

Informacija o gospodarskim, finansijskim i monetarnim kretanjima

veljača 2024.

Sažetak

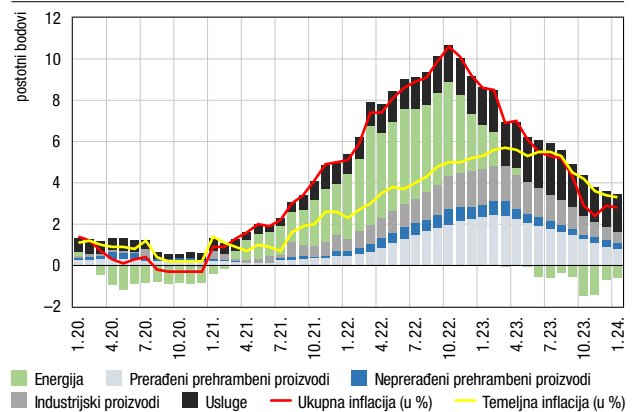
Realna aktivnost u europodručju u posljednjem je tromjesečju 2023. stagnirala u odnosu na prethodna tri mjeseca, nakon vrlo blage kontrakcije tijekom ljetnih mjeseci (-0,1%). To je već peto uzastopno tromjesečje stagnacije, odnosno tromjesečne promjene ekonomske aktivnosti u uskom rasponu od $\pm 0,1\%$. Usto, i nadalje su primjetne znatne razlike među zemljama članicama, od primjetnog pada realnog BDP-a u Njemačkoj do izraženog rasta u Španjolskoj. Trenutno dostupne ocjene upućuju na to da bi se prigušena dinamika mogla nastaviti i na početku 2024. godine (Slika 1.) zbog skromnog rasta osobne potrošnje i investicija potisnutih višim troškovima zaduživanja i neizvjesnošću glede izgleda europskoga i svjetskoga gospodarstva. Tome u prilog govore i dostupni visokofrekventni pokazatelji, preliminarni kompozitni PMI indeks privatnog sektora i indeks ekonomskog raspoloženja (ESI), koji se, unatoč blagom oporavku, još kreću ispod dugoročnog prosjeka.

Nakon ubrzanja krajem prošle godine pod utjecajem nepovoljnoga baznog učinka, ukupna se inflacija u europodručju, prema prvoj procjeni Eurostata, u siječnju samo blago usporila (na 2,8% s 2,9% u prosincu 2023.). U uvjetima pada cijena energije i prehrambenih sirovina inflacija cijena hrane nastavila se smanjivati (na 5,7% sa 6,1% u prosincu), ali je i nadalje relativno visoka. Intenzitet usporavanja inflacije u europodručju donekle je ublažilo ukidanje fiskalnih mjera potpore kućanstvima, koje su za cilj imale ublažavanje učinaka prijašnjeg porasta cijena energenata, što je pridonijelo manjem godišnjem padu cijena energije u siječnju (na 6,3% sa 6,7% u prosincu). Temeljna inflacija (koja isključuje cijene energije i hrane) u europodručju se nastavila uspoređivati te se s razine od 3,4% u prosincu spustila na 3,3% u siječnju, što je bio rezultat smanjenja inflacije cijena industrijskih proizvoda (na 2,0% s 2,5% u prosincu), dok se inflacija cijena usluga zadržala na istoj razini kao i u prosincu (4%) te je i nadalje povišena poglavito zbog pritisaka proizašlih iz snažnog rasta troškova rada.

Istodobno, u Hrvatskoj su nastavljena relativno povoljna gospodarska kretanja. Visokofrekventni podaci za četvrto tromjesečje 2023. upućuju na naglašeno jačanje ekonomske aktivnosti krajem prošle godine, nakon blagog rasta ostvarenog u trećem tromjesečju. Prema modelu brze procjene HNB-a realni bi

se BDP u četvrtom tromjesečju 2023. mogao povećati za 1,0% u odnosu na prethodna tri mjeseca, a na godišnjoj razini rast bi mogao dosegnuti 3,8% (Slika 3.). Iako je industrijska proizvodnja zamjetno smanjena u prosincu, ponajviše zbog snažnog pada ostvarenog u proizvodnji energije i proizvodnji kapitalnih proizvoda, njezina je prosječna razina u razdoblju od listopada do prosinca i nadalje bila viša u odnosu na prosjek prethodna tri mjeseca. Osim toga, nastavljen je relativno snažan rast realnog prometa od trgovine na malo podržan pozitivnim kretanjima na tržištu rada i slabljenjem inflacije, što je povoljno djelovalo na kretanje realnoga raspoloživog dohotka kućanstava i potrošački optimizam. Trend stabilnoga i široko rasprostranjenog rasta ukupne zaposlenosti nastavio se i krajem prošle godine, što je pratio ubrzan rast realnih plaća. Izrazito povoljna kretanja zabilježena su u sektoru građevinarstva, pri čemu je prosječni indeks obujma građevinskih radova u listopadu i studenome za više od 10% nadmašivao razinu ostvarenu u istom razdoblju 2022. godine.

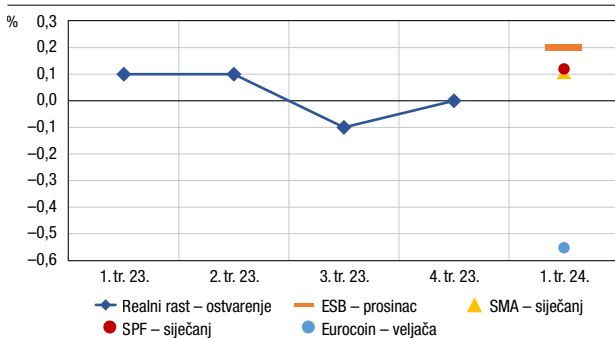
Slika 2. Pokazatelji inflacije u europodručju



Napomena: Temeljna inflacija mjerena je harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena koji isključuje cijene energije, hrane, alkohola i duhana. Posljednji raspoloživi podaci odnose se na prvu procjenu za siječanj 2024.

Izvor: Eurostat

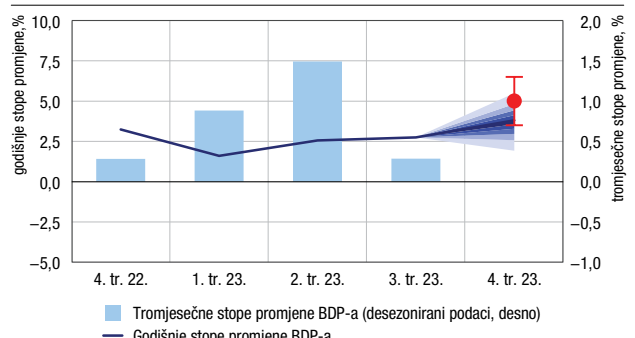
Slika 1. Tromjesečne stope rasta realnog BDP-a u europodručju



Napomene: Kratica ESB – prosinac odnosi se na ESB-ove projekcije realnog rasta europodručja iz prosinca (engl. *Broad Macroeconomic Projection Exercise*, BMPE). Kratice SMA (engl. *Survey of Monetary Analysts*) i SPF (engl. *Survey of Professional Forecasters*) odnose se na rezultate ESB-ovih anketa tržišnih sudionika iz siječnja. Pokazatelj Eurocoin razvila je Banka Italije, a predstavlja brzu modelsku procjenu tromjesečne promjene realnog BDP-a europodručja izvedenu iz dostupnih visokofrekventnih podataka (ocjena iz veljače).

Izvori: Eurostat; ESB; Banca d'Italia

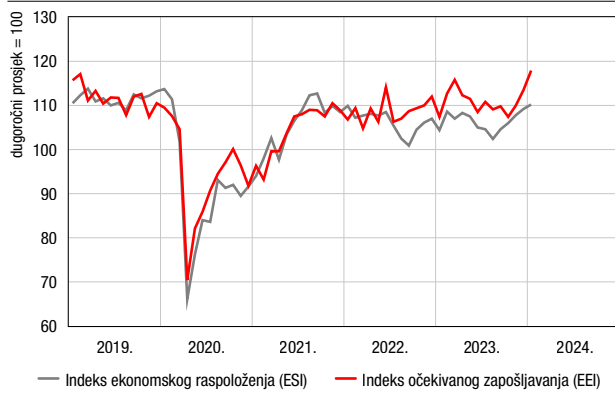
Slika 3. Tromjesečni bruto domaći proizvod



Napomena: Ocjena za četvrto tromjesečje 2023. odnosi se na Mjesečni pokazatelj realne gospodarske aktivnosti HNB-a (opširnije o izračunu MRGA-e vidjeti u Istraživanjima HNB-a 1-42 "Brza procjena BDP-a upotrebom dostupnih mjesečnih indikatora" autora D. Kunovca i B. Špalata). Modeli su procijenjeni na osnovi podataka objavljenih do 2. veljače 2024. Crvena točka označuje ocjenu tromjesečne promjene realnog BDP-a, uz povijesne pogreške procjene u rasponu od \pm jedne standardne devijacije.

Izvori: DZS (sezonska prilagodba HNB-a); izračun HNB-a

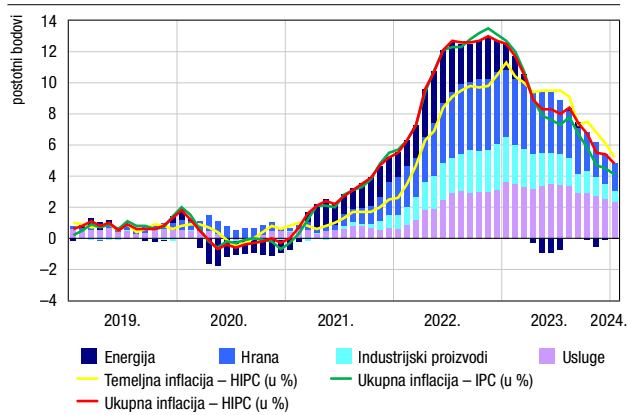
Slika 4. Indeks ekonomskog raspoloženja i očekivanog zapošljavanja u Hrvatskoj



Napomena: Indeks ekonomskog raspoloženja (engl. *Economic sentiment index*, ESI) i Indeks očekivanog zapošljavanja (engl. *Expected employment index*, EEI) računaju se na osnovi podataka iz Anketе o potrošačkom i poslovnom optimizmu. Za više vidi metodološke smjernice Europske komisije.

Izvori: Europska komisija

Slika 5. Pokazatelji inflacije u Hrvatskoj



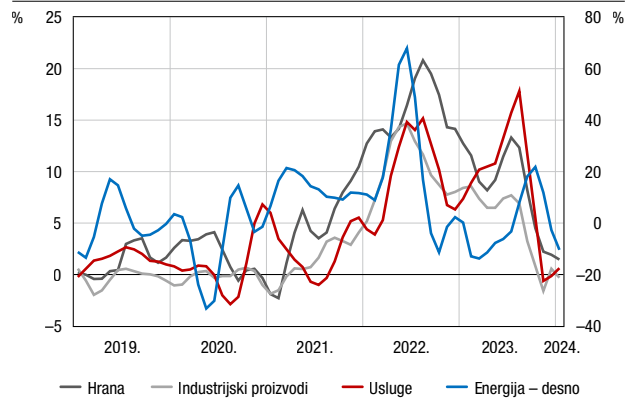
Napomena: Temeljna inflacija mjerena je harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena koji isključuje cijene energije, hrane, alkohola i duhana. Posljednji raspoloživi podaci odnose se na prvu procjenu za siječanj 2024.

Izvori: DZS; Eurostat; izračun HNB-a

Anketni podaci o poslovnom i potrošačkom optimizmu za siječanj upućuju na nastavak povoljnih kretanja ekonomske aktivnosti u Hrvatskoj i na samom početku ove godine. Indeks ekonomskog raspoloženja nastavio se poboljšavati, zrcaleći poboljšanje potrošačkoga i poslovnog optimizma, a u većini djelatnosti očekuje se nastavak rasta broja zaposlenih (Slika 4.). Potrošački se optimizam tako u siječnju nastavio kretati iznad svoga dugoročnog prosjeka, dosegnuvši najveću razinu od kolovoza 2021. Poslovna očekivanja u građevini te posebice u uslužnim djelatnostima poboljšala su se u siječnju u usporedbi s prosincem prošle godine, što je oba indeksa dovelo na pretpandemijske razine. S druge strane, očekivanja u industriji stagnirala su, a u trgovini se pogoršala, pri čemu se oba još nalaze iznad dugoročnih prosjeka.

Trend usporavanja godišnje stope inflacije u Hrvatskoj se nastavio i početkom ove godine, uz daljnje smanjivanje tekuće inflacije, koja je već na vrlo niskoj razini. Prema prvoj procjeni Eurostata inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC-om) u siječnju se znatno smanjila (na 4,8% s 5,4% u prosincu) (Slika 5.), a usporevanje temeljne inflacije (koja ne uključuje cijene energije i hrane) u

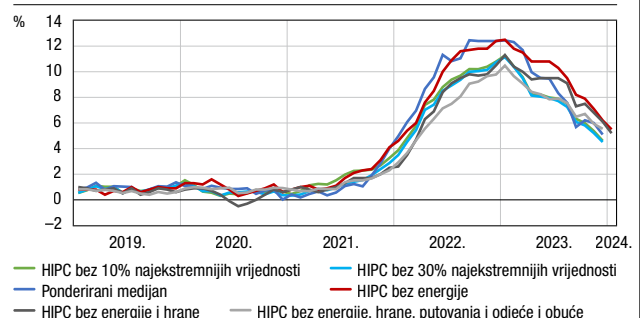
Slika 6. Zamasi (momenti) glavnih komponenta inflacije



Napomena: Tromjesečna stopa promjene na godišnjoj razini izračunata je iz tromjesečnoga pomičnog prosjeka sezonski prilagođenih harmoniziranih indeksa potrošačkih cijena.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 7. Pokazatelji temeljne inflacije

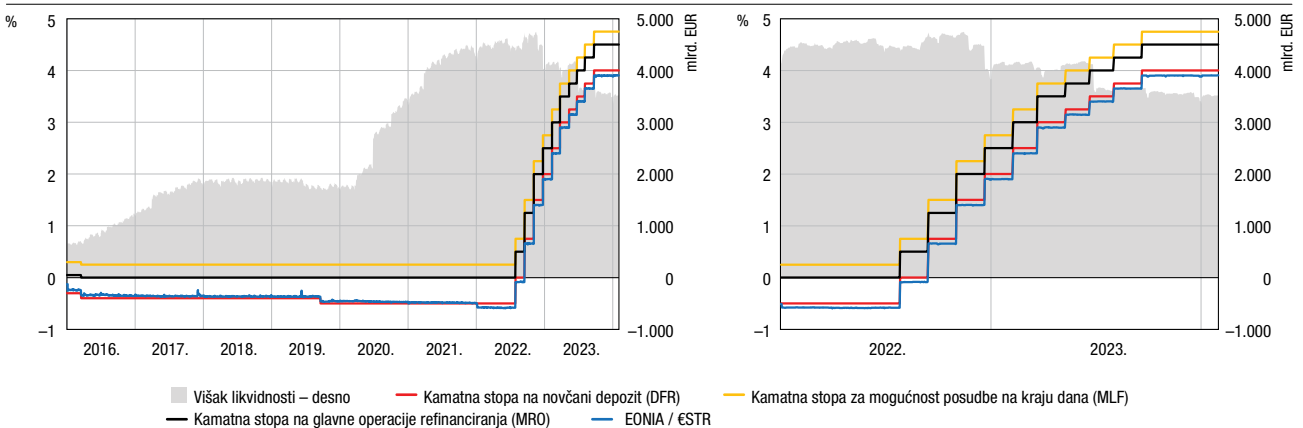


Napomena: Srednja vrijednost bez najekstremnijih vrijednosti (engl. *trimmed mean*) jest mjera središnje tendencije koja je izračunata tako da se u određenom mjesecu isključuje 5% (15%) potkomponentata s najvećim i najmanjim godišnjim stopama promjene. Ukupan skup podataka odnosi se na 87 potkomponentata HIPC-a. Ponderirani medijan oblik je srednje vrijednosti bez najekstremnijih vrijednosti, a isključuje sve osim ponderirane srednje točke distribucije promjena cijena. Podaci su dostupni zaključno s prosincem 2023., osim za pokazatelje HIPC-a bez energije i HIPC-a bez energije i hrane, koji su dostupni zaključno sa siječnjem 2024.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

siječnju je bilo još izraženije (sa 6,1% u prosincu na 5,2%). Na smanjivanje inflatornih pritisaka upućuju različiti pokazatelji temeljne inflacije (Slika 7.). Usporevanje inflacije posljednjih je mjeseci široko rasprostranjeno, tj. obuhvaća sve glavne komponente inflacije (osim energije) te odražava zamjetno popuštanje tekućih inflacijskih pritisaka od jeseni prošle godine, u uvjetima slabljenja utjecaja prošlih šokova (porasta cijena energenata i drugih sirovina, poremećaja u lancima nabave te povećanja potražnje zbog ponovnog otvaranja gospodarstva). U okružju niskih tekućih inflatornih pritisaka godišnja stopa inflacije kontinuirano se usporava pod utjecajem povoljnih baznih učinaka, odnosno postupnog isključivanja neuobičajeno visokih mjesečnih stopa inflacije s kraja 2022. i početka 2023. godine. U siječnju je bilo osobito izraženo smanjenje inflacije cijena usluga (na 7,3% s 8,1% u prosincu 2023.) s obzirom na to da su u siječnju 2023., nakon uvođenja eura, cijene određenih usluga porasle nešto više nego što je uobičajeno. Usporevanju ukupne inflacije u siječnju 2024. znatno je pridonijelo i smanjenje inflacije cijena industrijskih proizvoda (na 2,6% s 3,7% u prosincu). Usto, malo se usporila i inflacija cijena hrane (na 6,2% sa 6,5% u prosincu). Nasuprot tome, inflacija cijena energije u siječnju se blago

Slika 8. 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

povećala (na $-0,3\%$ s $-0,5\%$ u prosincu), ali još je negativna. Zamasi ukupne i temeljne inflacije (tromjesečne stope promjene na godišnjoj razini) u siječnju su se smanjili zahvaljujući naglašeno slabijem zamahu svih glavnih komponenata inflacije (osim usluga) (Slika 6.). Svi pokazatelji zamaha inflacije posljednjih su mjeseci ispod razine svojih dugoročnih prosjeka. Tako je, primjerice, zamah temeljne inflacije u posljednja tri mjeseca bio osjetno niži od 1% te ispod svoga dugoročnog prosjeka, koji je u razdoblju prije pandemije (2000. – 2019.) iznosio $1,7\%$.

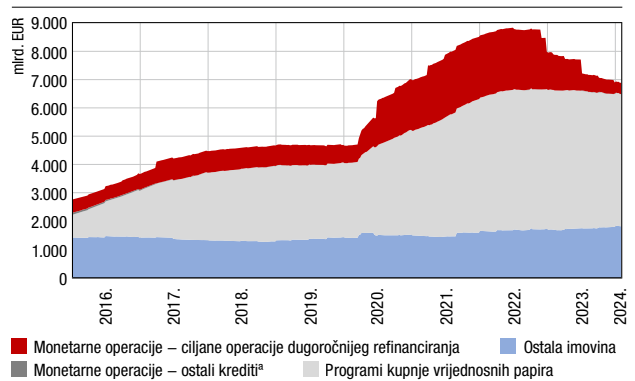
Upravno vijeće ESB-a odlučilo je na sastanku održanom 25. siječnja da će tri ključne kamatne stope ostati nepromijenjene (Slika 8.). U skladu s tim, kamatna stopa na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke (trenutačno relevantan pokazatelj monetarne politike ESB-a) ostaje na razini od $4,0\%$. Upravno vijeće je pritom istaknulo da su najnovije informacije uglavnom potvrdile prethodnu ocjenu srednjoročnih inflacijskih izgleda. Na rast ukupne inflacije djelovao je pozitivan bazni učinak povezan s cijenama energije, ali nastavio se trend smanjivanja temeljne inflacije, a prethodna povećanja kamatnih stopa i nadalje se snažno prenose na uvjete financiranja. Također, Upravno vijeće ESB-a smatra da su ključne kamatne stope na razinama na kojima će, zadržane dovoljno dugo, znatno pridonijeti pravodobnom povratku inflacije na ciljnu razinu. Buduće odluke Upravnog vijeća osigurat će da ključne kamatne stope ESB-a budu na dovoljno restriktivnim razinama koliko god bude potrebno, pri čemu će se odluke i nadalje zasnivati na pristiglim podacima (engl. *data-dependent approach*).

Bilanca Eurosustava nastavlja se postupno smanjivati (Slika 9.). Banke i nadalje otplaćuju iznose pozajmljene u sklopu ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja, a i portfelj nastao u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (engl. *asset purchase programme*, APP) Eurosustava nastavlja se smanjivati umjerenom i predvidivom dinamikom, pri čemu se glavnice dospelih vrijednosnih papira od srpnja 2023. više ne reinvestiraju. Što se tiče hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase programme*, PEPP), Upravno vijeće namjerava u prvoj polovini 2024. i nadalje u potpunosti reinvestirati glavnice dospelih vrijednosnih papira, no u drugoj polovini godine portfelj PEPP-a mjesečno će se smanjivati za prosječno $7,5$ mlrd. EUR, a na kraju 2024. namjerava se obustaviti reinvestiranje u sklopu PEPP-a. Usto, radi smanjenja rizika za transmisijski mehanizam monetarne politike povezanih s pandemijom, prema potrebi fleksibilno će se reinvestirati glavnice

dospelih vrijednosnih papira u portfelju PEPP-a.

U siječnju nije bilo znatnijih promjena na financijskim tržištima. U skladu s odlukom Upravnog vijeća ESB-a o zadržavanju ključnih kamatnih stopa na istoj razini, prekonoćna kamatna stopa na europskom tržištu novca €STR također se zadržala na razini s kraja prosinca od $3,9\%$ (Slika 11.). Tromjesečni EURIBOR također je bio stabilan te je na kraju siječnja iznosio $3,9\%$, jednako kao na kraju prosinca. Ni na hrvatskom novčanom tržištu nije bilo zamjetnijih promjena. Prekonoćna kamatna stopa na trgovanje banaka depozitnim novcem kretala se u relativno uskom rasponu oko $3,7\%$, a toliko je iznosila i na kraju siječnja. U uvjetima izdašne likvidnosti banaka, obujam trgovanja na prekonoćnom novčanom tržištu i nadalje je relativno skroman. Slobodna novčana sredstva domaćih banaka vratila su se na razinu približnu onoj s početka 2023. godine, nakon što su se smanjila u prvoj polovini te godine. Tako je u siječnju 2024. prosječni dnevni višak likvidnosti domaćega bankovnog sustava iznosio $15,9$ mlrd. EUR. Prinosi na dugoročne državne obveznice, nakon što su se tijekom prethodnih nekoliko mjeseci smanjivali, u siječnju su najprije porasli, a potom se krajem mjeseca neznatno smanjili nakon sastanka Upravnog vijeća ESB-a

Slika 9. Bilanca Eurosustava

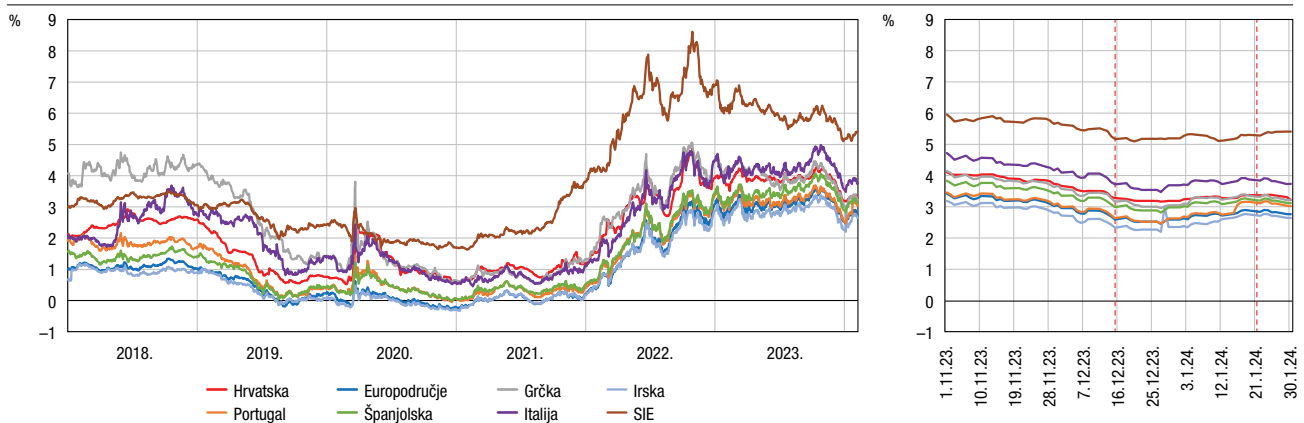


Napomena: Sivim i crvenim tonovima prikazane su monetarne stavke aktive bilance Eurosustava, a plavom nemonetarne.

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

Izvor: ESB

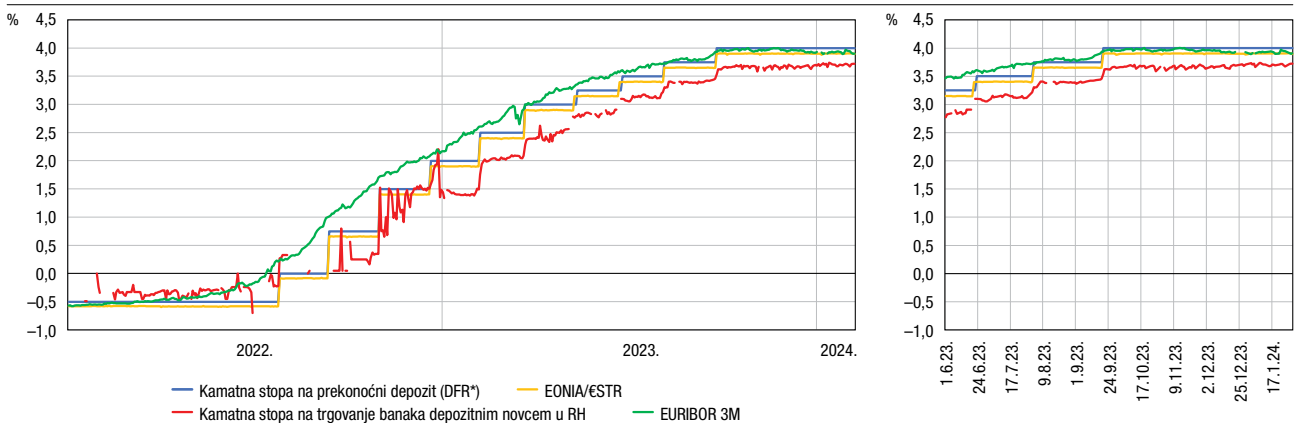
Slika 10. Prinosi na dugoročne državne obveznice s preostalim dospeljem od oko 10 godina



Napomena: SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe (Češka, Mađarska, Poljska i Rumunjska); prinosi za europodručje i zemlje SIE-a ponderirani su udjelom u BDP-u uključenih zemalja. Europodručje ne uključuje podatke za Estoniju, Letoniju, Luksemburg i Maltu. Crvenim isprekidanim linijama označeni su sastanci Upravnog vijeća ESB-a u prosincu i siječnju.

Izvori: Bloomberg; Eurostat; izračun HNB-a

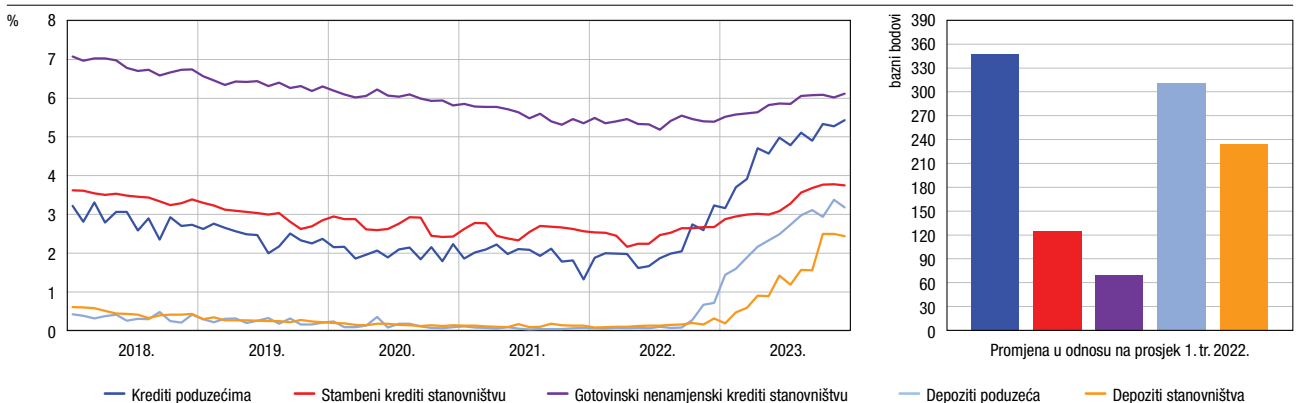
Slika 11. Ključna kamatna stopa ESB-a i prekonočne tržišne kamatne stope europodručja i Hrvatske



Napomena: DFR (engl. *deposit facility rate*). Od početka 2022. EONIA se zamjenjuje stopom €STR. Prekonočna kamatna stopa na novčanom tržištu u Hrvatskoj za 2022. zasniva se na eurskim transakcijama.

Izvori: ESB; HNB

Slika 12. 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 1 mjeseca.

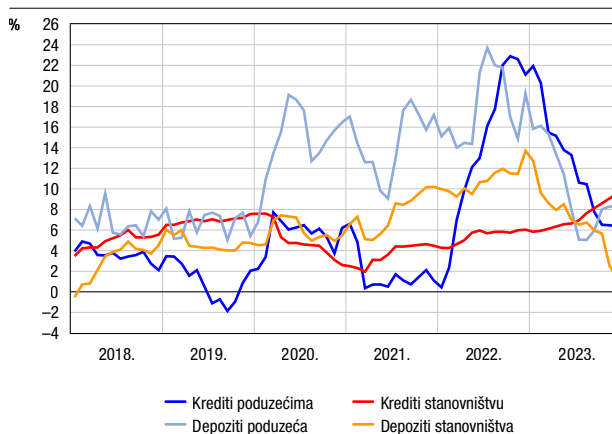
Izvor: HNB

(Slika 10.). Na kraju siječnja prinosi su bili na sličnoj razini kao na kraju prosinca, pri čemu je prosječan prinos na dugoročne državne obveznice europodručja ponderiran BDP-om na kraju siječnja iznosio 2,7%, dok je prinos na dugoročne obveznice Hrvatske iznosio 3,3%.

Kamatne stope na kredite domaćih banaka u prosincu su uglavnom porasle, dok su se kamatne stope na oročene depozite smanjile, pri čemu su te promjene bile blagog intenziteta. Prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima dosegla je u prosincu razinu od 5,4%, što je povećanje od 16 baznih bodova u odnosu na studeni. Kada je riječ o troškovima financiranja stanovništva, gotovinski nenamjenski krediti u prosincu su ugovarani s prosječnom kamatnom stopom od 6,1% ili 11 baznih bodova više nego u mjesecu prije, dok se prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene stambene kredite samo neznatno smanjila te je iznosila 3,7%. Promatrano u odnosu na razdoblje prije početka pooštavanja monetarne politike ESB-a, zaduživanje kod banaka na kraju 2023. bilo je skuplje za 348 baznih bodova za poduzeća te za 125 baznih bodova za stambene kredite i 70 baznih bodova za gotovinske nenamjenske kredite (Slika 12.). Ako se promatraju izvori financiranja banaka, početkom posljednjeg tromjesečja neuobičajeno se mnogo novih depozita stanovništva oročavalo u bankama koje su najviše povećale svoje ponudene kamatne stope, pa je porasla i njihova važnost za formiranje prosječne kamatne stope. No, već u studenome klijenti banaka u većem su broju nego u listopadu, umjesto prebacivanja sredstava u banke koje nude bolje uvjete oročavanja, prihvaćali nižu kamatnu stopu u banci s kojom posluju. To se odrazilo na usporavanje rasta, a u prosincu i na blago smanjenje kamatnih stopa. Tako se prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene oročene depozite stanovništva u prosincu smanjila za 5 baznih bodova te je iznosila u prosincu 2,4%, dok je na oročene depozite poduzeća smanjena za 19 baznih bodova na razinu od 3,2%. U usporedbi s razdobljem prije normalizacije monetarne politike, kamatne stope na prvi put ugovorene oročene depozite bile su u prosincu za 235 baznih bodova više kada je riječ o depozitima stanovništva odnosno za 312 baznih bodova više kada je riječ o depozitima poduzeća.

Kreditiranje poduzećima i nadalje je prigušeno, a krediti stanovništvu nastavljaju rasti. Rast ukupnih kredita (isključujući opću državu) u prosincu (158 mil. EUR) uglavnom je odraz rasta kredita stanovništvu (95 mil. EUR), a u manjoj mjeri rasta kredita poduzećima (50 mil. EUR). Pritom su porasli i stambeni i gotovinski nenamjenski krediti. Na godišnjoj se razini dodatno ubrzao rast kredita stanovništvu s 9,1% u studenome na 9,5% u

Slika 13. Krediti i depoziti poduzeća i stanovništva
godišnje stope promjene, na osnovi transakcija



Izvor: HNB

prosincu (na osnovi transakcija), što je u cijelosti rezultat ubrzavanja godišnjeg rasta gotovinskih nenamjenskih kredita (s 10,4% na 11,1%), dok su se stambeni krediti neznatno usporili (s 10,0% na 9,9%). Prigušeno kreditiranje poduzeća odrazilo se na blago godišnje usporavanje rasta kredita tom sektoru (sa 6,5% na 6,3%). Kao posljedica snažnog smanjivanja depozita države, potaknutog snažnim rastom rashoda države i sezonskim smanjenjem fiskalnih prihoda, ukupni domaći depoziti (isključujući opću državu) u prosincu protekle godine iznimno su snažno porasli (1,9 mlrd. EUR), čemu su podjednako pridonijeli depoziti stanovništva i poduzeća (svaki po 0,7 mlrd. EUR), a porasli su i depoziti ostalih financijskih institucija (0,4 mlrd. EUR). Rastu ukupnih depozita djelomično su pridonijele i kasnije uplate poreza na dodanu vrijednost (PDV) u državni proračun s obzirom na to da je posljednji dan prosinca bila nedjelja te je dio uplata PDV-a dijelom pomaknut na početak siječnja. Oročeni depoziti porasli su za 1,2 mlrd. EUR, potaknuti rastom kamatnih stopa na oročene depozite, a prekonocni depoziti za 0,7 mlrd. EUR. Godišnji rast depozita nefinancijskih poduzeća zadržao se na razini iz studenoga (8,3%), dok se istodobno rast depozita stanovništva usporio (s 2,5% u studenome na 1,4% u prosincu) zbog učinka baznog razdoblja, odnosno primjetno snažnijeg rasta depozita stanovništva u prosincu 2022. godine, uoči uvođenja eura (Slika 13.).