

# KVARTALNI IZGLEDI

HRVATSKE UDRUGE POSLODAVACA



**HUP**

Hrvatska udruga poslodavaca

7. svibnja 2024.



# KVARTALNI IZGLEDI

- 1. Sažetak**
- 2. HORIZONTI Hrvatska: BDP će u 2024. godini rasti 3,5%**
- 3. HORIZONTI Hrvatska: Za stabilan rast nužno rasteretiti rad i pojačati privatne investicije**
- 4. HORIZONTI Hrvatska: Proračun je stabilan, a 'lokalci' u suficitu**
- 5. HORIZONTI Hrvatska: Rast kreditnog rejtinga na A razinu?**



# **KVARTALNI IZGLEDI**

**6. Globalni HORIZONTI: Svjetlo na kraju tunela? Njemačka se oporavlja, SAD dižu ritam**

**7. Globalni HORIZONTI: ESB spušta deponitnu stopu na 3% do proljeća 2025.?**

**8. Globalni HORIZONTI: Analiza ključnih prijetnji globalnoj ekonomiji**

**9. Burzovni HORIZONTI: Tri scenarija za cijenu nafte, cijena plina raste na 35 eura po MWh**

**10. Burzovni HORIZONTI: Cijene prehrambenih sirovina nastavljaju pad**

**11. HORIZONTI: Ključne prognoze**



## Sažetak

BDP je u prvom kvartalu 2024. vjerojatno rastao 4,7% na godišnjoj razini zahvaljujući osobnoj potrošnji i javnim građevinskim projektima sufinanciranim iz EU fondova. Ubrzanje rasta osobne potrošnje odražava snažan realni rast plaća i ostalih primanja zaposlenih uz solidan rast zaposlenosti, uzlet potrošačkog kreditiranja i snažan start turističke sezone pred raniji Uskrs. **Procjenu rasta BDP-a u 2024. povisili smo na 3,5% (ranije 2,5%) zahvaljujući oporavku vanjskotrgovinskih partnera u nastavku godine, izrazito ekspanzivnoj pred-izbornoj fiskalnoj politici, robusnom tržištu rada te snažnijoj inozemnoj turističkoj potražnji u korist izvoza i osobne potrošnje.** Snažnija turistička sezona, kao pokretač potrošnje, može dodatno ubrzati rast BDP-a.

S obzirom da u razdoblju od 2024. do 2028. očekujemo sporiji rast produktivnosti u odnosu na CEE regiju, ključ za stabilan rast su reforme. HUP zagovara smanjenje poreznog klina na srednje i više plaće te parafiskalnih nameta, supstituciju dijela prihoda od poreza na rad porezima na prihod od turističkog najma, ali i širenje porezne baze i jednostavniji porezni sustav. Važna je i fleksibilizacija tržišta rada, proizvoda i usluga, usklađivanje obrazovnih programa s potrebama na tržištu rada, restrukturiranje državne administracije i poduzeća, kao i olakšanje uvjeta poslovanja. Rastu prijete i negativna demografska kretanja i projekcije o padu radne populacije za više od 100 tisuća u iduće četiri godine, zbog čega na rastu BDP-a od 3% potreba za uvozom radne snage raste na 40-50 tisuća godišnje sve do 2030. **Pametnijom aktivacijom domaće radne snage i ciljanom imigracijom uz privlačenje visoko kvalificirane radnike u sektorima gdje produktivnost realno brže raste u odnosu na EU prosjek poput ICT-a, turizma, graditeljstva, poljoprivrede i dijelova industrije - što pozitivno utječe na privatne investicije te opću produktivnost - moguće je potrebu za stranom radnom snagom ograničiti i na 25 tisuća godišnje.**

Ovo ljeto očekujemo pad stope inflacije ispod 2,5% pa u 2024. očekujemo prosječnu stopu inflacije od oko 3,5%, nakon 8,4% prošle godine. Zahvaljujući snažnom nominalnom rastu BDP-a, oporavku porezno-izdašne turističke potrošnje, ubrzanju dotoka novca iz EU fondova i stabilnom suficitu lokalne države (0,6% BDP-a), a unatoč rastu troška kamata (1,7% BDP-a) nastavlja se i razdoblje uravnoteženih javnih financija. Dobra vijest je da će unatoč rastu deficita, javni dug u 2024. po prvi puta pasti ispod 60% BDP-a. S obzirom na snažan rast plaća od oko 10% nakon 14,7% lani uz rast zaposlenosti od gotovo 2%, **suficit lokalne države mogao bi opet premašiti plan te doseći 1% BDP-a, što otvara prostor za rasterećenje srednjih i visokih plaća** uz agilniji porezni tretman turističkog najma. Aktivno korištenje fiskalnog prostora jedinica lokalne države potiče konkurenciju u poslovnoj klimi, cjenovnu konkurentnost rada i dinamizira poduzetništvo. **Iznimno je važno rasteretiti dohodak visokokvalificirane radne snage te promovirati njeno zapošljavanje kako bi razinu produktivnosti podigli sa svega 68,4% prosjeka EU.**

Hrvatska se može nadati i povećanju kreditnog rejtinga na razinu 'A-', što u ovom trenutku sugerira i cijena zaduživanja.



## Sažetak

Sve je izvjesnije da će se Njemačka u nastavku godine postupno oporaviti zahvaljujući jačanju izgleda za globalni proizvodni ciklus i jenjavanju nepovoljnog kretanja eura. Polovinom godine se očekuje i prvo rezanje kamata ESB-a. Unatoč padu cijene energenata, Njemačka i dalje pati zbog gubitka konkurentnosti. Energenti su u Njemačkoj i dalje dvostruko skuplji nego prije ruske agresije na Ukrajinu te čak 3,5 puta viši nego u SAD-u. Njemačka pati i zbog sporih poslovnih procedura, dok auto industrija kasni u tranziciji na električna vozila, a realni rast plaća baziran na velikodušnim kolektivnim ugovorima nedovoljno potiče potrošnju. Ipak u drugoj polovini ove godine, a naročito u 2025. godini, postoji nada da će se Njemačka izvući iz stagnacije s kojom se bori već pet godina.

Američka ekonomija će u drugoj polovini godine ponovo ubrzati tempo rasta na razini iznad 2%. U korist našoj tezi, Fed-ovi pokazatelji uvjeta financiranja pokazuju poboljšanje, što se prvo manifestira kroz pad kamata za sektor graditeljstva i oporavak investicija u nekretnine. Također, nastavlja se oporavak tržišta rada te snažan tempo investicija u tvorničke kapacitete uz kontinuirani 'onshoring' proizvodnje iz geopolitički osjetljivih lokacija (Kina).

Rast plaća ograničava pad inflacije u SAD prema željenih 2%. U euro području je izglednije da će se inflacija stabilizirati na oko 3% nego li 2%, a prosječna temelja inflacija (2,7%) ostati iznad ciljanih 2%. I dok uporna inflacija u SAD pomiče tajming Fed-ovog smanjenja kamata pred kraj ove godine, očekuje se da ESB započne rezanje kamata već ovo ljeto po dinamici od 25 baznih bodova kvartalno.

Geopolitička previranja su već ustaljen rizik koji može dodatno usporiti, odnosno odgoditi očekivani oporavak u euro području u nastavku tekuće godine. Negativni rizici proizlaze iz geopolitičkih previranja koja značajno utječu na cijene energenata. Među pozitivnim rizicima za svjetsku ekonomiju ohrabruje snažan rast investicija u nove proizvodne kapacitete u SAD (oko 70% godišnje!), automatizaciju te visoke tehnologije uključujući umjetnu inteligenciju. Analitičari procjenjuju da će AI tehnologije uvećati rast produktivnosti u razvijenim ekonomijama za 1,4-2,7% godišnje tijekom idućih deset godina.

Investitori pažljivo prate iransko-izraelski sukob o čemu ovisi daljnji smjer cijena sirove nafte. Ovisno o eskalaciji sukoba, postoje tri scenarija. Ako ne bude eskalacije sukoba cijena nafte neće biti viša od USD 100 po barelu, dok će cijena skočiti iznad USD 150 po barelu ako se sukob proširi na cijeli Bliski Istok. Cijena plina rast će do kraja 2024. godine na EUR 35 po MWh, dok bi u 2025. godini trebala dodatno rasti na EUR 45 po MWh. Na tržištu prehrambenih sirovina cijene su stabilne ili padaju pa se tako predviđa da će cijena pšenice u ovoj godini pasti na EUR 200 po toni, dok bi se u 2025. trebala stabilizirati na toj razini. Cijena šećera je napokon u padu, a unatoč nepovoljnim uvjetima za proizvodnju kave u Brazilu i strahu od nedostatka arabike kave, cijena joj ne raste značajno.



# HORIZONTI Hrvatska: BDP će u 2024. godini rasti 3,5%

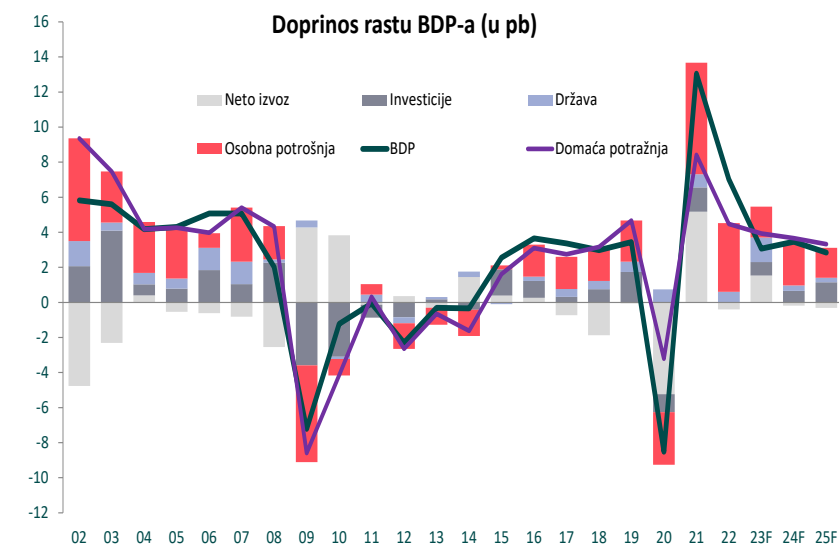
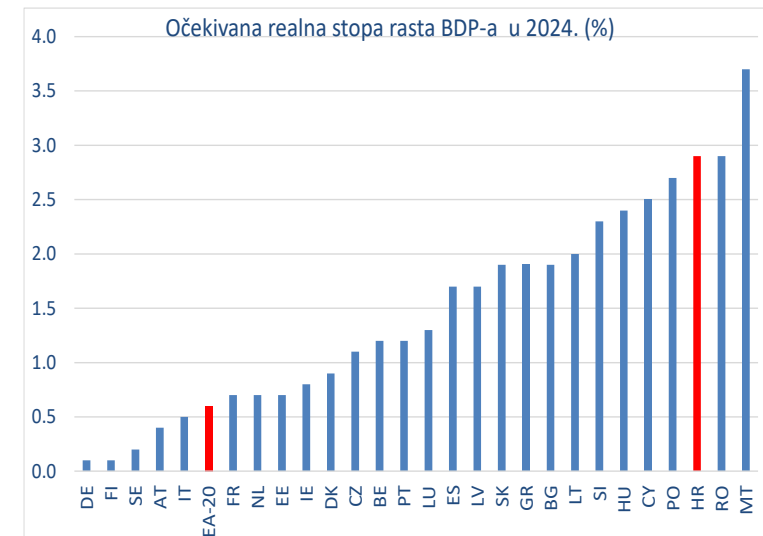
## Procjena rasta povišena zbog jačeg rasta potrošnje i oporavka u euro području

BDP je u prvom kvartalu 2024. vjerojatno rastao 4,7% u odnosu na isto tromjesečje 2023. godine, dodatno ubrzavajući u odnosu na četvrti kvartal prošle godine. Pritom glavni ton rastu daju osobna potrošnja i javni građevinski projekti sufinancirani EU fondovima, a očekuje se i pozitivan doprinos neto izvoza.

Ubrzanje rasta osobne potrošnje nastavlja se na snažan realni rast neto plaća i ostalih primanja zaposlenih uz solidan rast zaposlenosti, uzlet potrošačkog kreditiranja i snažan start turističke sezone potaknut ranijim Uskrsom. Na drugoj strani industrijska proizvodnja bilježi snažan pad naročito u segmentu kapitalnih i trajnih potrošačkih dobara, a u skladu s razočaravajućim kretanjem industrije diljem EU te smanjenjem izvozne potražnje. U drugom kvartalu 2024. godine i dalje očekujemo visok realni rast BDP-a od oko 4% uslijed ubrzanja rasta plaća potaknutog povišicama u javnom sektoru te zahvaljujući inozemnoj turističkoj potražnji i zaduživanju stanovništva za osobnu potrošnju, kao i stabilizaciji poslovne klime u uslužnim sektorima diljem EU. Pad optimizma u sektoru industrijske proizvodnje uz snažan rast zaliha, naročito u izvozno-orijentiranom segmentu kapitalnih dobara, sugerira slabiju izvedbu proizvodnje te lošiji no očekivani robni izvoz u narednom razdoblju, i to nakon određenog poboljšanja na prijelazu iz prošle u ovu godinu.

**Procjenu rasta BDP-a u ovoj godini povišili smo na 3,5% (s 2,5%) zahvaljujući oporavku ključnih vanjskotrgovinskih partnera u drugoj polovini godine, izrazito ekspanzivnoj pred-izbornoj fiskalnoj politici, robusnom tržištu rada te snažnijoj inozemnoj turističkoj potražnji u korist izvoza i osobne potrošnje.** Snažnija turistička sezona, kao pokretač potrošnje, može dodatno ubrzati rast BDP-a, a pozitivna očekivanja temelje se na najavama vodećih tour operatera o dolascima stranih turista i rastu cijena. Unatoč padu kupovne moći posljednjih nekoliko godina, potražnja Europljana za putovanjima je relativno neelastična s obzirom na mali udio troška na putovanja (ispod 3%) u osobnim primanjima. Valja napomenuti i da će ove godine plaće prosječnih Europljana rasti do 5%, odnosno 2-3% realno.

Poticaj za BDP su i investicije podržane rekordnim priljevom iz EU fondova na neto razini od 3,5% BDP-a godišnje te investicijama međunarodno-integriranih tvrtki u produktivnost, ali usporavaju privatne investicije zbog lošijih realnih uvjeta financiranja, sporijeg rasta kredita poduzećima (svega 3% nominalno) i nestabilne inozemne potražnje. **Privatnim investicijama Hrvatska mora jačati proizvodni kapacitet i konkurentnost tvrtki, jer prema udjelu poslovnih investicija na razini 11% BDP-a zaostajemo u odnosu na prosjek EU-27 te prosjek CEE regije (u oba slučaja gotovo 14% BDP-a).**





# HORIZONTI Hrvatska: Za stabilan rast nužno rasteretiti rad

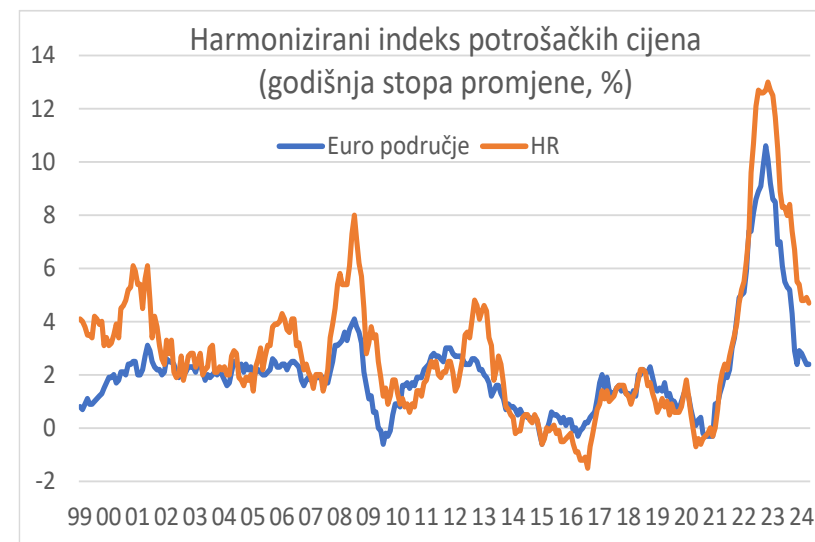
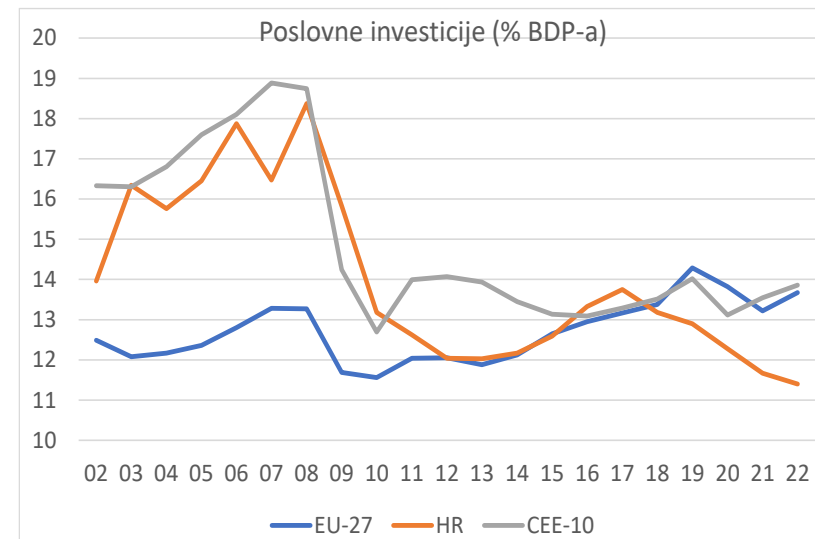
## Rast plaća i primanja brži od inflacije rizik je za nastavak rasta cijena

S obzirom da u razdoblju od 2024. do 2028. godine očekujemo rast produktivnosti po stopi nižoj od prosjeka CEE regije, političke elite moraju potaknuti jačanje konkurentnosti privatnih tvrtki.

Unutarnju devalvaciju treba nastaviti kroz promjene u poreznom tretmanu rada. Tako HUP zagovara smanjenje poreznog klina na srednje i više plaće, kao i niže parafiskalne namete, supstituciju dijela prihoda od poreza na rad porezima na prihod od turističkog najma, ali i širenje porezne baze i jednostavniji porezni sustav. Reformama na ponudbenoj strani valja ciljati fleksibilizaciju tržišta rada, proizvoda i usluga, usklađivanje obrazovnih programa s potrebama na tržištu rada, restrukturiranja državne administracije i poduzeća i olakšanje uvjeta poslovanja.

Poticajnije vanjsko okruženje, rast turizma, jači priljev novca iz EU fondova i fiskalna ekspanzija u izbornoj godini ključni su pokretači BDP-a. Geopolitički rizici, pogoršanje sentimenta potrošača u euro području, viša stopa inflacije, pogoršanje uvjeta financiranja otežavaju rast. Štoviše, očekujemo pad radne populacije za više od 100 tisuća u iduće četiri godine, zbog čega **na rastu BDP-a od 3% godišnje rastu potreba za uvozom radne snage raste na 40-50 tisuća godišnje do 2030. godine.** Pametnijom aktivacijom domaće radne snage i ciljanom imigracijom uz privlačenje visoko kvalificirane radnike u sektorima gdje produktivnost realno brže raste u odnosu na EU prosjek poput ICT-a, turizma, graditeljstva, poljoprivrede i dijelova industrije - što pozitivno utječe na privatne investicije te opću produktivnost - moguće je potrebu za stranom radnom snagom ograničiti i na 25 tisuća godišnje.

Godišnja stopa 'harmonizirane' inflacije stabilizirala se na oko 4,5% dok je u euro području pala na 2,4%. Stabilizacija cijena hrane očekivana je posljedica pada proizvođačkih cijena poljoprivrednih sirovina i proizvoda u EU te niže domaće proizvođačke cijene hrane. **Ovo ljeto očekujemo pad stope inflacije ispod 2,5% uslijed pada cijena hrane nakon dobre žetve, pada cijena industrijskih dobara i energenata te niže uvozne inflacije uslijed slabe agregatne potražnje u EU. Tako u 2024. očekujemo prosječnu stopu inflacije od oko 3,5% nakon 8,4% lani.** Unatoč smirivanju rasta inflacija je i dalje viša od prosječne stope u euro području (oko 2,3%), a što je posljedica znatno snažnijeg rasta cijena usluga, inozemne turističke potražnje, kao i osobne potrošnje uslijed snažnog realnog rasta ukupnih primanja (iznad 6%) te potrošačkog kreditiranja (oko 12%). S obzirom na **snažan realni rast plaća po stopi višoj od 6% - tri puta brže od prosjeka euro područja - rekordni rast plaća u javnom sektoru od oko 15% te rast minimalne plaće za 20% inflaciju ne možemo smatrati potpuno obuzdanom.** Spomenuto podiže rizik spirale plaća i maloprodajnih cijena i to sve dok plaće rastu znatno brže od produktivnosti, s negativnim reperkusijama na konkurentnost u međunarodnoj razmjeni.





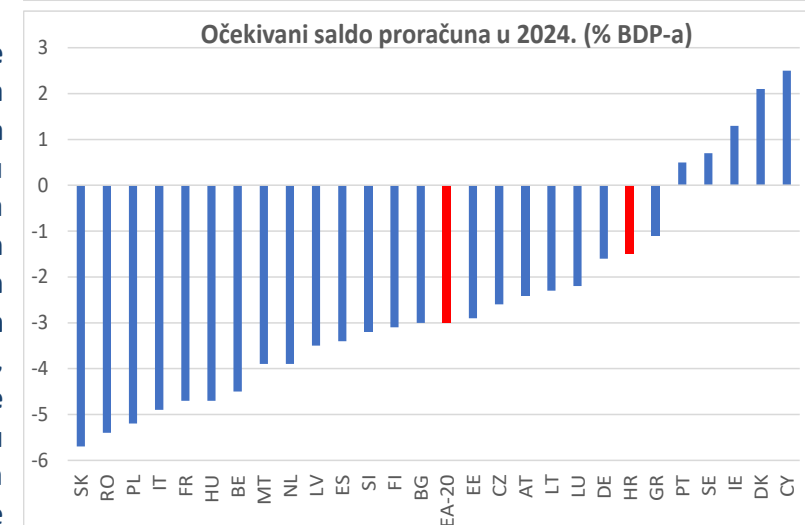
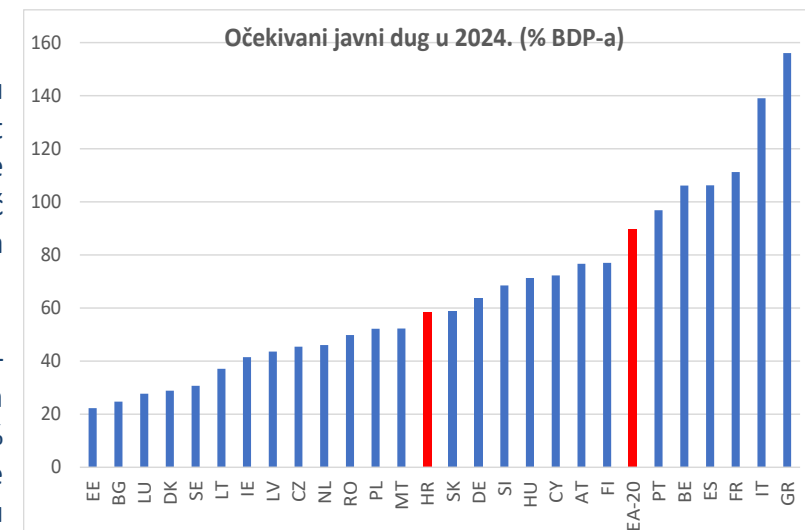
# HORIZONTI Hrvatska: Proračun je stabilan, a 'lokalci' u suficitu

## Suficit lokalne države raste na 1% BDP-a i može dodatno rasteretiti plaće

Zahvaljujući stabilizaciji PMI indeksa diljem EU, u 2024. očekujemo realni rast ukupnog izvoza od oko 3,5%. Čak i u relativno nepovoljnim okolnostima daljnja integracija Hrvatske u EU i globalne lance vrijednosti te niska izloženost razmjeni izvan EU djelomično štite Hrvatsku. Zbog povećanja uvozno-intenzivne osobne potrošnje te solidne investicijske potražnje, povisili smo procjenu deficita u robnoj razmjeni u 2024. godini na 23% BDP-a, unatoč poboljšanju energetske bilance. Snažan rast prihoda od turizma na EUR 16 milijardi uz priljev iz EU fondova zadržava suficit na tekućem računu bilance plaćanja od oko 1,5% BDP-a u 2024., uz nastavak razduživanja prema inozemstvu.

Nastavljaju se i dobri trendovi u javni financijama zahvaljujući snažnom nominalnom rastu BDP-a, oporavku porezno-izdašne turističke potrošnje, ubrzanju dotoka novca iz EU fondova i stabilnom suficitu lokalne države (0,6% BDP-a), a unatoč rastu troška kamata (1,7% BDP-a). Unatoč proračunskom deficitu od 0,7% BDP-a javni dug je pao na 63% BDP-a, što je otvorilo prostor manjem poreznom rasterećenju (0,5% BDP-a) s fokusom na niža primanja uz jačanje autonomije lokalne države u porezima na dohodak ali i veći politički trošak ako 'lokalci' ne 'investiraju' suficit u porezno rasterećenje plaća.

**Donedavne vladine i naše procjene deficita u 2024. od oko 2% BDP-a na krilima rastuće diskrecijske potrošnje (plaće, mirovine, obrana, transferi) već sada se čine konzervativne s obzirom na poboljšane prognoze rasta BDP-a i tajming parlamentarnih izbora zbog kojeg je proračun znatan dio godine u tehničkom 'modu'. Dobra vijest je da će unatoč rastu deficita, javni dug u 2024. pasti ispod 60% BDP-a.** Zauzdavanje mase plaća sukladno performansu zaposlenih te ukidanje slabo-ciljanih politika kontrole cijena u maloprodaji, energetske i stambenih subvencija poboljšalo bi ne samo efikasnost ekonomije već stvorilo *buffer* u proračunu za buduće šokove. S obzirom na snažan rast plaća od 10% nakon 14,7% lani uz rast zaposlenosti od 2%, **suficit lokalne države mogao bi opet premašiti plan te doseći 1% BDP-a, što otvara prostor za rasterećenje srednjih i visokih plaća uz agilniji porezni tretman turističkog najma.** Aktivno korištenje fiskalnog prostora lokalne države potiče konkurenciju u poslovnoj klimi, cjenovnu konkurentnost rada kao i poduzetništvo. **Iznimno je važno rasteretiti dohodak visokokvalificirane radne snage te promovirati njeno zapošljavanje kako bi produktivnost podigli sa svega 68,4% prosjeka EU.** Hrvatska bi u sklopu ambicioznog rasterećenja primanja visokokvalificiranih na razinu TOP5 najkonkurentnijih članica EU mogla spustiti porezni klin za 10-ak postotnih bodova s 42,5% u 2022. kroz povećanje praga primjene više porezne stope poreza na dohodak te limitiranje doprinosa za zdravstveno i mirovinsko osiguranje na četiri prosječne plaće.







# HORIZONTI Hrvatska: Rast kreditnog rejtinga na A razinu?

## Hrvatska među samo tri zemlje izvan Procedure prekomjernog deficita

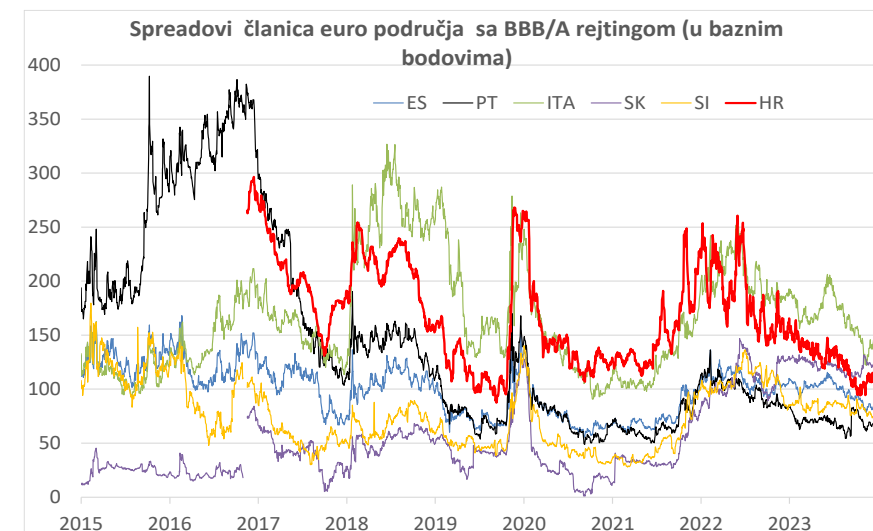
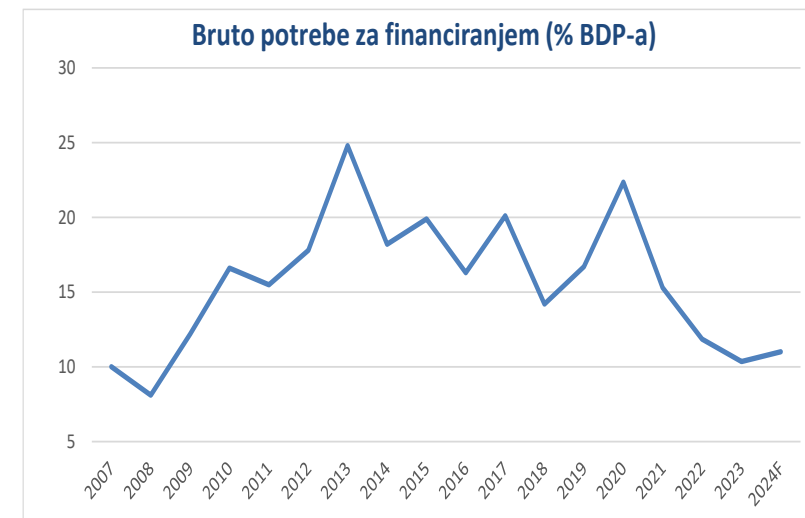
Izdanjem narodne obveznice od EUR 1,05 milijardi u ožujku a potom i euroobveznice od EUR 1,5 milijardi, Hrvatska je pokrila 29% ovogodišnjih potreba za financiranjem. Bruto potrebe za financiranjem države su u 2024. stabilne na 10,5% BDP-a, što je najniža razina od 2009., a Ministarstvo financija ima proračunsku rezervu od čak 12% BDP-a. To efektivno spušta neto javni dug znatno ispod maastriške granice od 60% BDP-a.

Hrvatska je tijekom tri godine primila EUR 2,9 milijardi grantova iz EU fondova, a ove godine u planu je povlačenje još dvije tranše vrijedne EUR 1,1 milijardi (ne podižu ni deficit ni javni dug) i po prvi puta kreditni instrument iz EU fondova od EUR 1,2 milijardi u 2024. Iako pogoršanje uvjeta veleprodajnog financiranja nosi malu neizvjesnost po pitanju uvjeta (re)financiranja oko EUR 3,9 milijardi dospijeća u idućih šest mjeseci, smatramo da članstvo u euro zoni, jači srednjoročni izgledi rasta produktivnosti i BDP-a, bolja no očekivana fiskalna slika i snažna domaća baza investitora pozitivno utječu na kretanje spreadova na hrvatske obveznice.

**Stoga u drugoj polovini ove godine možemo očekivati i poboljšanje kreditnog rejtinga na razinu 'A-'.**

Hrvatska je jedna od rijetkih zemalja CEE regije s konzistentnim pozitivnim trendovima u javnim financijama te samo jedna od tri kojima zbog deficita iznad 3% BDP-a lani ne prijete ulazak u proceduru prekomjernog deficita. U slučaju kolebljivosti tržišta, Hrvatska može računati na snažnu bazu domaćih investitora (mirovinski fondovi, stanovništvo) te na ESB-ov instrument za obuzdavanje fragmentacije spreadova članica euro područja. Štoviše, koristeći kreditnu komponentu iz EU fondova nove generacije za investicije u energetska tranziciju (umjesto zaduživanja na tržištu), Hrvatska može sidriti dugoročne prinose ka trošku EU fundinga. Spreadovi na hrvatske euroobveznice tijekom prvog kvartala ove godine bilježe solidno smanjenje za dodatnih 20 baznih bodova, zahvaljujući poboljšanju apetita prema obveznicama članica euro područja s nižim kreditnim rejtingom a kandidatima za poboljšanje rejtinga. Značajno usporavanje smanjenja Fed-ove bilance te predanost ESB-a u pogledu labavljenja monetarne politike također je pomogla.

**U sadašnje spreadove nije još potpuno uračunat 'A' rejting, što daje prostor za nastavak pada spreadova (za 30-ak baznih bodova) do 80 baznih bodova potkraj ove godine, uz izostanak potresa na tržištima.** Uglavnom zbog manje likvidnosti, hrvatski spreadovi kreću se 40-50 baznih bodova iznad portugalskih, iako Hrvatska ima bolje kreditne fundamente kroz urednije javne financije, viši potencijalni rast BDP-a i veću fleksibilnost.



Izvor: Eurostat, Bloomberg, HUP istraživanja

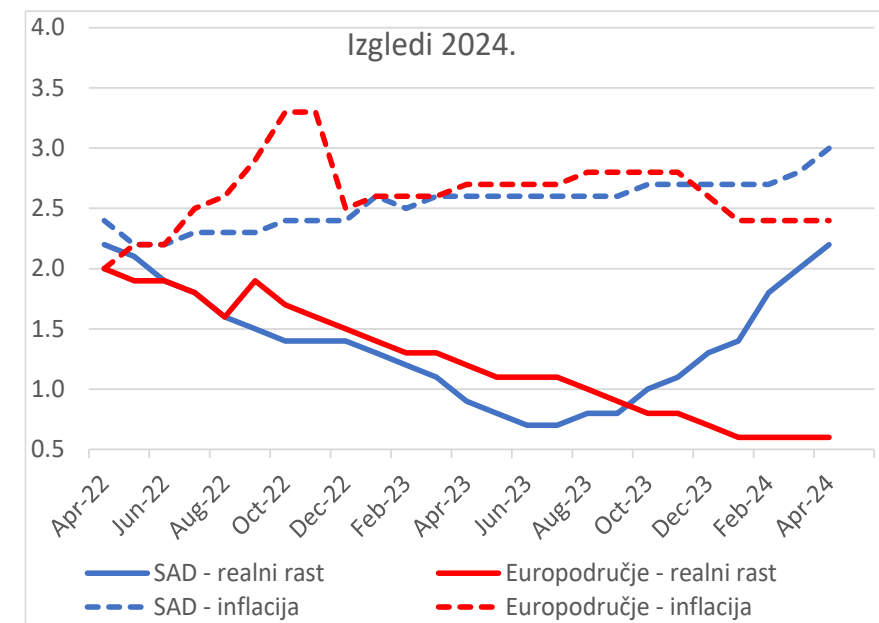
# Globalni HORIZONTI: Svjetlo na kraju tunela?

## Njemačka će se potpuno oporaviti već u drugoj polovini 2024. godine

Sve više je izvjesno da će se Njemačka u drugoj polovini godine postupno oporaviti zahvaljujući jačanju izgleda za globalni proizvodni ciklus i jenjavanju nepovoljnog kretanja eura. Osim toga, prigušujući učinak rasta referentnih kamatnih stopa ESB-a se smanjuje, a polovinom godine se očekuje i prvo rezanje kamata ESB-a.

Zahvaljujući padu cijena energenata u mjesecima pred nama se u najmanju ruku očekuje stabilizacija u energetski-intenzivnim sektorima, a nakon pada od gotovo 20% zabilježenog u posljednje dvije godine. Moguće je da bi dijelovi proizvodnje intermedijarnih dobara opet mogli postati profitabilni, no dio kapaciteta je već preselio na tržišta s jeftinijim energentima. **Njemačka**, međutim, i dalje pati zbog gubitka konkurentnosti naročito zbog skupih energenata – čak 10 posto viših cijena od prosjeka EU, dvostruko viših od cijena prije ruske agresije na Ukrajinu te čak 3,5 puta viših u odnosu na cijena energenata u SAD-u. Kvaliteta poslovanja u Njemačkoj pogoršava se godinama uslijed zastarjele prometne mreže, dugih procedura izdavanja poslovnih dozvola, obrazovnih standarda i visokih poreza. Tim gore, auto industrija koja je perjanica njemačke ekonomije kasni u tranziciji na električna vozila i sve više ju pogađa kineska konkurencija. Rast realnih plaća na krilima velikodušnih kolektivnih ugovora daje vjetar u leđa osobnoj potrošnji no unatoč tomu razine potrošnje u odnosu na očekivanja značajno su podbacile u posljednje dvije godine. **Ipak u drugoj polovini ove godine, a naročito u 2025. godini, postoji nada da će se njemačka ekonomija izvući iz stagnacije s kojom se bori već pet godina. U 2025. očekujemo da će njemački BDP porasti svega 0,5% nakon dvogodišnjeg uzastopnog pada od 0,3%.**

Nakon snažnog ubrzanja rasta u drugoj polovini 2023. po stopi višoj od 3,5% na krilima robusnog tržišta rada, rast američke ekonomije usporava u prvoj polovini ove godine ispod 2% pod teretom visokih kamatnih stopa, sve manje potpore fiskalne politike te podbačaja osobne potrošnje. Tamošnja ekonomija će u drugoj polovini godine ponovo ubrzati tempo rasta na razini iznad 2%. U korist našoj tezi, Fed-ovi pokazatelji uvjeta financiranja pokazuju poboljšanje, što se poslovično prvo manifestira kroz pad kamata za sektor graditeljstva i oporavak investicija u nekretnine. Također, nastavlja se oporavak tržišta rada te snažan tempo investicija u nove tvorničke kapacitete uz kontinuirani 'onshoring' proizvodnje iz geopolitički osjetljivih lokacija (Kina), a **snažan rast investicija** tvrtki izvan građevinskog sektora proteklih godina imat će pozitivne implikacije na produktivnost u srednjem roku. Stoga **u 2024. godini** očekujemo postojan rast osobne potrošnje te investicija u kapitalna dobra pa smo **повisili prognozu rasta američke ekonomije na 2,5% (ranije 1,5%) nakon 2,5% u 2023. godini.**



Izvor: Focus Economics

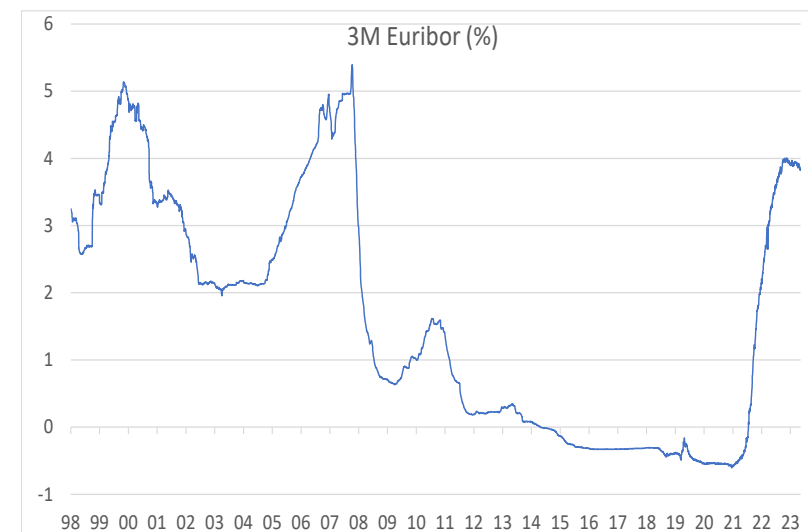
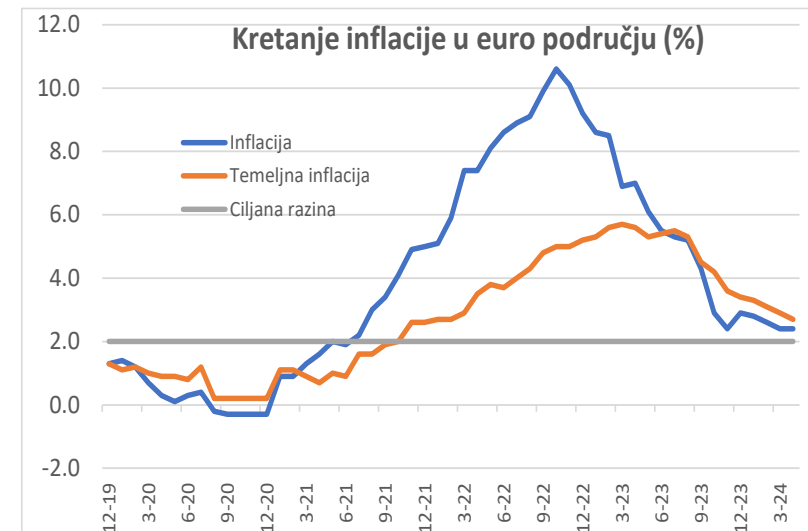


# Globalni HORIZONTI: ESB spušta depozitnu kamatu na 3% do proljeća 2025.?

## Izgledno je da će se opća stopa inflacije spustiti na 3% umjesto na ciljanih 2%

Očekivano usporavanje američke PCE inflacije na 2,7% (prosječno) u ovoj godini, nakon 3,7% u prošloj godini uvelike je posljedica baznog efekta te stabilizacije ili pada cijena više energenata. Cjenovni rizici usmjereni su naviše i to naročito zbog rasta plaća, koji je unatoč usporavanju jači nego prije pandemije i snažan je pokretač cijena usluga. Ukoliko ne dođe do osjetnog usporavanja ekonomije, snažan rast plaća mogao bi spriječiti stabilizaciju inflacije na stopi od oko 2%. Strukturni čimbenici, poput protekcionizma te smanjenja radno-aktivnog stanovništva, također potiču inflaciju. S druge strane, tehnološka revolucija u SAD-u i rast produktivnosti značajno doprinose stabilizaciji troška rada, što srednjoročno djeluje deflatorno i ta je okolnost nedovoljno javno prepoznata. Uz pretpostavku rasta troška rada od oko 4% u godinama pred nama i rast produktivnosti od 1,5-2,0%, očekujemo stabilizaciju inflacije u okviru 2,0-2,5%.

U euro području u ovoj godini očekujemo pad prosječne stope inflacije do 2,3% (prosječno) s lanjskih 5,5% uslijed produljenog perioda stagnantne agregatne potražnje te jenjavanja preostalih ograničenja na strani ponude. U prvoj polovini godine, u prilog tome naročito ide daljnji pad inflacije prehrambenih proizvoda te industrijskih dobara, no snažan rast kolektivno-ugovorenih plaća od 4-5% godišnje nasuprot zanemarivim pomacima u produktivnosti ponovo potiče rast cijena usluga u drugoj polovini godine. Velika je nepoznanica u kojoj će mjeri povlačenje mjera koje su donosile nacionalne vlasti s ciljem obuzdavanja cijena energenata, prehrambenih proizvoda, rente utjecati na kretanje inflacije. Strukturni čimbenici, poput protekcionizma, sve manje radno-aktivnog stanovništva te troškova energetske tranzicije, također potiču inflaciju. **Stoga je izglednije da će se opća stopa inflacije stabilizirati na razini od 3% nego na oko 2%, a prosječna temeljna inflacija (2,7%) ostati znatno iznad ciljane razine ESB-a od 2%.** I dok ponovni razvoj inflacije u SAD pomiče tajming Fed-ovog smanjenja kamata prema kraju ove godine, agregatna potražnja u euro području je slabija pa se očekuje da ESB započne rezanje kamata polovinom 2024. godine po dinamici od 25 baznih bodova kvartalno. U slučaju ESB-a, radi se o smanjenju depozitne kamatne stope sa sadašnjih 4,0% na 3,0% do proljeća 2025. godine. Očekujući stabilizaciju temeljne inflacije na oko 3% umjesto na ciljanih 2%, u osnovnom scenariju ne očekujemo daljnje smanjenje kamatnih stopa nakon proljeća iduće godine za razliku od terminskih tržišta te mainstream ekonomista. Osim toga, ne očekujemo da će ESB aktivno prodavati obveznice – niti u sklopu glavnog programa otkupa obveznica (APP) niti u okviru pandemijskog programa (PEPP). Umjesto toga, ESB bi mogla 'graditi' portfelj strukturnih vrijednosnih papira kao dio svoje nove monetarne strategije od 2027. nadalje.





# Globalni HORIZONTI: Analiza ključnih prijetnji rastu

## Energenti i u godinama pred nama mogu biti okidač financijskih problema

Geopolitička previranja su već ustaljen rizik koji može dodatno usporiti, odnosno odgoditi očekivani oporavak u euro području u nastavku tekuće godine. Zbog njih, velik broj tvrtki primoran je investirati u diverzifikaciju u često skuplje dobavne lance. Štoviše, iznenađan rast cijena nafte na USD 130 po barelu u prvoj polovini godine uz naknadnu stabilizaciju oko USD 100 podigao bi prosječnu inflaciju u 2024. godini na 5% (umjesto 2,5% u osnovnom scenariju). U tom slučaju, europski BDP bio realno pao -0,8% u 2024. godini uz naknadni oporavak od 0,8% u 2025.

Pozadina novog energetske šoka je različita od proživljenog plinskog šoka. U ovom scenariju, ESB bi u početku nastavio dizati kamatne stope prije nego bude primoran na duboko rezanje kamata prema 1% u 2025. i nadalje. Potkraj 2024. iznenadio nas je rast realnih kamatnih stopa od 75 baznih bodova zbog neopravdanog prelijevanja s američkog tržišta. Ilustracije radi, kalkulacije Bank of America pokazuju da realni kamatni šok od oko 100 baznih bodova slično prethodnom scenariju realno ruši BDP-a za -0,7%, ali uz slabiji oporavak od svega 0,5% u 2025.

ESB ne bi mogla sjediti 'prekriženih' ruku, morala bi brže rezati kamate ispod 1% i mogli bi zaboraviti na povlačenje pandemijskog programa otkupa obveznica i umjesto toga aktivirati transmisivni zaštitni instrument (TPI). Glavni 'domaći rizik su stroža fiskalna pravila koja će vodeće ekonomije poput Francuske, Italije, Španjolske i druge 'gurnuti' u proceduru prekomjernog deficita u 2025. uz punu primjenu fiskalnih mjera od 2027. godine.

Dodatni rizik je 'automatska kočnica' na njemački javni dug u sklopu čega se značajno smanjuje mogućnost novog zaduženja u idućim godinama unatoč rastućim izdacima za obranu i mirovine. U slučaju materijalizacije idiosinkratskih rizika za pojedine ekonomije, lako može doći do agresivnijeg fiskalnog stezanja s negativnim implikacijama na investicije i rast. Također, scenarij u kojem političari moraju birati između hitnih ulaganja te bolnog rezanja potrošnje, razbuktao bi političke rizike u nekoliko članica EU.

Do sada se periferija euro područja držala dobro unatoč rastu kamata, velikim potrebama za financiranjem te padu bilance ESB-a. Međutim, pogreške u fiskalnoj politici lako bi mogle narušiti ovu krhku ravnotežu. U slučaju obnavljanja inflatornih pritisaka, ESB bi se lako mogla naći između čekića i nakovnja. Uzak je, naime, manevarski prostor za anti-inflatorno podizanje kamata ESB-a bez izazivanja snažnog šoka za periferiju EU. Ako ESB bude morao podići kamate znatno iznad 4%, sumnjamo da bi čak i agresivna upotreba instrumenta zaštite transmisije (TPI) osigurala strpljenje investitora u pogledu potrebne fiskalne prilagodbe na periferiji euro područja u srednjem roku i lako bismo se mogli vratiti u dužničku krizu iz ranih 2010.-tih.



# Globalni HORIZONTI: Analiza ključnih prijetnji rastu

## Ulaganje u umjetnu inteligenciju generira pozitivne trendove

Među pozitivnim rizicima za svjetsku ekonomiju ohrabruje snažan rast investicija u nove proizvodne kapacitete u SAD (oko 70% godišnje!), automatizaciju te visoke tehnologije uključujući umjetnu inteligenciju – što nameće ključno pitanje – **nije li upravo snažan zamah u produktivnosti spriječio recesiju u SAD?**

Analitičari procjenjuju da će **AI tehnologije uvećati rast produktivnosti u razvijenim ekonomijama za 1,4-2,7% godišnje tijekom idućih deset godina**. Takvi pomaci na produktivnosti značajno utječu na rast realnog ekonomskog outputa te smanjuju opću razinu inflacije uslijed povećanja ponude mnogih dobara i usluga. Napokon, interesantno je da prema udjelu tvrtki koje primjenjuju cloud tehnologije te umjetnu inteligenciju u poslovanju od 34,6%, odnosno 8,7% Hrvatska premašuje prosjek EU.

Štoviše, veseli otpornost američkog tržišta rada zahvaljujući povećanoj imigraciji te rastu participacije žena. Sve to ima pozitivne reperkusije na glavne ekonomije euro područja, kojima su SAD glavno izvozno tržište.

Nadalje, sveobuhvatan redizajn fiskalnih pravila uparen s višegodišnjim kapitalnim programom koji se financira deficitom u okviru 'zelenog industrijskog plana' te jačanje ekonomske i monetarne unije smanjuju neizvjesnost te pozitivno utječu na rast produktivnosti. Na javne investicije pozitivno djeluje njihov povoljniji tretman u novim fiskalnim pravilima, što potencijalno otvara prostor za privatne investicije koje imaju veći multiplikativni učinak na ekonomiju. Upareno s pozitivnim iznenađenjima rasta svjetske ekonomije, ishod bi mogao biti rast BDP-a u eurozoni iznad potencijala, povratak na trend rasta prije pandemijske i energetske krize, stabilizacija inflacije oko ciljane razine od 2% te postepeno smanjenje deponitne stope ESB-a na 3,0%.

# Burzovne robe: Tri scenarija za kretanje cijene nafte

## Cijena plina trebala bi u 2024. godini rasti na 35 eura po MWh

Investitori pažno prate iransko-izraelski sukob o kojem ovisi daljnji smjer cijena sirove nafte. Ovisno o eskalaciji sukoba, postoje tri scenarija.

**Prvi scenarij** razrađuje situaciju u kojoj neće biti daljnje eskalacije na ratištu, te se očekuje da će premijska cijena porasti za USD 5-10 po barelu, dok cijena nafte **neće ići preko USD 100 po barelu**.

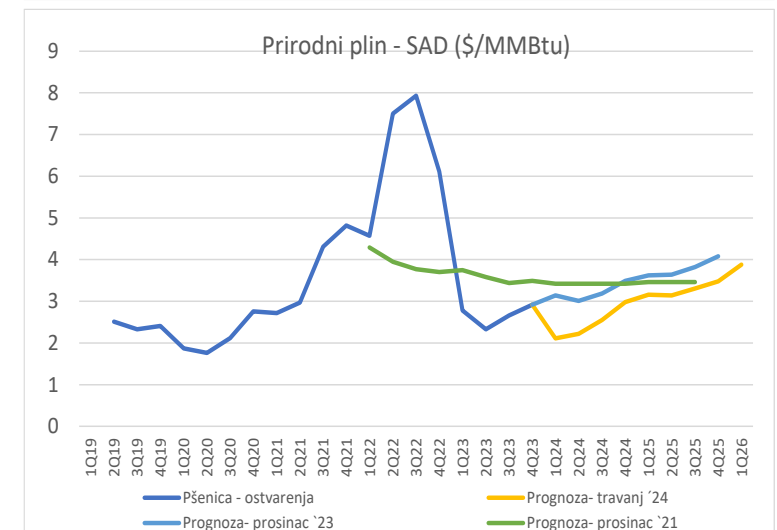
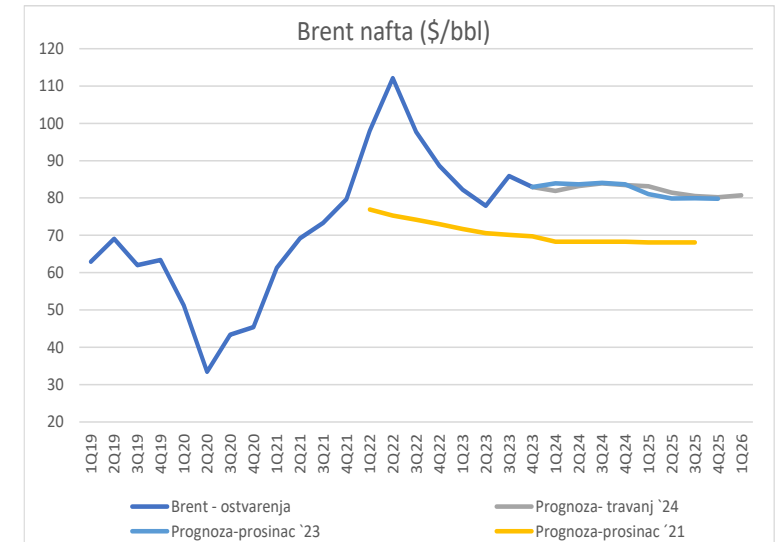
**Drugi scenarij** razrađuje agresivniji i direktniji sukob Irana i Izraela koji bi nanio ozbiljniju štetu na tržištu. U tom scenariju, proizvodnja nafte u Iranu pala bi za 1-1,5 milijuna barela po danu što bi inicijalno povećalo cijenu nafte za USD 30-40 po barelu, te bi se **cijena kretala oko USD 100-130 barela**.

**U trećem scenariju** razrađuje se širenje sukoba na regiju koja uključuje Bliski Istok u kojem bi vrlo izvjesno oštećenje infrastrukture te prekida u dobavnim lancima smanjilo proizvodnju nafte za 2 milijuna barela po danu, **stoga bi cijena nafte rasla iznad USD 150 po barelu**.

Toplije vrijeme tijekom prvog kvartala ograničilo je potražnju za grijanjem, odnosno plinom. Proizvodnja plina u SAD-u ostala je na rekordnim razinama, a izvoz LNG-a blago pao u odnosu na veljaču. Skladišta plina u SAD-u bila su čak 41,1% punija od petogodišnjeg sezonskog prosjeka! Nekoliko velikih američkih proizvođača plina najavilo je smanjenje proizvodnje, dok se broj američkih plinskih platformi smanjio na jednu od najnižih razina od početka 2022. Pritom bi Bidenove sankcije za izvoz novih projekata LNG-a mogle značajno ograničiti ponudu. **Cijena plina rast će do kraja 2024. godine na EUR 35 po megavatsatu, dok bi u 2025. trebala dodatno rasti na EUR 45 po MWh.**

Cijena aluminija raste zbog jačanja potražnje te problema s ponudom. Sezonski jača potražnja u kombinaciji s oporavkom kineskog gospodarstva potaknuli su ubrzanje rasta cijene u posljednje vrijeme. S druge strane, svjetska ponuda aluminija u veljači je pala. Veća no očekivana smanjenja među kineskim talionicama aluminija u mjesecima pred nama, kao i zabrana ruskog aluminija mogle bi utjecati na dodatan rast cijene. **Cijena aluminija bi tako do kraja 2024. trebala rasti na USD 2.800 po toni, dok bi u 2025. godini trebala ići do USD 3.000 po toni.**

Ponovni rast i oporavak kineskog gospodarstva potaknuo je rast potražnje za bakrom, što je rezultiralo rastom cijene te sirovine. Slabije rudarenje i proizvodnja usred kašnjenja projekata te radničkih nemira u Latinskoj Americi dodatno će povećati pritisak na cijene. **Cijena bakra do kraja 2024. godine rast će na USD 9,800 po toni, dok bi do kraja 2025. godine trebala ostati na istoj razini.**



# Burzovne robe: Daljnji pad cijena prehrambenih sirovina

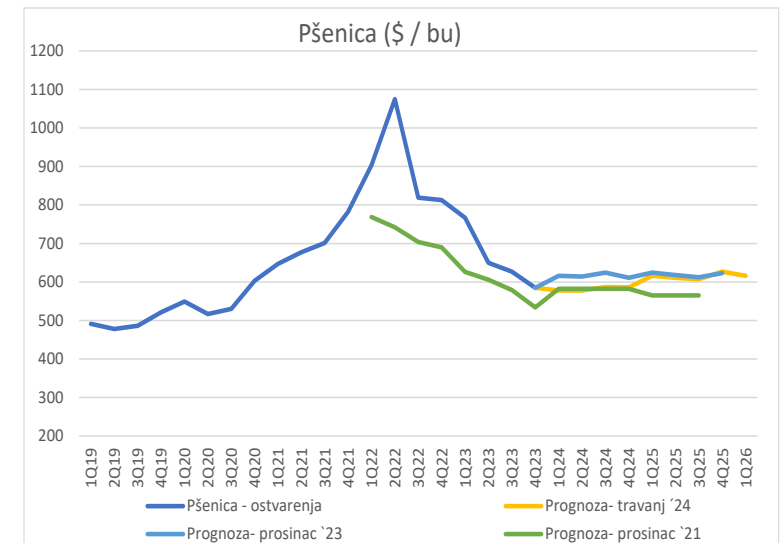
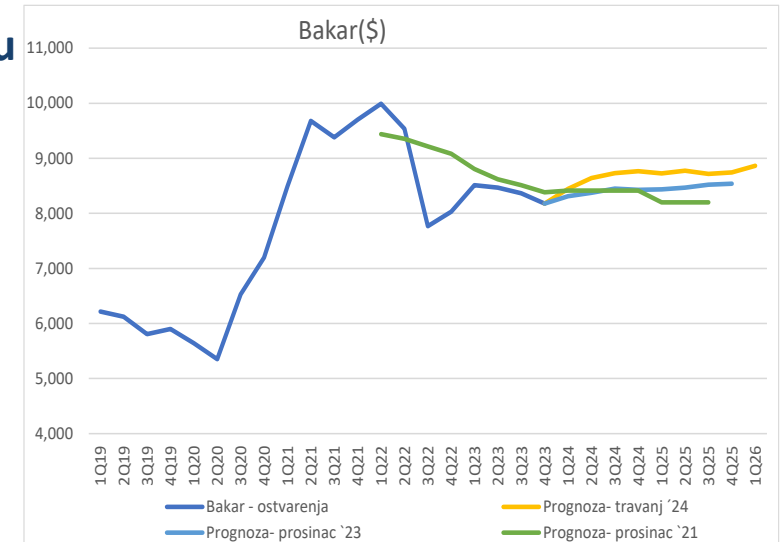
## Stabilizacija cijene pšenice na 205 eura po toni, cijena šećera napokon u padu

Cijena kukuruza rasla je najbržim mjesečnim tempom još od lipnja 2023. godine. Izvještaj o namjerama sadnje Ministarstva poljoprivrede SAD-a dodatno je rasplamsao tržište obzirom na to da se američki poljoprivrednici odriču uzgajanja kukuruza te prelaze na soju i pamuk. Tako Ministarstvo poljoprivrede SAD-a očekuje da će površina za uzgoj kukuruza pasti za 5% u 2024. godini. S druge strane, ove se godine očekuje rekordna žetva kukuruza jer su proizvođači u SAD-u proizveli i više nego što se očekivalo. **S tim na umu, cijena kukuruza će u 2024. godini rasti preko USD 460 po bušelu, dok će u 2025. snažnije rasti preko USD 470 po bušelu.**

Cijena pšenice već je duži period u padu, a sve zbog stabilne ponude te smanjene potražnje. No, najveći faktor utjecaja na tržište svakako je igrala Rusija koja je dampinškim cijenama preplavila svjetsko tržište, što je dovelo do otkazivanja narudžbi Kine od SAD-a. Ministarstvo poljoprivrede SAD-a smanjilo je projekcije uzgoja pšenice u 2024. godini u SAD-u u odnosu na prošlu godinu. Jedini pritisak na rast cijene pšenice mogla bi izazvati nesigurna geopolitička slika, koja utječe na međunarodne rute za izvoz žitarice. **Cijena pšenice će u 2024. godini pasti na EUR 200 po toni, dok bi se u 2025. godini trebala stabilizirati na toj razini.**

Cijena šećera u padu je već nekoliko mjeseci, a šećer je pojeftinio za čak 5,1% u odnosu na veljaču. Slabljenje potražnje u kombinaciji sa snažnim rastom proizvodnje u Brazilu spustili su cijene na početku mjeseca. Međutim, zabrinutost vezana za nepovoljno vrijeme u južnom dijelu Brazila, ipak su djelomično spriječile jači pad cijene. Pad proizvodnje prijavljuju i Indija te Tajland (među top 5 proizvođača šećera). Očekuje se kako će u četvrtom kvartalu **cijene šećera i dalje padati uslijed većeg obujma proizvodnje iz Brazila te pada svjetske potražnje, a cijena šećera bi do kraja godine trebala biti na razini od USD centi 20,77 po funti, dok bi do kraja 2025. trebala pasti na USD centi 18,52 po funti.**

Cijena arabika kave smanjila se u ožujku radi slabljenja brazilskog Reala i oporavka svjetskih zaliha da bi u travnju snažno porasla zbog nepovoljnih vremenskih uvjeta za uzgoj kave u Brazilu te straha od snažnog smanjenja ponude na tržištu. Najveći rizik po cijenu arabike predstavljaju prekidi u dobavnim lancima te EU zakoni koji zabranjuju izvoz kave iz regija iskrčenih šuma. **Očekuje se da će cijena do kraja 2024. biti na USD centi 167 po funti, dok bi cijena do kraja 2025. trebala pasti na USD centi 166 po funti.**





# HUP HORIZONTI: Ključne prognoze

## Hrvatska

(%)	2021	2022	2023	2024p	2025p
Rast BDP	13.0	7.0	3.1	3.5	2.8
Osobna potrošnja	10.7	6.7	3.1	4.4	3.0
Investicije	6.6	0.1	4.2	3.5	6.1
Izvoz	36.4	25.4	-2.9	3.3	4.8
Uvoz	17.6	25.0	-5.3	3.5	5.2
Inflacija (HICP)	2.7	10.7	8.4	3.5	2.7
Zaposlenost	1.2	2.5	2.5	1.8	1.5
Nezaposlenost	7.6	7.0	6.1	5.8	5.5
Plaće	4.2	8.2	15.0	8.5	4.5
Saldo proračuna	-2.5	0.1	-0.7	-1.5	-1.0
Javni dug	77.5	67.8	63.0	58.2	56.3
Tekući račun	1.0	-2.8	1.1	0.9	0.5
3-mjesečni EURIBOR	-0.57	2.13	3.91	3.15	2.30

## Euro područje

(%)	2021	2022	2023	2024p	2025p
Rast BDP	5.8	3.5	0.5	0.3	1.2
Osobna potrošnja	4.4	4.2	0.6	0.5	1.1
Investicije	3.4	2.6	1.4	1.5	1.4
Izvoz	11.4	7.4	-1.0	0.0	2.3
Uvoz	9.2	8.1	-1.4	0.7	2.3
Inflacija (HICP)	2.6	8.4	5.5	2.3	1.5
Zaposlenost	1.4	2.3	1.1	0.5	0.5
Nezaposlenost	7.7	6.8	6.6	6.9	6.9
Plaće	1.0	4.3	5.7	5.0	3.5
Saldo proračuna	-5.3	-3.6	-3.4	-3.2	-3.0
Javni dug	95.5	91.0	90.9	90.1	89.5
Tekući račun	2.3	-0.7	1.7	1.4	1.5
3-mjesečni EURIBOR	-0.57	2.13	3.91	3.15	2.30

Izvor: Eurostat, nacionalni izvori, HUP istraživanja



## Za više informacija:

Hrvoje Stojić  
+385 91 4976 509  
hrvoje.stojic@hup.hr



# HUP

Hrvatska udruga poslodavaca

Radnička cesta 37a, 10000 Zagreb

t +385 1 4897 555

f +385 1 4897 592

e [hup@hup.hr](mailto:hup@hup.hr)

w [www.hup.hr](http://www.hup.hr)