

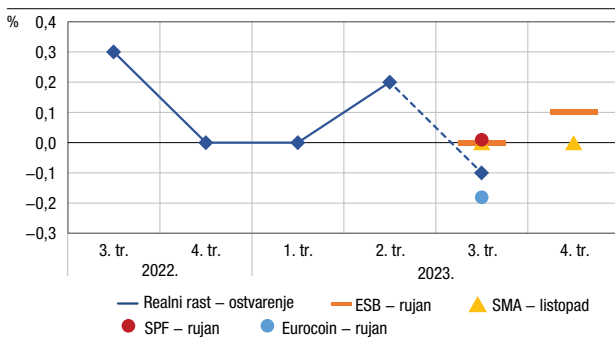
Informacija o gospodarskim, finansijskim i monetarnim kretanjima

studeni 2023.

Sažetak

Prema prvim ocjenama Eurostata, u razdoblju od srpnja do rujna 2023. gospodarska se aktivnost europskog područja blago smanjila u odnosu na prethodno tromjesečje, a anketni podaci upućuju na to da bi ekonomska aktivnost mogla ostati slaba i krajem godine. Nakon navise revidiranog rasta od 0,2% u drugom tromjesečju, realni se BDP europskog područja, prema još nepotpunim podacima, neznatno smanjio (0,1%) tijekom trećeg tromjesečja, što uz slabost prerađivačkog sektora ujedno odražava i usporavanje sektora usluga. Podaci za velika gospodarstva europskog područja pritom upućuju na heterogena kretanja. Tako se blago smanjio realni BDP u Njemačkoj, u Italiji je stagnirao, a u Francuskoj i Španjolskoj nastavio je rasti, iako sporijim intenzitetom nego u prethodnom tromjesečju. Najveći pad zabilježen je u Irskoj, čija su ekonomska kretanja vrlo kolebljiva zbog znatnog utjecaja poslovanja međunarodnih poduzeća na ukupnu aktivnost. Ekonomska aktivnost u europskom području ostala je prigušena i na početku četvrtog tromjesečja. Tako je preliminarni

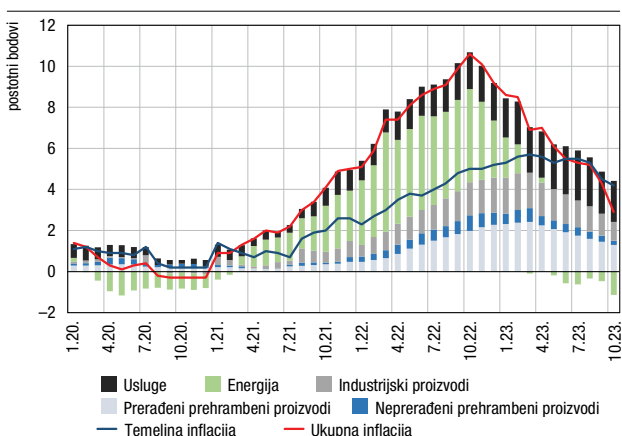
Slika 1. Tromjesečne stope rasta realnog BDP-a u europskom području



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

Izvori: Eurostat; ESB; Banca d'Italia

Slika 2. Kretanje godišnje stope inflacije u europskom području



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

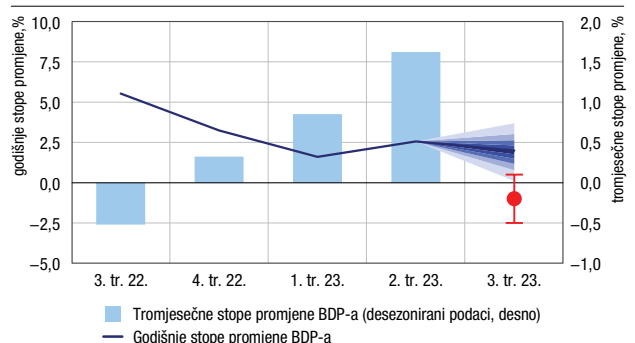
Izvor: Eurostat

kompozitni PMI indeks privatnog sektora snižen u listopadu na najnižu razinu u posljednje tri godine te se već pet mjeseci nalazi ispod razine od 50, koja označava područje kontrakcije, pri čemu je zabilježen pad i uslužnih i proizvodnih aktivnosti. Na slična kretanja upućuje i indeks ekonomskog raspoloženja (ESI) Europske komisije, koji je u listopadu dodatno blago oslabio.

Inflacija u europskom području u listopadu se snažno usporila (na 2,9% s 4,3% u rujnu) (Slika 2.). To ponajviše odražava produblјivanje godišnjeg pada cijena energije (11,1%) u odnosu na rujnan (4,6%), što zrcali djelovanje baznog učinka, odnosno znatan porast tih cijena u listopadu prošle godine, a u manjoj mjeri i mjesečno smanjenje cijena energije u listopadu ove godine. U listopadu se smanjila i inflacija cijena hrane u europskom području, premda je i nadalje relativno visoka (7,5%). U uvjetima posustale gospodarske aktivnosti, pooštrenih uvjeta financiranja te smanjenih uvoznih inflacijskih pritisaka, temeljna inflacija u europskom području nastavila se smanjivati (na 4,2% s 4,5% u rujnu).

HNB-ova ocjena kretanja realnog BDP-a Hrvatske za treće tromjesečje malo je povoljnija u odnosu na prethodne procjene, pa bi se tekuća aktivnost mogla samo blago smanjiti (0,2%).¹ Realni BDP mogao bi se tako u razdoblju od srpnja do rujna ove godine povećati za 2,0% u odnosu na isto razdoblje lani (Slika 3.). Industrijska se proizvodnja u rujnu relativno snažno povećala na mjesečnoj razini, pri čemu je ostvaren snažan rast proizvodnje kapitalnih proizvoda i netrajnih proizvoda za široku potrošnju, ali je i nadalje, zbog nepovoljnih kretanja u prethodna dva mjeseca, industrijska proizvodnja prosječno bila niža u odnosu na ostvarenja iz drugog tromjesečja. Nakon stagnacije u srpnju i kolovozu, izrazito povoljna kretanja u rujnu zabilježio je i promet od trgovine na malo te se tako nastavio njegov rast na tromjesečnoj razini. Rast realnog prometa od trgovine na malo podržao je nastavak rasta zaposlenosti i realnih plaća, iako su i na pokazateljima s tržišta rada vidljivi prvi znaci usporavanja gospodarske aktivnosti. Pritom se glavnina tekućeg porasta plaća odnosi na javni sektor slijedom dogovora između

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 MRGA-e vidjeti u "Istraživanjima HNB-a I-42 Brza procjena BDP-a upotrebom dostupnih mjesečnih indikatora" autora D. Kunovca i B. Špalata). Modeli su procijenjeni na osnovi podataka objavljenih do 30. listopada 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

1 Ocjena se zasniva na revidiranim statističkim podacima objavljenima u listopadu prema kojima je rast realnog BDP-a u prvoj polovini 2023. smanjen za 0,6 postotnih bodova.

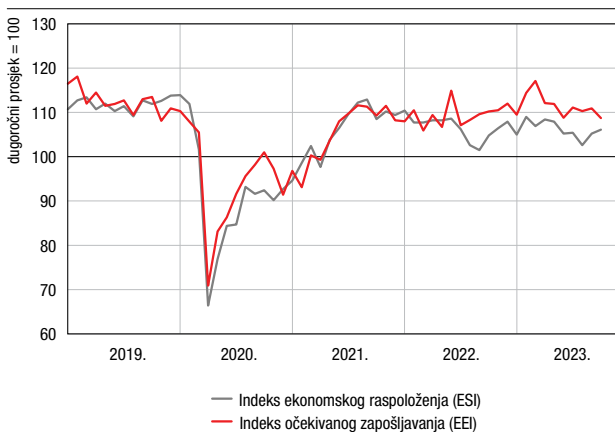
Vlade RH i sindikata državnih i javnih službi koji je u primjeni od 1. lipnja ove godine, čime je rast plaća u javnom sektoru na godišnjoj razini sustigao porast u ostatku gospodarstva, koji je bio osobito izražen početkom godine. Građevinska aktivnost u srpnju i kolovozu također je porasla u odnosu na prosjek razdoblja od travnja do lipnja, pri čemu je porastao obujam radova na zgradama, a pao obujam radova na ostalim građevinama.

Anketni podaci upućuju na povoljna kretanja i na samom početku posljednjeg tromjesečja ove godine. Indeks ekonomskog raspoloženja poboljšao se u odnosu na prethodno tromjesečje, zrcaleći poboljšanje potrošačkoga i poslovnog optimizma. Posebno je izražen rast optimizma u industriji, nakon što je od kraja prošle godine bio na silaznoj putanji. U građevini su se očekivanja donekle pogoršala, međutim, poslovni optimizam u svim djelatnostima nalazi se na razinama iznad svoga dugoročnog prosjeka. Malo su slabija i očekivanja glede budućeg zapošljavanja (Slika 4.), ali nedostatak kvalificirane radne snage i nadalje je jedan od glavnih ograničavajućih čimbenika u svim djelatnostima.

Prema prvoj procjeni Eurostata inflacija u Hrvatskoj, mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena, u

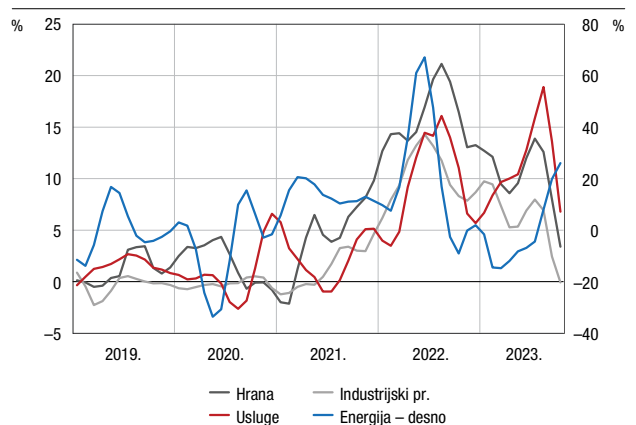
listopadu se usporila na 6,7% sa 7,4% u rujnu (Slika 5.), što odražava usporavanje inflacije cijena hrane i energije. Inflacija cijena hrane (uključujući alkohol i duhan) usporila se na 8,5% s 10,0% u rujnu, što je gotovo upola niža stopa u usporedbi s vrhuncem od 16% dosegnutim u posljednjem tromjesečju prošle godine. Tendencija kontinuiranog smanjivanja inflacije cijena hrane rezultat je brojnih činitelja, kao što su prelijevanje nižih cijena energenata, gnojiva i prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu na uvozne i domaće proizvođačke cijene hrane, normalizacija globalnih lanaca opskrbe, povoljni učinci baznog razdoblja zbog snažnog porasta cijena hrane tijekom 2022., kao i mjere Vlade RH kojima su ograničene cijene određenih esencijalnih proizvoda. Nadalje, smanjenje inflacije cijena energije u listopadu na -0,5% s 2,8% u rujnu rezultat je pada tih cijena u usporedbi s prethodnim mjesecom kao i povoljnog učinka baznog razdoblja (zbog mjesečnog porasta tih cijena u listopadu prošle godine). Prosječna cijena sirove nafte tipa Brent na svjetskom tržištu u listopadu je iznosila 91,4 USD te je bila za 2,8% niža u odnosu na rujnu. Porast cijena sirove nafte nakon izbijanja sukoba na Bliskom istoku bio je kratkotrajan te su se cijene ubrzo stabilizirale, međutim, moguće povećanje tih cijena

Slika 4. Indeks ekonomskog raspoloženja i očekivanog zapošljavanja



Izvor: EK

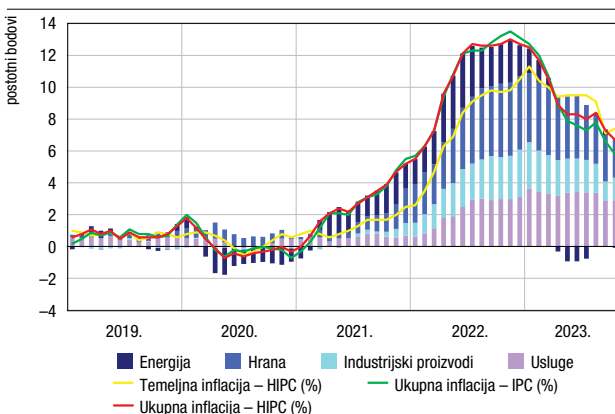
Slika 6. Zamasi (momenti) glavnih potkomponenta inflacije



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

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

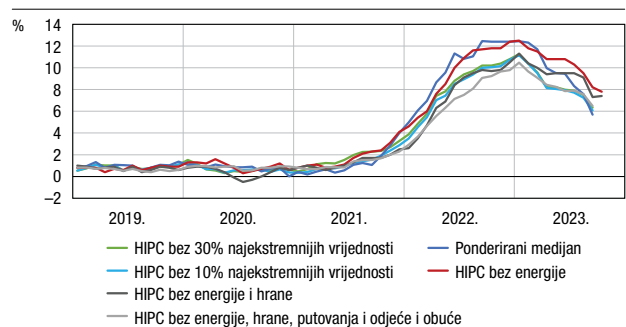
Slika 5. Pokazatelji inflacije u Hrvatskoj



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 listopad 2023.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

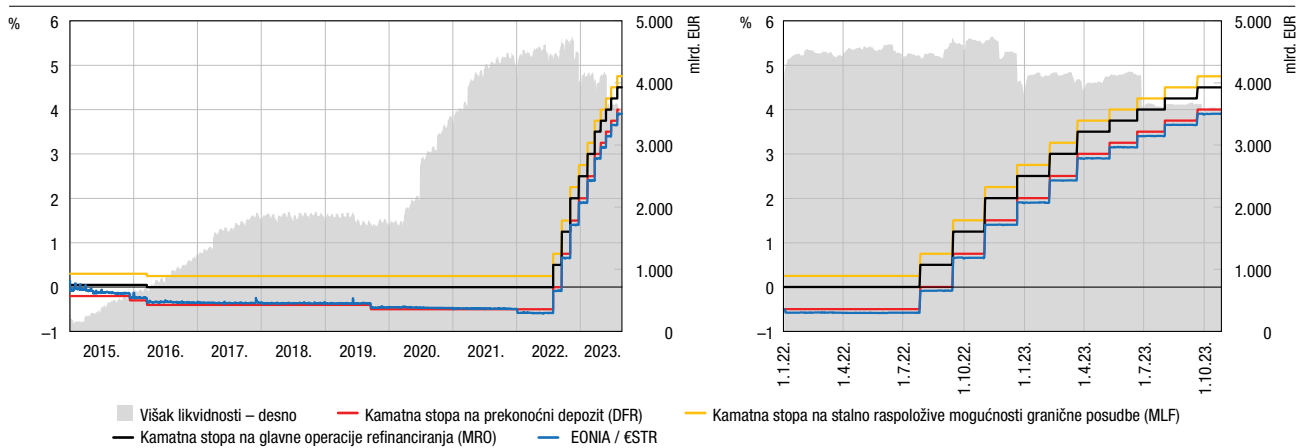
Slika 7. Pokazatelji temeljne inflacije



Napomena: Srednja vrijednost bez najekstremnijih vrijednosti (engl. *trimmed mean*) jest mjera središnje tendencije koja je izračunata tako da se u određenom mjesecu isključi 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 rujnom 2023., osim za pokazatelje HIPC-a bez energije i HIPC-a bez energije i hrane koji su dostupni zaključno s listopadom 2023.

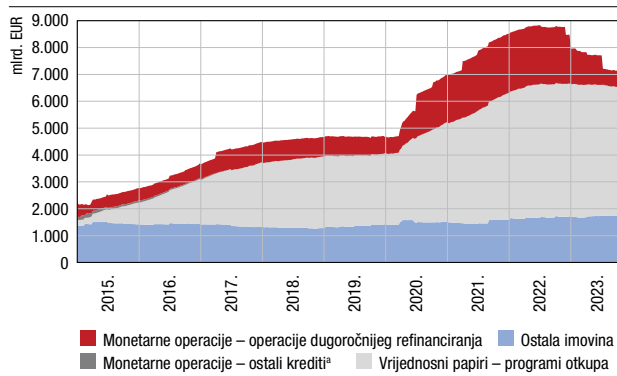
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

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



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.

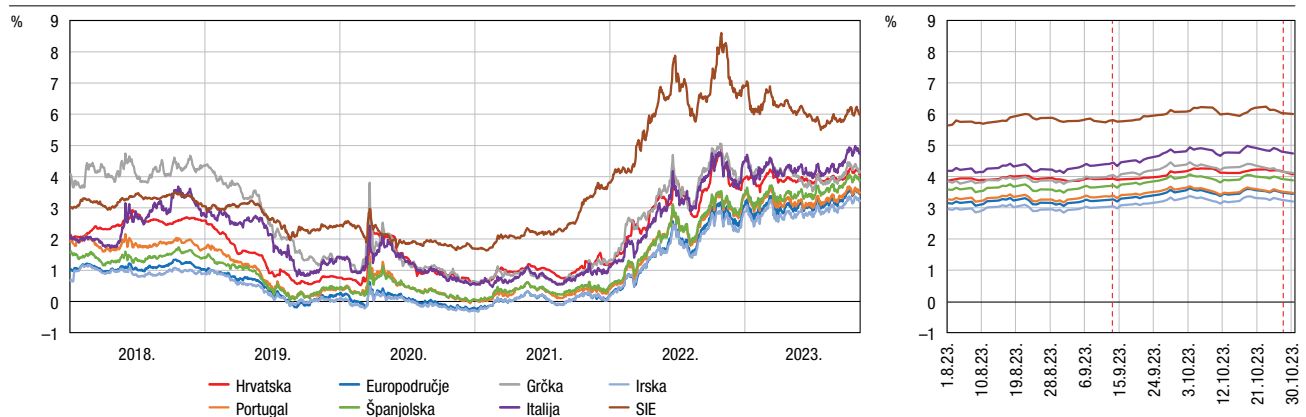
* Ostali krediti uključuju: glavne operacije refinanciranja, obratne operacije fine prilagodbe, obratne strukturne operacije, mogućnost posudbe na kraju dana te kredite vezane uz poziv na uplatu marže.

Izvor: ESB

zbog geopolitičkih napetosti i nadalje je znatan rizik za kretanje inflacije u budućnosti. Temeljna inflacija (pri čijem se izračunu isključuju cijene energije i hrane) u listopadu se neznatno povećala na 7,4% sa 7,3% u rujnu, što odražava ubrzanje inflacije cijena industrijskih proizvoda (na 5,4% s 4,8%) nakon znatnog smanjenja u rujnu, dok je inflacija cijena usluga ostala nepromijenjenom (9,2%). Različiti pokazatelji temeljne inflacije smanjuju se (Slika 7.), ali su još na povišenoj razini, čemu uvelike pridonose domaći činitelji, odnosno inflacijski pritisci proizašli iz rasta plaća. Zamasi (momenti) ukupne i temeljne inflacije (tromjesečne stope promjene na godišnjoj razini) smanjuju se dva mjeseca zaredom, i to zahvaljujući slabijem zamahu inflacije cijena hrane, usluga i industrijskih proizvoda, dok se zamah inflacije cijena energije povećava kontinuirano od početka drugog tromjesečja (Slika 6.).

Upravno vijeće ESB-a odlučilo je na sastanku održanom 26. listopada 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 pritom je naglasilo kako će i razdoblje

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



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

Izvori: Bloomberg; izračun HNB-a

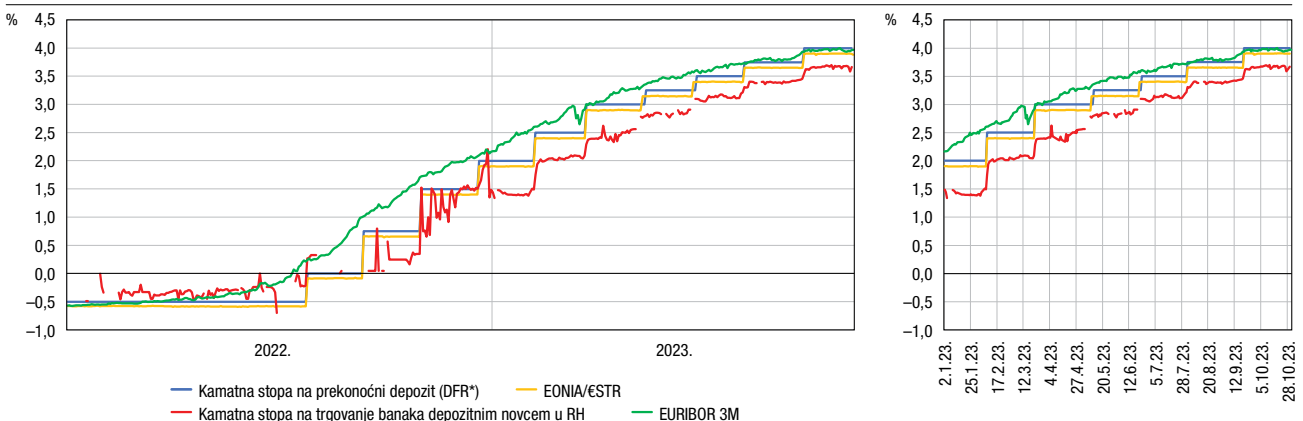
povišene inflacije predugo trajati te da domaći cjenovni pritisci ostaju snažni, iako se prema posljednjim raspoloživim podacima za rujnu inflacija osjetno usporila te se nastavilo usporavanje pokazatelja temeljne inflacije. Također, Upravno vijeće ESB-a smatra da su ključne kamatne stope na razinama 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 dospjelih vrijednosnih papira od srpnja ove godine više ne reinvestiraju. No, nastavljaju se reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase*

programme, PEPP) barem do kraja 2024. Usto, radi smanjenja rizika za transmisijski mehanizam monetarne politike povezanih s pandemijom, prema potrebi fleksibilno će se reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira u portfelju PEPP-a.

U listopadu nije bilo znatnijih promjena na financijskim tržištima. U skladu s odlukom Upravnog vijeća ESB-a o nepromijenjenim ključnim kamatnim stopama, prekonoćna kamatna stopa na europskom tržištu novca €STR zadržala se na razini s kraja rujna od 3,9% (Slika 11.). Tromjesečni EURIBOR je također bio prilično stabilan tijekom listopada odražavajući očekivanja tržišta da će ključne kamatne stope ESB-a ostati nepromijenjene, pa je na kraju mjeseca iznosio 4,0%, jednako kao na kraju rujna. I na hrvatskom novčanom tržištu nije bilo zamjetnijih promjena. Prekonoćna kamatna stopa na trgovanje banaka depozitnim novcem na kraju listopada zadržala se na 3,7%. Prinosi na dugoročne državne obveznice, nakon porasta u rujnu, tijekom listopada stabilizirali su se (Slika 10.) te su se samo neznatno smanjili krajem listopada nakon sastanka Upravnog vijeća ESB-a. Na kraju listopada prinosi su bili na razini gotovo istoj kao na kraju rujna, pri čemu je prosječan prinos na dugoročne državne obveznice europodručja ponderiran BDP-om na kraju

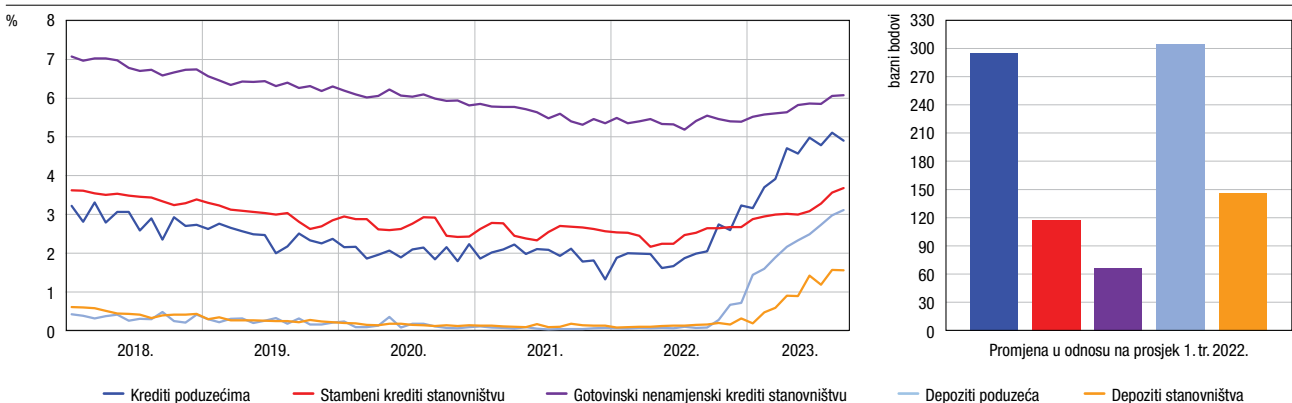
Slika 11. Ključna kamatna stopa ESB-a i prekonoćne tržišne kamatne stope europodručja i Hrvatske



Napomena: DFR (engl. *deposit facility rate*). Od početka 2022. EONIA se zamjenjuje stopom €STR. Prekonoćna 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 jednog mjeseca.

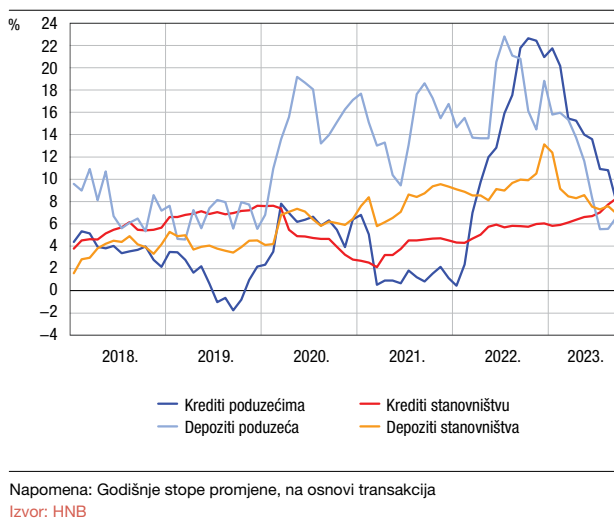
Izvor: HNB

listopada iznosio 3,5%, dok je prinos na dugoročne obveznice Hrvatske iznosio 4,1%.

Tijekom rujna nastavio se blagi rast kamatnih stopa domaćih banaka. Stanovništvo se u rujnu zaduživalo po neznatno višim kamatnim stopama u odnosu na kolovoz. Kamatna stopa na prvi put ugovorene stambene kredite u rujnu se povećala za 12 baznih bodova na razinu od 3,7%, dok je kamatna stopa na prvi put ugovorene gotovinske nenamjenske kredite ostala gotovo nepromijenjena u odnosu na kolovoz, na razini od 6,1%. Promatrano u odnosu na razdoblje prije početka pooštavanja monetarne politike ESB-a, kamatna stopa na prvi put ugovorene stambene kredite viša je za 118 baznih bodova, a kamatna stopa na prvi put ugovorene gotovinske nenamjenske kredite za 67 baznih bodova. Kada je riječ o troškovima financiranja nefinancijskih poduzeća, prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite ovom sektoru smanjila se u rujnu za 20 baznih bodova u odnosu na prethodni mjesec i iznosila 4,9%, što je za 295 baznih bodova više nego u razdoblju prije početka podizanja ključnih kamatnih stopa ESB-a (Slika 12.). Padu kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima u rujnu ponajprije je pridonijelo smanjenje udjela sindiciranih kredita te u manjoj mjeri kredita za obrtna sredstva i kredita za investicije u ukupnom financiranju koji imaju relativno višu kamatnu stopu. Isključi li se utjecaj promjene strukture novoodobrenih kredita, i u rujnu je vidljiv porast troška financiranja poduzeća. 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 rujnu iznosila 3,1%, odnosno 14 baznih bodova više nego u kolovozu i 305 baznih bodova više nego prije početka podizanja ključnih kamatnih stopa ESB-a. Kamatna stopa na prvi put ugovorene depozite stanovništva ostala je u rujnu gotovo nepromijenjena u odnosu na mjesec prije te je iznosila 1,5%, što je povećanje od 146 baznih bodova u odnosu na prvo tromjesečje prethodne godine.

Nastavio se snažan rast kreditiranja stanovništva, dok je rast kredita poduzećima i nadalje prigušen. Rast ukupnih kredita tijekom rujna (0,3 mlrd. EUR) uglavnom odražava rast kredita stanovništvu (0,2 mlrd. EUR) koji su na godišnjoj razini ubrzali rast sa 7,6% u kolovozu na 8,1% u rujnu (na osnovi transakcija). Pritom su stambeni i gotovinski nenamjenski

Slika 13. Krediti i depoziti poduzeća i stanovništva



krediti podjednako rasli na mjesečnoj razini (0,1 mlrd. EUR). Promatrano na godišnjoj razini, rast se gotovinskih nenamjenskih kredita ubrzao sa 7,4% na 8,7%, dok je godišnja stopa rasta stambenih kredita ostala na jednakoj razini kao u kolovozu (10,1%). Kreditiranje poduzeća, iako malo izraženije nego tijekom proteklih nekoliko mjeseci, i nadalje ostaje prigušeno. Na godišnjoj se razini rast kredita poduzećima zamjetno usporio (s 10,7% u kolovozu na 8,0% u rujnu), s obzirom na izrazito snažan rast kredita poduzećima u rujnu 2022. godine. Kada je riječ o domaćim depozitima, nakon snažnog rasta tijekom glavnog dijela turističke sezone (1,3 mlrd. EUR), tijekom rujna zabilježen je znatno manji porast depozita stanovništva i poduzeća (0,2 mlrd. EUR). Na godišnjoj se razini rast depozita nefinancijskih poduzeća ubrzao s 5,5% na 6,4% (na osnovi transakcija), dok se istodobno rast depozita stanovništva usporio sa 7,5% na 6,9%, što je povezano s učinkom baznog razdoblja, odnosno neuobičajeno snažnim rastom depozita stanovništva u rujnu prethodne godine (Slika 13.).