

---

# Informacija o gospodarskim, finansijskim i monetarnim kretanjima

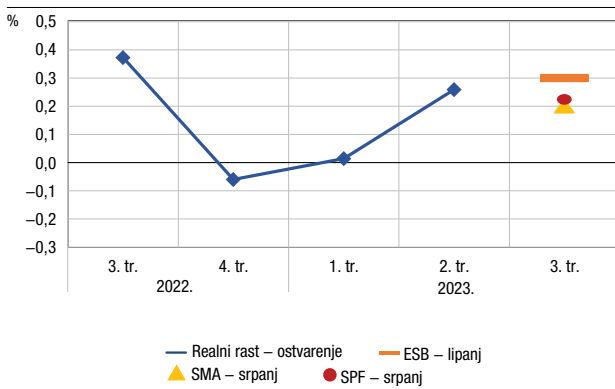
rujan 2023.



## Sažetak

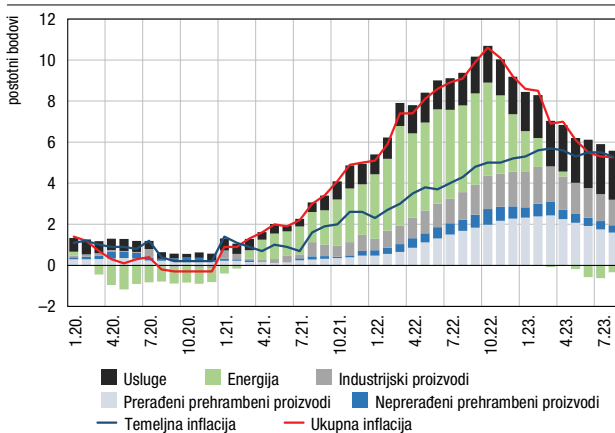
Nakon blagog rasta gospodarstva europodručja u drugom tromjesečju, u ljetnim su mjesecima postali vidljivi novi znaci usporavanja. U drugom je tromjesečju 2023. gospodarstvo europodručja poraslo za 0,3% u odnosu na prethodno tromjesečje, što je u skladu s očekivanjima. Intenzitet rasta djelomično je povezan i s poslovanjem inozemnih kompanija registriranih u Irskoj te privremeno povećanim izvozom brodova iz Francuske. U većini drugih zemalja gospodarska je aktivnost stagnirala ili bilježila iznimno niske pozitivne stope rasta, a u nekim zemljama, poput Italije i Nizozemske, primjetno je pala. Pritom realnu aktivnost još uvijek nastavlja podržavati uslužni sektor, dok prerađivačka djelatnost primjetno zaostaje. Prema dostupnim

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



Napomene: Kratica ESB – lipanj odnosi se na ESB-ove projekcije realnog rasta europodručja iz lipnja (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 srpnja.  
Izvori: Eurostat; ESB

**Slika 2. Kretanje godišnje stope inflacije u europodručju**



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

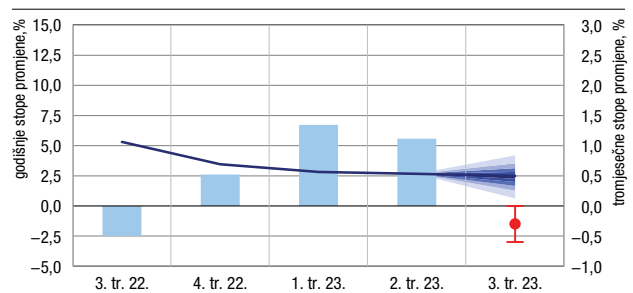
Izvori: Eurostat

1 Uz grafičke prikaze koji prate tekst Informacije o gospodarskim, financijskim i monetarnim kretanjima postoji i dodatan skup grafičkih prikaza te pripadajućih podataka iz kojih su prikazi izvedeni. Spomenuti su grafički prikazi i vremenske serije ujedinjeni u Excelovoj datoteci Dodatni grafički prikazi, koju možete pronaći na sljedećoj poveznici: <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/bilten>

ocjenama, gospodarska bi aktivnost mogla dodatno oslabjeti u trećem tromjesečju (Slika 1.)<sup>1</sup>. Naime, visokofrekventni pokazatelji, poput indeksa menadžera nabave, najavljuju nastavak usporavanja uslužnog sektora i ulazak u fazu kontrakcije u kolovozu. Prerađivačka se industrija već duže vrijeme nalazi u fazi kontrakcije, a ni blagi oporavak indeksa menadžera nabave u kolovozu ne mijenja takvu sliku. Uz prigušenu realnu aktivnost, inflacija potrošačkih cijena u europodručju nastavila se smanjivati u srpnju, a u kolovozu se njezin pad zaustavio na 5,3% zbog ponovnog porasta cijena energije (Slika 2.). Pritom su se godišnji rast cijena industrijskih proizvoda, isključujući energiju, kao i rast cijena prehrambenih proizvoda nastavili usporavati. Jedino rast cijena usluga ni nadalje ne pokazuje vidljive znakove slabljenja, a osobito se to odnosi na usluge prijevoza i turističke usluge. Zbog toga se temeljna inflacija, koja isključuje hranu i energiju, samo neznatno smanjila na 5,3% u kolovozu, što upućuje na ustrajnost inflacijskih pritisaka. Iako se stope inflacije i nadalje znatno razlikuju među pojedinim zemljama članicama europodručja, ta se razlika nastavila smanjivati.

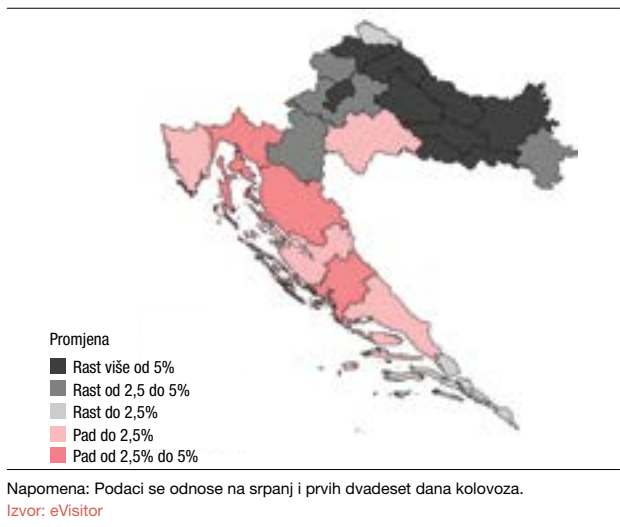
Prema prvim procjenama DZS-a u drugome se tromjesečju ove godine u Hrvatskoj nastavio relativno snažan rast realnog BDP-a, koji je obilježio i početak 2023. Gospodarska je aktivnost u drugome tromjesečju tako povećala za 1,1% u odnosu na prethodno tromjesečje te je bila za 2,7% veća u odnosu na isto razdoblje 2022. Promatrajući s potražne strane, rastu su najviše pridonijeli osobna potrošnja i izvoz usluga, što je u skladu s nastavkom povoljnih kretanja na tržištu rada, oporavkom realnih dohodaka te snažnim priljevom stranih turista. Kretanja ostalih sastavnica bila su relativno prigušena. Primjetan je tako pad robnog izvoza, međutim istodobno je naglašeno smanjen i robni uvoz, pa je utjecaj robne razmjene bio približno neutralan. Osim toga, državna potrošnja i investicije blago su se smanjile u odnosu na prethodno tromjesečje, pri čemu se čini kako je pad investicija djelomice povezan s malo slabijim javnim ulaganjima u odnosu na početak godine, na što upućuju kretanja građevinskih radova na ostalim građevinama. Gospodarska je aktivnost nastavila rasti na tromjesečnoj razini u većini djelatnosti, izuzev građevinarstva i poljoprivrede, nakon što su u drugoj polovini 2022. u nizu djelatnosti zabilježena nepovoljna tekuća kretanja.

**Slika 3. Tromjesečni bruto domaći proizvod**



Napomena: Ocjena za treće tromjesečje 2023. odnosi se na Mjesečni pokazatelj realne gospodarske aktivnosti HNB-a (opširnije o izračunu pokazatelja MRGA 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 1. rujna 2023. Crvena točka označuje ocjenu tromjesečne promjene realnog BDP-a, uz povijesne pogreške procjene u rasponu od ± jedne standardne devijacije.  
Izvori: DZS (sezonska prilagodba HNB-a); izračun HNB-a

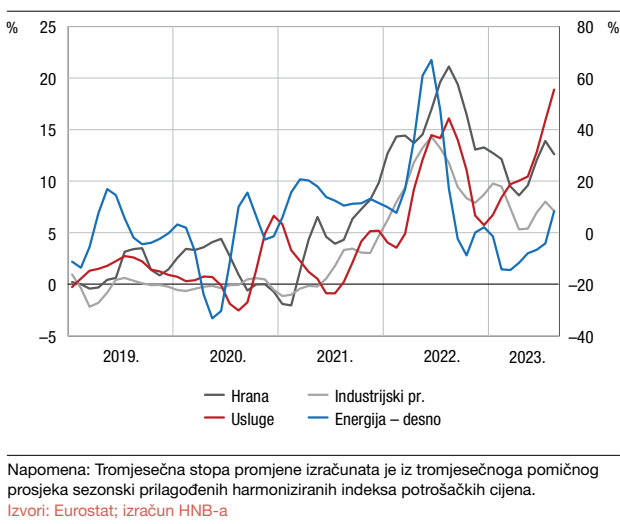
Slika 4. Promjena broja noćenja u srpnju i kolovozu 2023. u odnosu na isto razdoblje 2022.



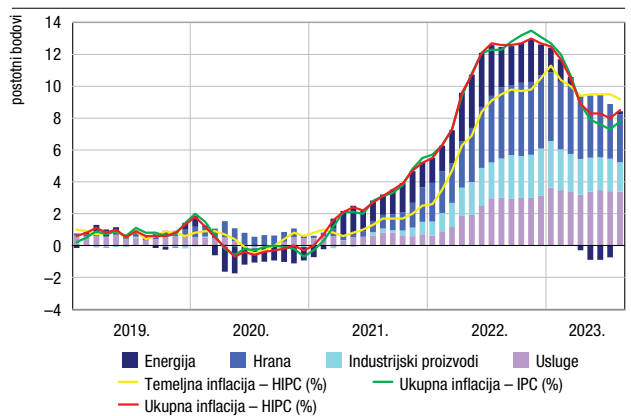
Pritom je kod financijskih djelatnosti primjetno snažno intenziviranje rasta, što se vjerojatno može povezati s rastom neto kamatnih marži banaka, koje uključuju i prihode koje banke ostvaruju od prekonoćnih depozita kod HNB-a.

Kada je riječ o kretanjima u trećem tromjesečju ove godine, model brze procjene gospodarske aktivnosti HNB-a, zasnovan na relativno malom broju podataka dostupnih uglavnom za srpanj, upućuje na blagi pad realnog BDP-a u odnosu na prethodno tromjesečje, zbog čega bi se godišnja stopa rasta mogla usporiti na 2,5% (Slika 3.). Industrijska se proizvodnja u srpnju zamjetno smanjila u odnosu na ostvarenje iz prethodna tri mjeseca. Pritom je pala proizvodnja energije i netrajnih proizvoda za široku potrošnju, a povećala se proizvodnja intermedijarnih proizvoda, kapitalnih proizvoda i trajnih proizvoda za široku potrošnju. Osim toga, dostupni podaci za srpanj i kolovoz upućuju na blagi pad broja noćenja turista u odnosu na prethodnu godinu (Slika 4.), dok se trgovina na malo u srpnju zadržala na razini prosjeka iz prethodna tri mjeseca. Pokazatelji pouzdanja poduzeća i potrošača za srpanj i kolovoz uglavnom upućuju na nepovoljne trendove, osim u građevinskom sektoru, pri čemu je osobito izraženo pogoršanje optimizma u industriji i

Slika 6. Momenti (zamasi) glavnih potkomponenta inflacije



Slika 5. Pokazatelji inflacije u Hrvatskoj



uslugama, čije su se razine približile dugoročnom prosjeku.

**Inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena u kolovozu se, prema prvoj procjeni Eurostata, ubrzala na 8,5% (s 8,0% u srpnju) kao rezultat poskupljenja energije, dok se temeljna inflacija, koja obuhvaća samo kretanje cijena industrijskih proizvoda i usluga, smanjila s 9,5% na 9,2%.** Naime, od sredine srpnja cijene sirove nafte tipa Brent (u USD) na svjetskom su se tržištu počele povećavati pod utjecajem smanjenja ponude iz OPEC+ zemalja, a u kolovozu su porasle za oko 8%. To je potaknulo rast maloprodajnih cijena naftnih derivata na domaćem tržištu, pa je godišnja stopa promjene cijena energije u kolovozu bila viša nego u srpnju (1,6% naprema -5,8%). Za razliku od cijena energije, godišnji rast cijena svih drugih glavnih komponenata inflacije u kolovozu se usporio u usporedbi sa srpnjem, iako je i nadalje povišen (Slika 5.). Tako se u okružju nižih cijena sirovina na svjetskom tržištu (Slika 7.), normalizacije opskrbnih lanaca i aprecijacije nominalnoga efektivnog tečaja eura, inflacija cijena hrane (uključujući alkohol i duhan) usporila na 10,3% (s 11,8% u srpnju), a inflacija cijena industrijskih proizvoda na 7,0% (sa 7,7% u srpnju). Nadalje, smanjenje inflacije cijena hrane i industrijskih proizvoda u velikoj mjeri odražava i povoljan učinak baznog razdoblja povezan s iznimno snažnim poskupljenjem tih dobara tijekom 2022. Inflacija cijena usluga u kolovozu se vrlo blago usporila (s 10,8% u srpnju na 10,7%). Činitelji koji utječu na još uvijek povišenu inflaciju cijena usluga, prije svega ugostiteljskih usluga i usluga smještaja, uključuju znatan rast plaća i prelijevanje prijašnjeg rasta ulaznih troškova izazvanog porastom cijena energije i hrane u uvjetima snažne potražnje stranih posjetitelja za turističkim uslugama. Nadalje, u kolovozu su se primjetno povećali kratkoročni pokazatelji inflacije cijena energije i usluga (Slika 6.), što je rezultiralo povećanjem zamaha (momenta) ukupne i temeljne inflacije četvrti mjesec uzastopno. U skladu s makroekonomskim projekcijama HNB-a ubrzanje ukupne godišnje inflacije u kolovozu trebalo bi biti privremenoga karaktera, a trend usporavanja inflacije koji traje od kraja prošle godine trebao bi se nastaviti.

**Ključne kamatne stope ESB-a povećane su za još 25 baznih bodova na sastanku Upravnog vijeća održanom 27. srpnja.** U skladu s tim, kamatna stopa na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke (trenutačno relevantan pokazatelj monetarne politike ESB-a) od 2. kolovoza iznosi 3,75%. Osim toga, Upravno vijeće odlučilo je da će se minimalne pričuve

Slika 7. Pokazatelji inozemnih i domaćih pritisaka na cijene

		2021.												2022.												2023.												
		I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	X.	XI.	XII.	I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	X.	XI.	XII.	I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.						
Inozemni inflatorni pritisci	Potražnja u europodručju	[Heatmap data]																																				
	PMI EA Composite	[Heatmap data]																																				
	ESI EA	[Heatmap data]																																				
	Cijene energenata i sirovina na svjetskom tržištu	[Heatmap data]																																				
Domaći inflatorni pritisci	Konkurentnost	Tečaj EUR/USD	[Heatmap data]																																			
		Indeks pritisaka u globalnim lancima dobave (GSCPI)	[Heatmap data]																																			
	Realna aktivnost i tržište rada	Trgovina na malo <sup>a</sup>	[Heatmap data]																																			
		Stopa nezaposlenosti	[Heatmap data]																																			
		Nominalne neto plaće <sup>a</sup>	[Heatmap data]																																			
		Nedostatak radne snage	[Heatmap data]																																			
		Industrijska proizvodnja <sup>a</sup>	[Heatmap data]																																			
		Pouzdanje poduzeća u uslužnom sektoru	[Heatmap data]																																			
	Troškovi	Proizvođačke cijene na domaćem tržištu <sup>a</sup>	[Heatmap data]																																			
		Intermedijarni proizvodi <sup>a</sup>	[Heatmap data]																																			
Energija <sup>a</sup>		[Heatmap data]																																				
Kapitalni proizvodi <sup>a</sup>		[Heatmap data]																																				
Trajni proizvodi za široku potrošnju <sup>a</sup>		[Heatmap data]																																				
Netrajni proizvodi za široku potrošnju <sup>a</sup>		[Heatmap data]																																				
Inflacijska očekivanja	Potrošači (12 mj. unaprijed)	[Heatmap data]																																				
	Poduzeća – industrija (3 mj. unaprijed)	[Heatmap data]																																				
	Poduzeća – usluge (3 mj. unaprijed)	[Heatmap data]																																				

<sup>a</sup> Godišnja stopa promjene

Napomena: Nedostatak radne snage jest omjer stope slobodnih radnih mjesta i stope registrirane nezaposlenosti. Serije PMI EA Composite i ESI EA nakon standardiziranja korigirane su kako bi neutralna vrijednost bila prikazana bijelom bojom. Siva boja u tekućem mjesecu označuje nepostojanje podataka.

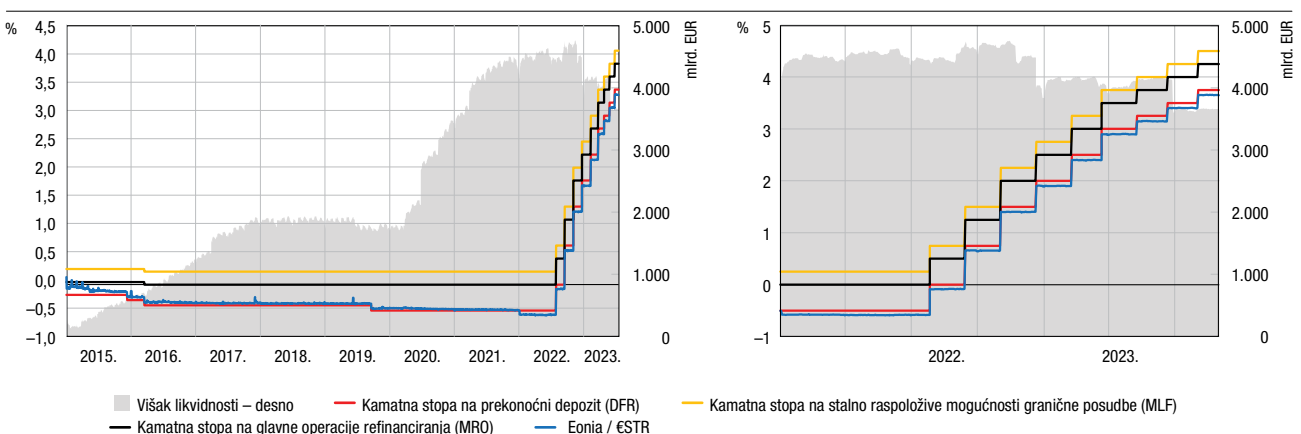
Izvori: ESB; SDW; Eurostat; Bloomberg; NY Fed; HWWI; DZS; Ipsos

umjesto po kamatnoj stopi na novčani depozit remunerirati po stopi od 0%, a promjena će stupiti na snagu s početkom razdoblja održavanja pričuve koje počinje 20. rujna 2023. Odlukom o smanjenju remuneracije minimalne pričuve nastoji se očuvati efektivnost monetarne politike zadržavanjem trenutnog stupnja kontrole nad njezinim usmjerenjem i osiguravanjem punog prijenosa odluka Upravnog vijeća o kamatnim stopama na tržište novca. Istodobno se nastoji poboljšati efikasnost monetarne politike smanjenjem ukupnog iznosa kamata koje je potrebno platiti bankama kako bi se implementiralo odgovarajuće usmjerenje monetarne politike. Nadalje, nakon velike otplate u lipnju (od oko 500 mlrd. EUR) banke nastavljaju otplaćivati manje iznose sredstva iz ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (engl. *targeted longer term refinancing operations*, TLTRO),

što je znatno smanjilo bilancu Eurosustava (Slika 9.) kao i višak likvidnosti u bankovnom sustavu. Program kupnje vrijednosnih papira (engl. *asset purchase programme*, APP) smanjuje se umjerenom i predvidivom dinamikom, pri čemu od srpnja 2023. godine Eurosustav više ne reinvestira glavnice dospjelih vrijednosnih papira. Kada je riječ o hitnom programu kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase programme*, PEPP), Upravno vijeće namjerava reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu tog programa barem do kraja 2024. godine.

**Povećanje ključnih kamatnih stopa ESB-a za još 25 baznih bodova odmah se prelilo na kamatne stope na novčanom tržištu, dok su prinosi na državne obveznice već neko vrijeme stabilni.** Nakon stupanja na snagu posljednje odluke Upravnog

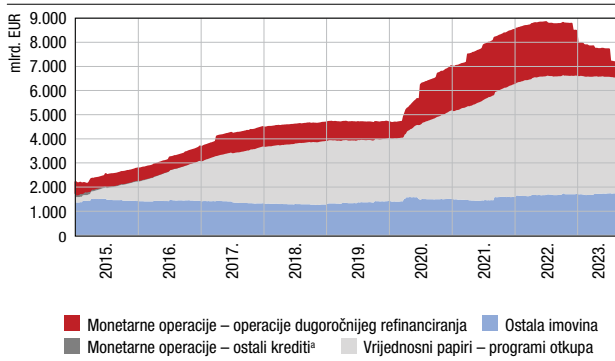
Slika 8. Ključne kamatne stope ESB-a i referentne tržišne kamatne stope europodručja



Napomena: DFR (engl. *deposit facility rate*); MLF (engl. *marginal lending facility*); MRO (engl. *main refinancing operations*). Od početka 2022. EONIA se zamjenjuje stopom €STR.

Izvor: ESB

Slika 9. Bilanca Eurosustava



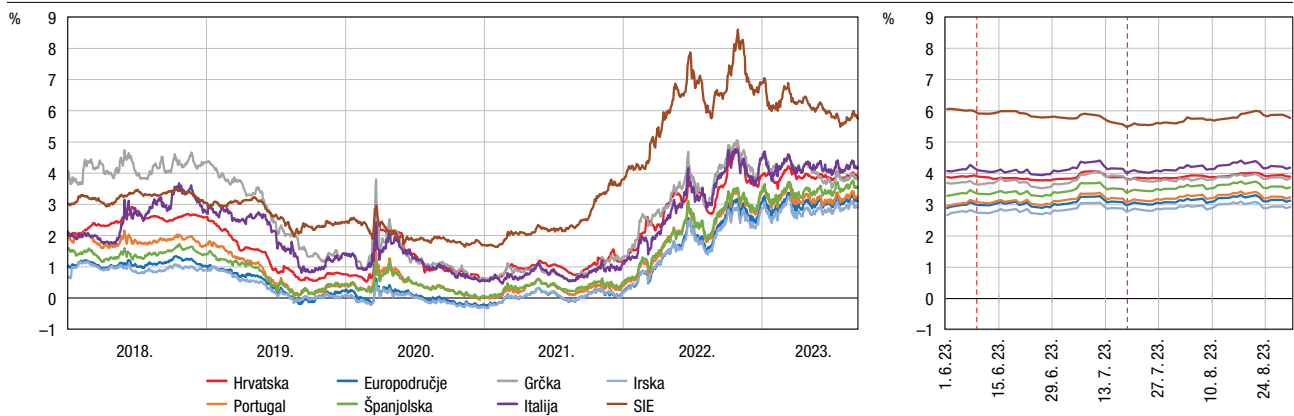
Napomena: Sivim i crvenim tonovima prikazane su monetarne stavke aktive bilance Eurosustava, a plavom nemonetarne.

\* 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

vijeća početkom kolovoza, prekonoina kamatna stopa na europskom tržištu novca €STR porasla je za iznos povećanja ključnih kamatnih stopa (25 baznih bodova), dosegnuvi tako razinu od 3,7%, na kojoj je ostala do kraja mjeseca (Slika 11.). Tromjesečni EURIBOR nastavio je postupno rasti odražavajući mogućnost dodatnog povećanja ključnih kamatnih stopa, pa je na kraju kolovoza dosegnuo 3,8%. Povećanje ključnih kamatnih stopa ESB-a brzo se prelio i na hrvatsko tržište novca. Tako se prekonoina kamatna stopa na trgovanje banaka depozitnim novcem u kolovozu povećala za 20 baznih bodova te je na kraju mjeseca dosegla 3,4%. Što se tiče kratkoročnih troškova financiranja države, na aukciji trezorskih zapisa Ministarstva financija u kolovozu plasirani su samo trezorski zapisi s rokom dospeljeća od 182 dana, a u potpunosti su odbijene ponude za upis trezorskih zapisa s rokom dospeljeća od 346 dana. Ostvareni prinos izdaju trezorskih zapisa s rokom dospeljeća od 182 dana iznosio je 3,20%, isto koliko i na posljednjoj aukciji održanoj u svibnju. Prinosi na dugoročne državne obveznice u kolovozu su bili stabilni, kao i tijekom prethodnih nekoliko mjeseci, pa su na kraju kolovoza bili na sličnoj razini kao i na kraju srpnja (Slika 10.). Prosječan prinos na dugoročne državne obveznice europodručja

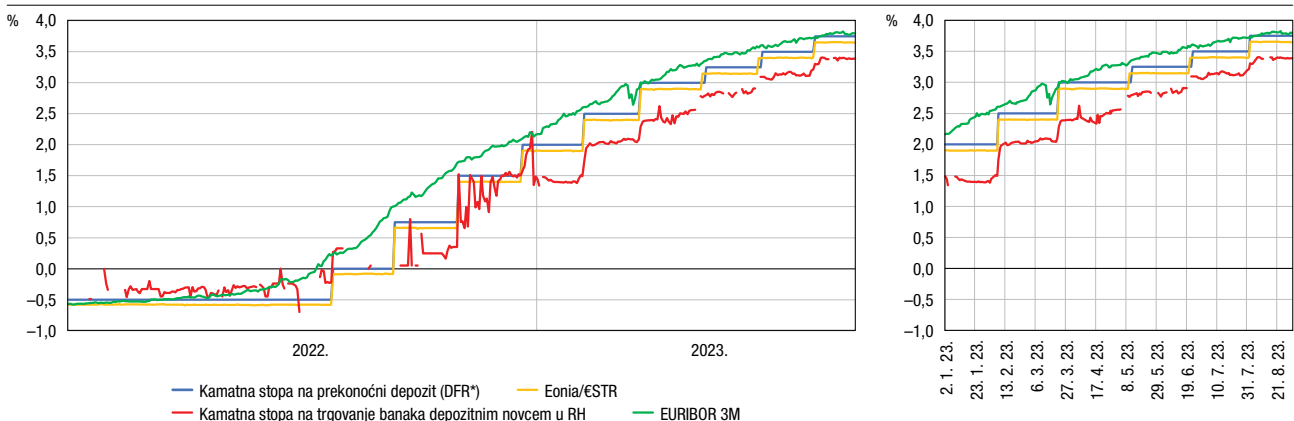
Slika 10. Prinosi na dugoročne državne obveznice s preostalim dospeljećem od oko 10 godina



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

Izvori: Bloomberg; izračun HNB-a

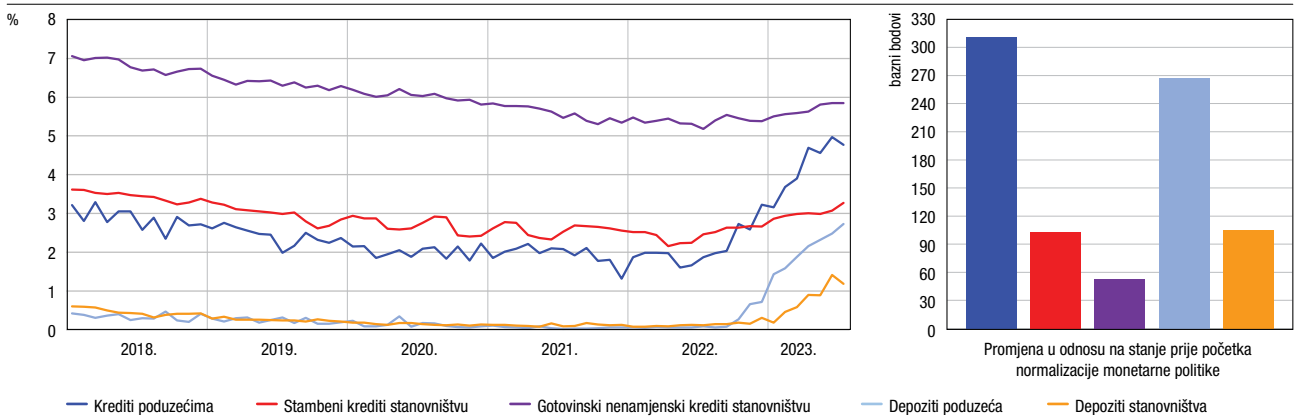
Slika 11. Ključna kamatna stopa ESB-a i prekonoina tržišna kamatna stopa europodručja i Hrvatske



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

Izvori: ESB; HNB

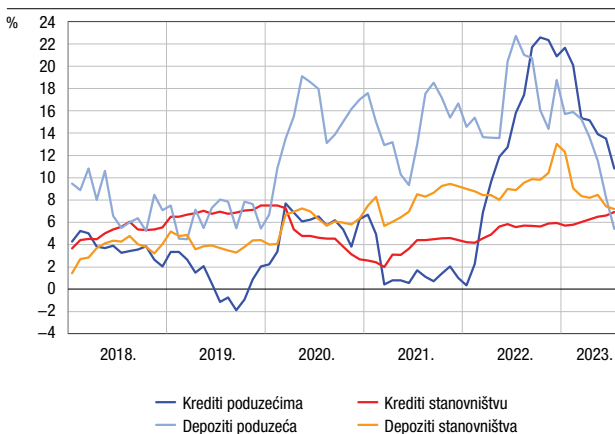
Slika 12. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite te oročene depozite poduzeća i stanovništva



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. 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 13. Krediti i depoziti poduzeća i stanovništva



Napomena: Godišnje stope promjene, na osnovi transakcija

Izvor: HNB

ponderiran BDP-om na kraju kolovoza iznosio je 3,1%, dok je prinos na dugoročne obveznice Hrvatske iznosio 3,8%.

**Kamatne stope u hrvatskim bankama nastavljaju postupno rasti kao posljedica daljnjeg pooštavanja monetarne politike ESB-a, iako među sektorima i instrumentima i nadalje postoje razlike.**<sup>2</sup> Stanovništvo se u srpnju zaduživalo po malo višim kamatnim stopama nego u lipnju, posebice kada je riječ o stambenim kreditima. Kamatna stopa na prvi put ugovorene stambene kredite u srpnju se povećala za 20 baznih bodova u odnosu na lipanj, na razinu od 3,27%, pri čemu je vidljiv utjecaj manjih iznosa prvi put ugovorenih stambenih kredita u okviru državnog programa subvencioniranja u usporedbi s proteklih nekoliko mjeseci, a koji se obično odobravaju uz nižu kamatnu stopu od tržišnih prosjeka. Istodobno je kamatna stopa na prvi put ugovorene gotovinske nenamjenske kredite ostala gotovo nepromijenjena te

je u srpnju iznosila 5,84%. Kod sektora nefinancijskih poduzeća prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite u srpnju iznosila je 4,77%, što je smanjenje od 20 baznih bodova u odnosu na lipanj, kada je bila na razini od 4,97% (Slika 12.). Padu kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima u srpnju ponajprije je pridonijelo smanjenje udjela sindiciranih kredita u ukupnom financiranju, koji imaju relativno višu kamatnu stopu, dok je istodobno porastao udio kredita koji se odobravaju uz relativno niže kamatne stope (kreditni za obrtna sredstva). Ako se isključiti utjecaj tih instrumenata, i u srpnju je vidljiv porast troška zaduživanja poduzeća. Ako se promatraju izvori financiranja banaka, povećanje ključnih kamatnih stopa ESB-a odražava se i na kamatne stope na depozite, što je jače izraženo kod poduzeća na čije je prvi put ugovorene oročene depozite kamatna stopa u srpnju iznosila 2,73%, odnosno 25 baznih bodova više nego u lipnju. U istom je razdoblju kamatna stopa na prvi put ugovorene ukupne oročene depozite stanovništva iznosila 1,18% ili 24 bazna boda manje nego u lipnju. Naime, viša kamatna stopa u lipnju bila je rezultat jednokratnog učinka kratkoročnog oročenja većeg iznosa depozita u jednoj banci po zamjetno višoj kamatnoj stopi od prosječne kamatne stope. Izuzme li se spomenuti utjecaj, kamatna stopa na prvi put ugovorene oročene depozite stanovništva u lipnju je bila gotovo jednaka onoj u srpnju.

**Unatoč daljnjem rastu kamatnih stopa na kredite u bankama, kreditna je aktivnost ostala robusna za sektor stanovništva, dok je kreditiranje poduzeća prigušeno.** Što se tiče kreditiranja stanovništva, na godišnjoj su razini gotovinski nenamjenski krediti ubrzali rast sa 6,3% u lipnju na 6,8% u srpnju (na osnovi transakcija), kao i stambeni krediti (s 9,2% na 9,5%) odražavajući novi krug dodjele državnih subvencija za stambene kredite. Kreditna aktivnost u sektoru nefinancijskih poduzeća u srpnju je bila prigušena te se nastavilo usporavanje rasta kredita tom sektoru na godišnjoj razini, s 13,5% u lipnju na 10,8% u srpnju, što odražava učinak baznog razdoblja, odnosno vrlo snažan rast odobrenih kredita poduzećima u srpnju prethodne godine. Učinak baznog razdoblja vidljiv je i kod usporavanja godišnjeg rasta domaćih depozita (s 5,8% na 5,2%) pod utjecajem znatnog zaduživanja poduzeća nakon rasta cijena sirovina i energenata sredinom prošle godine, kao i jačanja priljeva gotovine u banke uoči uvođenja eura. Promatrano sektorski, rast se depozita nefinancijskih poduzeća i stanovništva usporio na godišnjoj razini s 8,2% u lipnju na 5,4% u srpnju, odnosno sa 7,4% u lipnju na 7,2% u srpnju (Slika 13.).

2 Za detaljnije objašnjenje razlika u prijenosu ključnih kamatnih stopa ESB-a na kamatne stope na kredite i depozite u hrvatskim bankama pogledati Deskar-Škrbić, Jukić, Lesničar i Zrnc (2023.), *Koliko je porasta ključnih kamatnih stopa ESB-a preneseno na kamatne stope banaka u Hrvatskoj?*, HNBlog, dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/koliko-je-porasta-kljucnih-kamatnih-stopa-esb-a-preneseno-na-kamatne-stope-banaka-u-hrvatskoj>