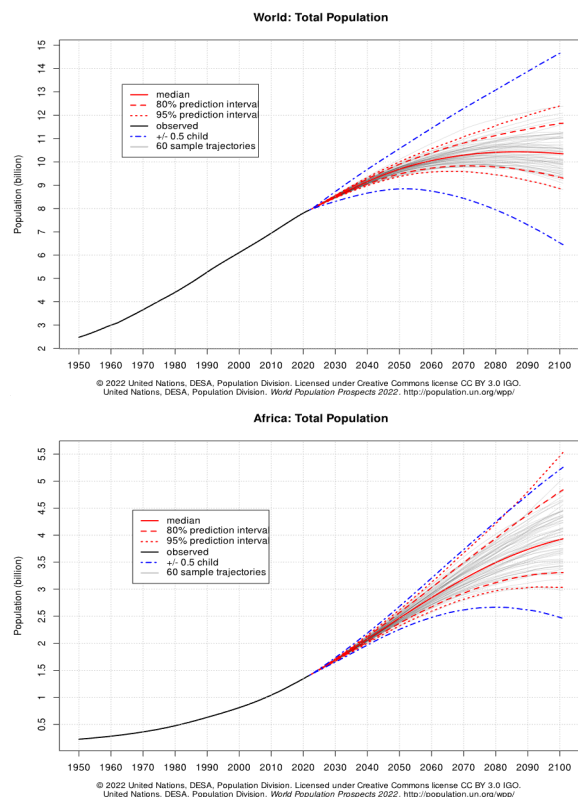
Napomena: Jaz rashoda za obranu računa se kao razlika trenutnih izdvajanja za obranu od postavljenog NATO cilja od 2%. Boje označavaju različit stupanj zaduženosti sukladno novim fiskalnim pravilima: zelena (najmanji rizik, < 60%), narančasta (srednji rizik, 60%-90%) i crvena (visoki rizik, > 90%).

Izvor: Eurostat

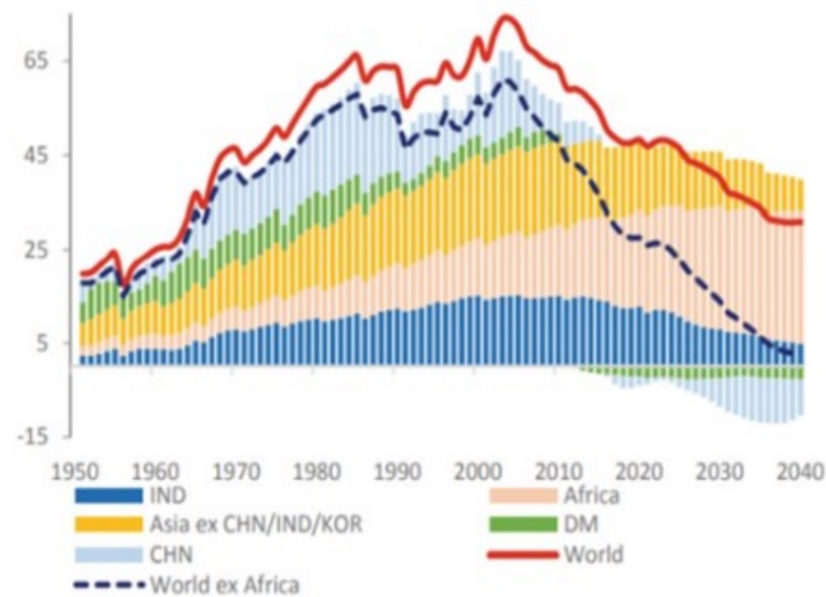
Učinak na realni rast i inflaciju kratkoročno bi mogao biti prigušen jer:

1. uvozna ovisnost kod vojne potrošnje smanjuje veličinu multiplikatora
2. postoji rizik od povećanja premije rizika (negativna percepcija tržišta),
3. rizik od financiranja vojne potrošnje kroz veće poreze ili smanjenje ostalih rashodnih kategorija,
4. slaba iskorištenost kapaciteta u pojedinim zemljama ublažava inflatorne pritiske.

Daljnji pad radne snage u razvijenim zemljama mogao bi djelovati na rast troškova rada



Radno sposobno stanovništvo



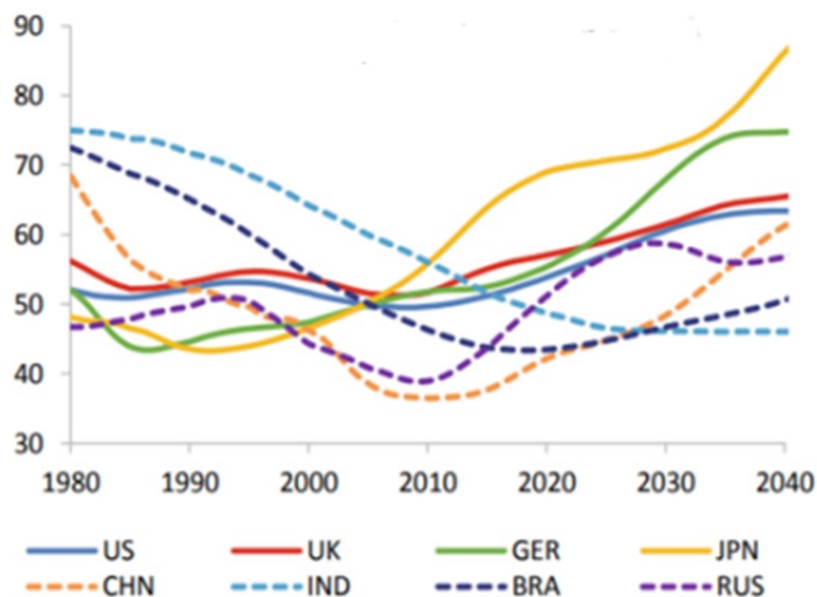
Izvor: UN Population Statistics

HRVATSKA NARODNA BANKA

EUROSUSTAV

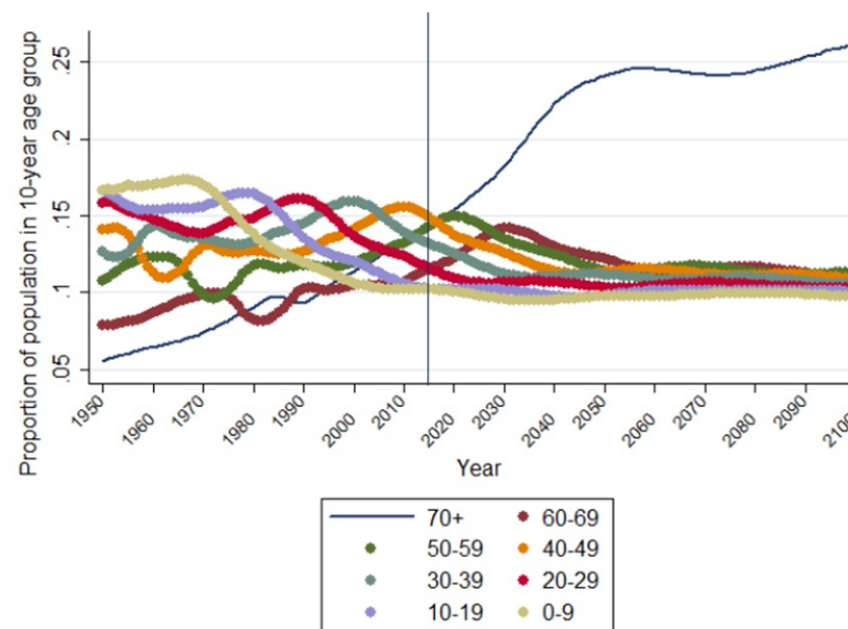
No s druge strane, starenje stanovništva i povećanje očekivane životne dobi povećava stopu štednje, što smanjuje inflacijske pritiske

Broj stanovnika ovisnih o radno sposobnom stanovništvu



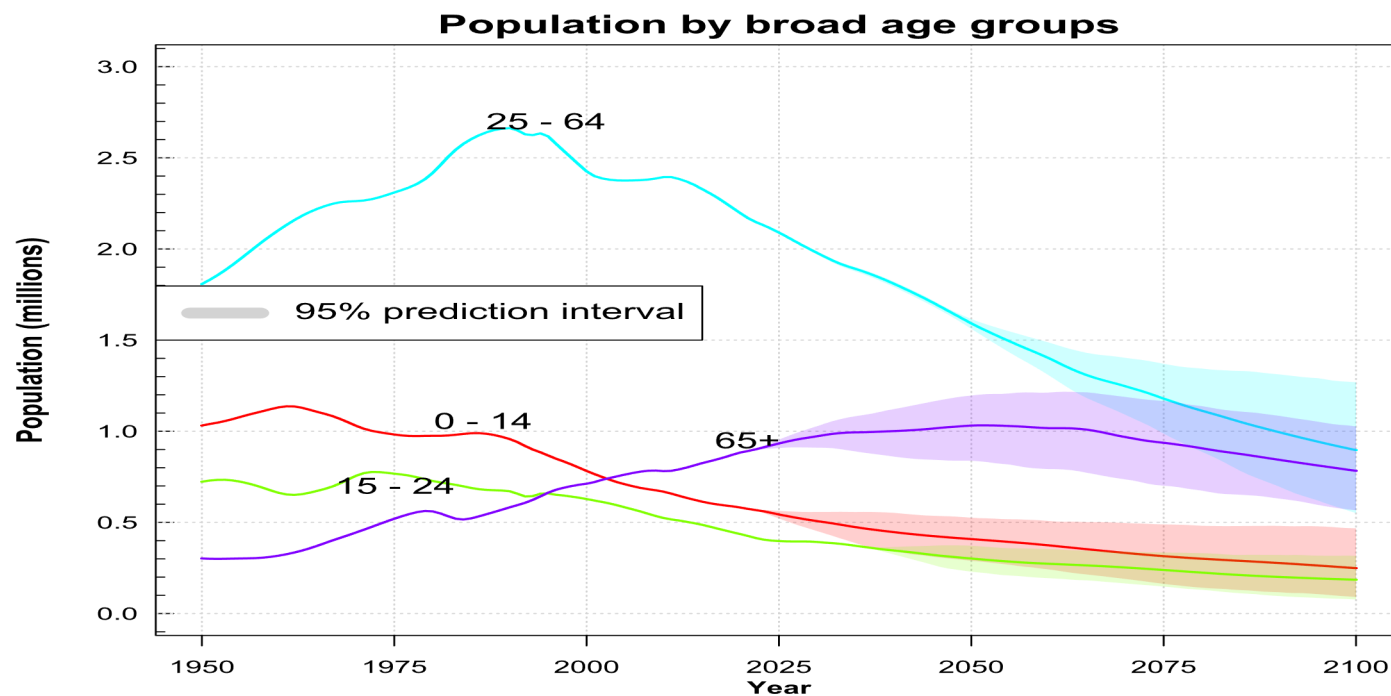
Napomena: Broj na Y osi odnosi se na broj ovisnih osoba na 100 radno sposobnih osoba.
Izvor: UN Population Statistics

Demografska struktura europodručja



Napomena: Vertikalna linija označava trenutak u vremenu u kojem je udio osoba starijih od 70 godina postao najveći
zvor: UN Population Statistics

Porast udjela starijeg stanovništva i pogoršanje dobne strukture stanovništva očekuje se i u Hrvatskoj



© 2022 United Nations, DESA, Population Division. Licensed under Creative Commons license CC BY 3.0 IGO.
United Nations, DESA, Population Division. *World Population Prospects 2022*. <http://population.un.org/wpp/>

HRVATSKA NARODNA BANKA

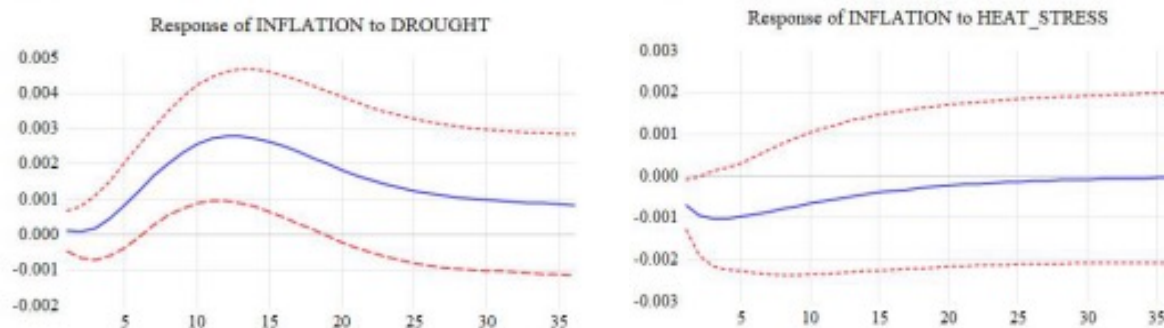
EUROSUSTAV

Klimatske promjene i s njima povezane politike nose znatne rizike za kretanje inflacije

- **climateflation** – prirodne katastrofe i nepovoljni vremenski uvjeti mogu utjecati na gospodarsku aktivnost i cijene – posljedica fizičkih rizika klimatskih promjena
- **greenflation** – prijelaz na zelene tehnologije vjerojatno će dovesti do značajnog povećanja potražnje za određenim sirovinama čija je opskrba ograničena, što utječe na cijene (npr. za otvaranje rudnika potrebno je 5 do 10 godina; neusklađenost potražnje i ponude) – posljedica zelene tranzicije
- **fossilflation** – borba protiv klimatskih promjena čini fosilna goriva skupljima zbog uvođenja poreza na ugljik kroz koji se jasnije očituje njihov štetan utjecaj na okoliš – posljedica zelene tranzicije

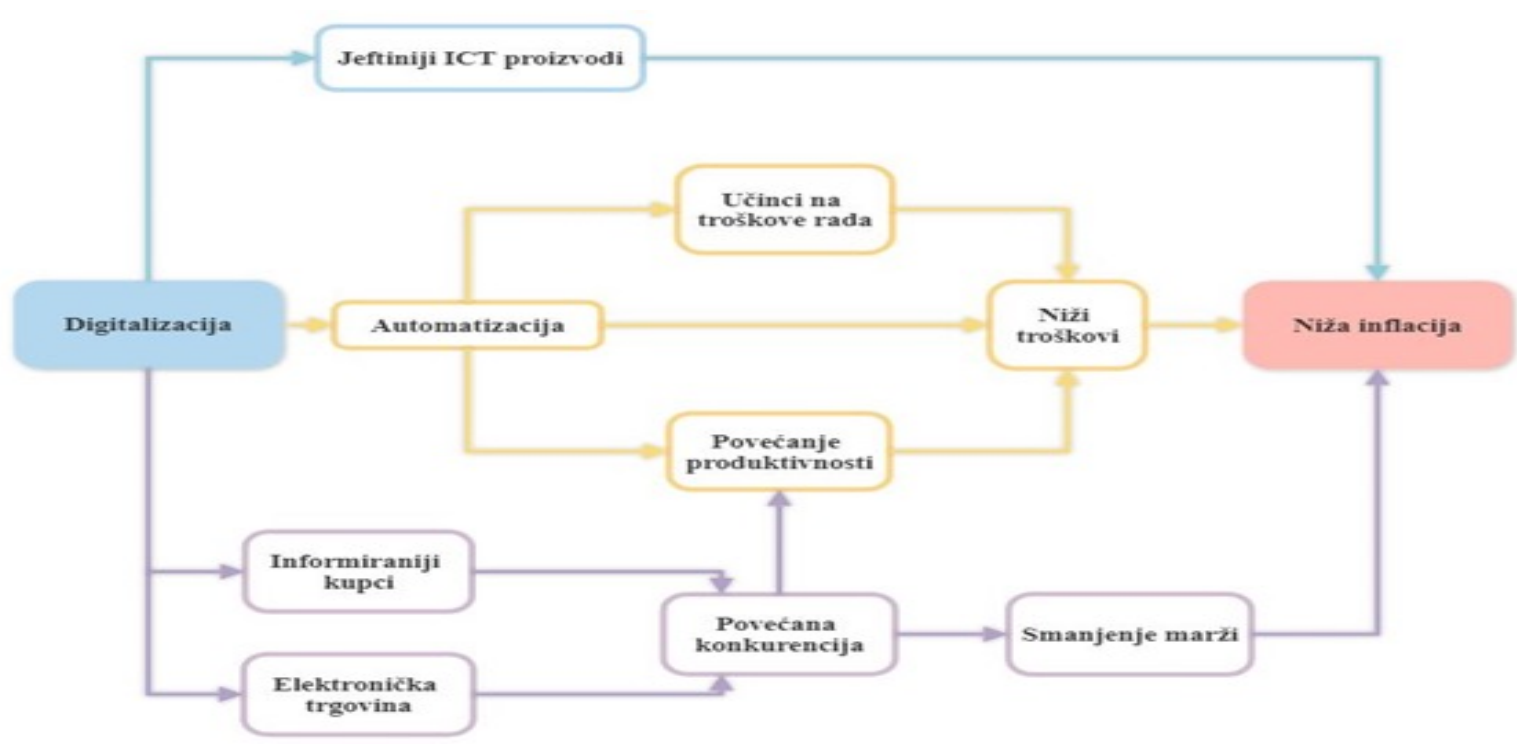
Klimatske promjene utječu i na inflaciju u Hrvatskoj, prije svega u slučaju sušnih ljeta

- Analiza utjecaja fizičkih klimatskih rizika kroz razne vremenske ekstreme na cijene u Hrvatskoj pokazuje da:
 - suše imaju najizraženiji utjecaj na inflaciju, uzrokujući trajniji porast cijena
 - utjecaj izrazito visokih temperatura na inflaciju, iako statistički nije značajan, sugerira da bi taj utjecaj mogao biti negativan, što ukazuje na to da vrućine uglavnom djeluju na cijene putem smanjenja potražnje



Izvor: Škrinjarić, T. (2023.), *Kratkoročni i srednjoročni učinci ekstremnih vremenskih prilika na hrvatsko gospodarstvo*, HNB Istraživanja, I-71

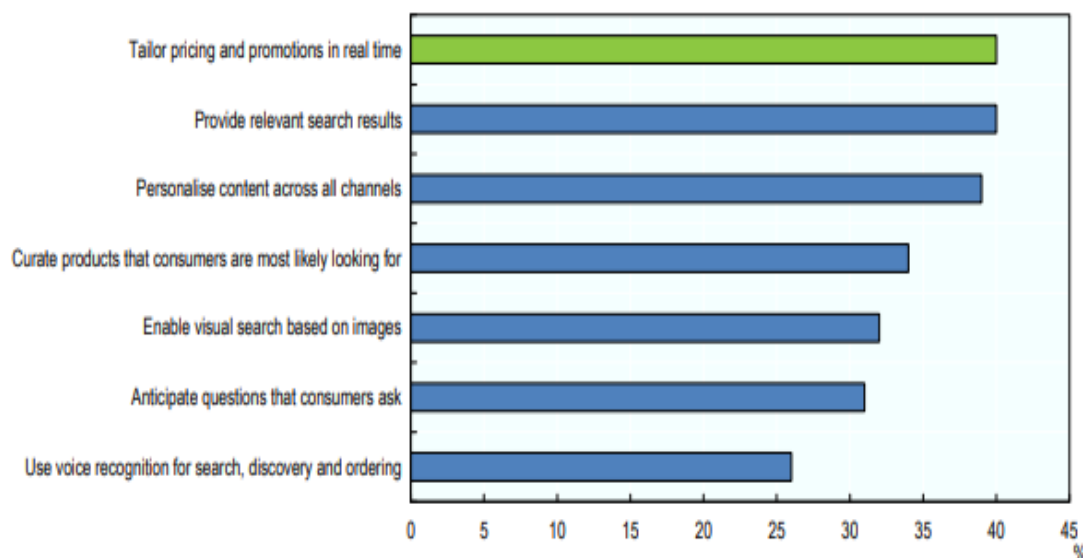
Digitalizacija može djelovati na smanjenje inflacije putem tri glavna kanala



Izvor: Sveriges Riksbank (2015.), *Digitalisation and inflation*, Monetary Policy Report (veljača), 55. – 59.

Međutim, u zadnje vrijeme personalizirano određivanje cijena sve je učestalije, što ima inflatorne učinke

Korištenje umjetne inteligencije za personalizaciju iskustva potrošača



Napomena: Bazirano na anketi više od 500 tradicionalnih poduzeća u maloprodaji
Izvori: Hogan, K. (2018), Consumer Experience in the Retail Renaissance: How Leading Brands Build a Bedrock with Data

- Personalizirano određivanje cijena može povećati tržišnu moć poduzeća omogućujući im da naplaćuju više cijene potrošačima s većom spremnošću na plaćanje, čime potiču inflaciju
- Uz personalizirano određivanje cijena, poduzeća se mogu učinkovito uključiti u cjenovnu diskriminaciju, što često dovodi do viših prosječnih cijena, osobito od strane bogatijih potrošača koji si to mogu priuštiti, čime se povećava opća razina cijena



Hvala na pozornosti!