

---

# Informacija o gospodarskim, finansijskim i monetarnim kretanjima

ožujak 2023.



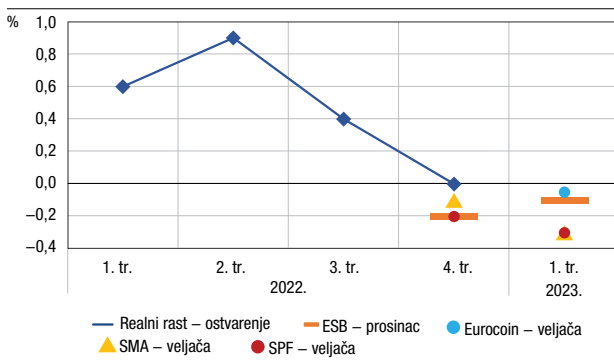
## Sažetak

Iako su preliminarni podaci upućivali na blagi rast, gospodarska je aktivnost u europodručju prema revidiranim podacima stagnirala u posljednjem tromjesečju 2022. Takvo je ostvarenje i dalje nešto povoljnije od očekivanja i modelskih procjena koje su upućivale na blago smanjivanje gospodarske aktivnosti (Slika 1.).<sup>1</sup> Među najvećim gospodarstvima, Njemačka i Italija zabilježile su blagi pad, a Francuska i Španjolska vrlo skroman rast realnog BDP-a. Izraženije slabljenje gospodarske aktivnosti izbjegnuto je zahvaljujući razmjerno ograničenom smanjenju osobne potrošnje i povoljnim ostvarenjima u građevinskom sektoru. Otpornost gospodarstva europodručja podupro je snažan pad cijena energenata, djelomično pod utjecajem tople zime, koja je smanjila potrošnju energije. Visokofrekventni pokazatelji

gospodarske aktivnosti i pouzdanja nastavili su se poboljšavati u siječnju i veljači 2023., posebno u uslužnom sektoru, pri čemu se indeks menadžera nabave ponovno nalazi u području ekspanzije. Većina dostupnih tržišnih predviđanja ipak još uvijek upućuje na mogućnost blagog smanjivanja realne aktivnosti europodručja u prvom tromjesečju tekuće godine. Uz slabu gospodarsku aktivnost, u europodručju u siječnju i veljači nastavljen je trend usporavanja godišnje stope inflacije koji je započeo u studenome prošle godine, i to uglavnom zahvaljujući padu cijena energenata. Iako se ukupna godišnja inflacija potrošačkih cijena u veljači snizila na 8,5%, godišnja stopa temeljne inflacije nastavila se blago povećavati i dosegla je 5,6%, pri čemu se najviše ubrzao rast cijena usluga (Slika 2.).

Nakon solidnog rasta krajem prošle godine mjesečni pokazatelji gospodarske aktivnosti upućuju kako se realni BDP Hrvatske nastavio povećavati i na početku 2023. godine. Prema preliminarnim podacima DZS-a realni se BDP na kraju 2022. povećao za 0,9% na tromjesečnoj razini, što je rezultiralo rastom od 4,0% u odnosu na isto razdoblje 2021. godine. Takva kretanja posljedica su nastavka razmjerno snažnog rasta izvoza usluga i investicija, a povećana je i državna potrošnja, što se na proizvodnoj strani odrazilo u povoljnim kretanjima građevinskog i uslužnog sektora. S druge strane, osobna potrošnja i izvoz robe zamjetljivo su se smanjili. HNB-ov model brze procjene gospodarske aktivnosti upućuje na to da se i u prvom tromjesečju 2023. nastavio rast realnog BDP-a koji bi na godišnjoj razini mogao dosegnuti 2,3%, što odgovara povećanju od 0,8% u odnosu na posljednje tromjesečje 2022. (Slika 3.). U skladu s tim smanjio se i rizik da se domaće gospodarstvo nalazi u fazi recesije (Slika 4.). Industrijska proizvodnja u siječnju je zamjetljivo porasla na mjesečnoj razini i povećala se u odnosu na prosječnu razinu iz posljednjeg tromjesečja 2022. Pritom je njezin rast bio usko koncentriran na proizvodnju kapitalnih dobara i energije, a proizvodnja intermedijarnih proizvoda te trajnih i netrajnih proizvoda za široku potrošnju smanjila se. Nakon pada krajem 2022., u siječnju se u odnosu na prosinac blago oporavio i realni promet od trgovine na malo, što se može povezati s nastavkom oporavka potrošačkog optimizma i povoljnim kretanjima na tržištu rada. Broj zaposlenih u siječnju i veljači nastavio

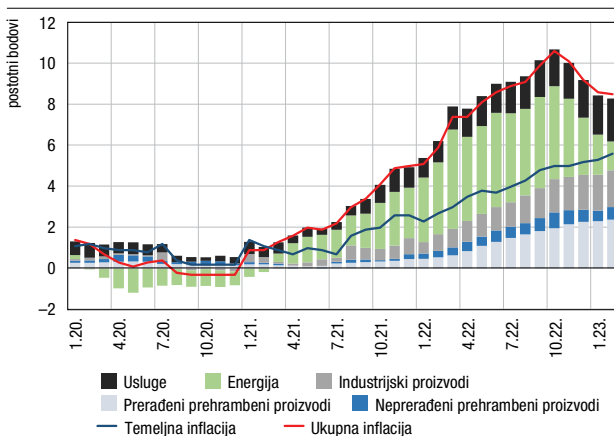
Slika 1. Tromjesečne stope rasta realnog BDP-a u europodručju



Napomena: Kratica ESB – prosinac odnosi se na ESB-ove projekcije realnog rasta europodručja iz prosinca. Kratice SMA (engl. *Survey of Monetary Analysts*) i SPF (engl. *Survey of Professional Forecasters*) odnose se na rezultate ESB-ovih anketa tržišnih sudionika iz veljače. Indikator Eurocoin razvila je Banka Italije te predstavlja brzu modelsku procjenu tromjesečne promjene realnog BDP-a europodručja izvedene iz dostupnih visokofrekventnih podataka (ocjena iz veljače).

Izvori: Eurostat; ESB; Banca d'Italia

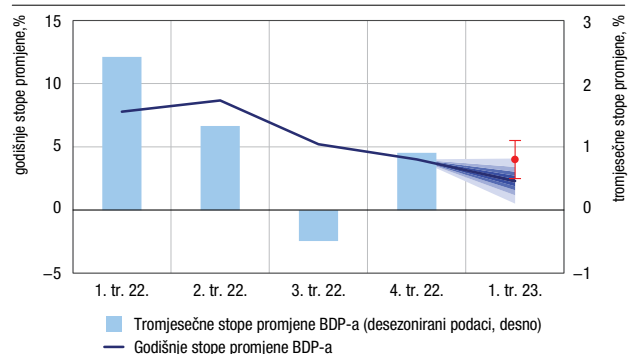
Slika 2. Kretanje godišnje stope inflacije u europodručju



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

Izvor: Eurostat

Slika 3. Tromjesečni bruto domaći proizvod

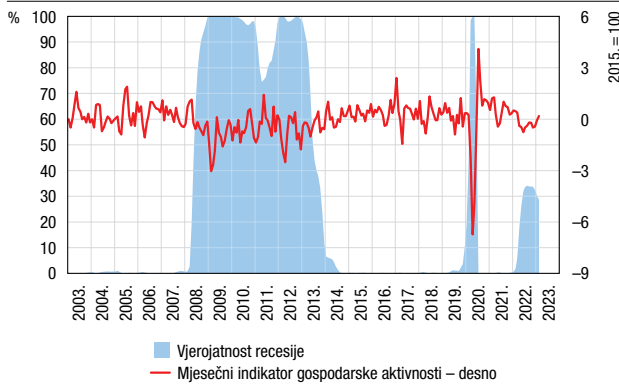


Napomena: Ocjena za prvo tromjesečje 2023. odnosi se na Mjesečni pokazatelj realne gospodarske aktivnosti HNB-a (opširnije o izračunu MRGA-e vidi u istraživanju HNB-a "Brza procjena BDP-a upotrebom dostupnih mjesečnih indikatora", autora Kunovac i Špalat). Modeli su procijenjeni na osnovi podataka objavljenih do 8. ožujka 2023. Crvena točka označuje ocjenu tromjesečne promjene realnog BDP-a, uz povijesne greške procjene u rasponu od  $\pm$ jedne standardne devijacije.

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

<sup>1</sup> 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 oni izvedeni. Spomenuti su grafički prikazi i vremenske serije objedinjeni u Excelovoj datoteci [Dodatni grafički prikazi](#).

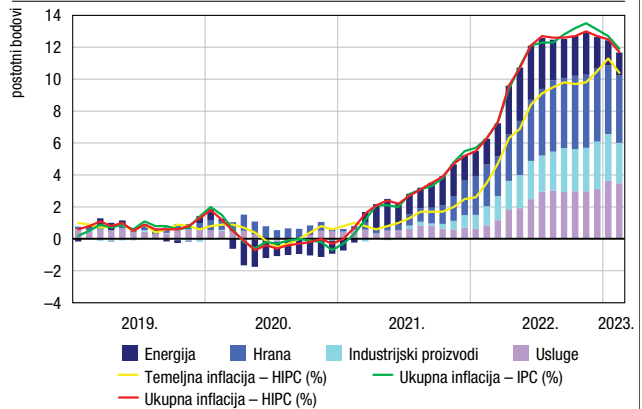
**Slika 4. Indikator recesije**  
sezonski prilagođene realne vrijednosti



Napomena: Mjesečni indikator gospodarske aktivnosti jest sintetički indeks gospodarske aktivnosti koji se konstruira iz dostupnih visokofrekventnih podataka takozvanom analizom glavnih komponentata (opširnije vidi u blogu HNB-a "Ulazi li Hrvatska u recesiju?" autora Kunovac i Šimatović).

Izvor: HNB

**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 veljaču 2023.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

se povećavati sličnom dinamikom kao i u 2022., pri čemu je rast bio razmjerno široko rasprostranjen. Nakon šest tromjesečja uzastopnog pada, blago su porasle i realne plaće. Poslovni optimizam i dalje se nalazi iznad dugoročnog prosjeka, pri čemu je u veljači zabilježen snažan skok optimizma u industriji.

**Godišnja stopa inflacije mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena u veljači se usporila, treći mjesec zaredom, na 11,7% (prema prvoj procjeni Eurostata), nakon što**

**je u siječnju iznosila 12,5%.** Pokazatelji kratkoročne dinamike ukupne inflacije također upućuju na ublažavanje inflatornih pritisaka. Unatoč smanjenju, inflacija je i dalje visoka, a inflacijski rizici naglašeni. Kada je riječ o sastavnicama ukupne inflacije, temeljna inflacija snizila se s 11,3% u siječnju na 10,4% u veljači, a smanjile su se i godišnje stope rasta cijena energije i hrane (Slika 5.). Na nastavak usporavanja ukupne inflacije djeluju trend smanjivanja godišnjeg rasta cijena sirove nafte i drugih

**Slika 6. Pokazatelji inozemnih i domaćih pritisaka na cijene**

		2021.												2022.																
		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.			
Inozemni inflatorni pritisak	Potražnja europa	PMI EA Composite																												
	Cijene energenata i sirovina na svjetskom tržištu	ESI EA																												
		Sirova nafta Brent (USD/barel) <sup>a</sup>																												
		Prirodni plin (EUR/MWh) <sup>a</sup>																												
		Električna energija (EUR/MWh) <sup>a</sup>																												
Troškovi	DG Agri <sup>a</sup>																													
	Industrijske sirovine (HWWI) <sup>a</sup>																													
	Proizvođačke cijene u EA <sup>a</sup>																													
	Intermedijarni proizvodi <sup>a</sup>																													
	Energija <sup>a</sup>																													
	Kapitalni proizvodi <sup>a</sup>																													
	Trajni proizvodi za široku potrošnju <sup>a</sup>																													
Netrajni proizvodi za široku potrošnju <sup>a</sup>																														
Hrana <sup>a</sup>																														
Konkurentnost	Tečaj EUR/USD																													
	Indeks pritisaka u globalnim lancima dobave (GSCPI)																													
Domaći inflatorni pritisak	Realna aktivnost i tržište rada	Trgovina na malo <sup>a</sup>																												
		Stopa nezaposlenosti																												
		Nominalne neto plaće <sup>a</sup>																												
		Nedostatak radne snage																												
	Industrijska proizvodnja <sup>a</sup>																													
	Pouzdanje poduzeća u uslužnom sektoru																													
	Troškovi	Proizvođačke cijene na domaćem tržištu <sup>a</sup>																												
Intermedijarni proizvodi <sup>a</sup>																														
Energija <sup>a</sup>																														
Kapitalni proizvodi <sup>a</sup>																														
Inflacijska očekivanja	Trajni proizvodi za široku potrošnju <sup>a</sup>																													
	Netrajni proizvodi za široku potrošnju <sup>a</sup>																													
	Hrana <sup>a</sup>																													
	Potrošači (12 mj. unaprijed)																													
	Poduzeća – industrija (3 mj. unaprijed)																													
	Poduzeća – usluge (3 mj. unaprijed)																													

<sup>a</sup> Godišnja stopa promjene

Napomena: Nedostatak radne snage predstavlja 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. Sivom bojom u tekućem mjesecu označeno je nepostojanje podataka.

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

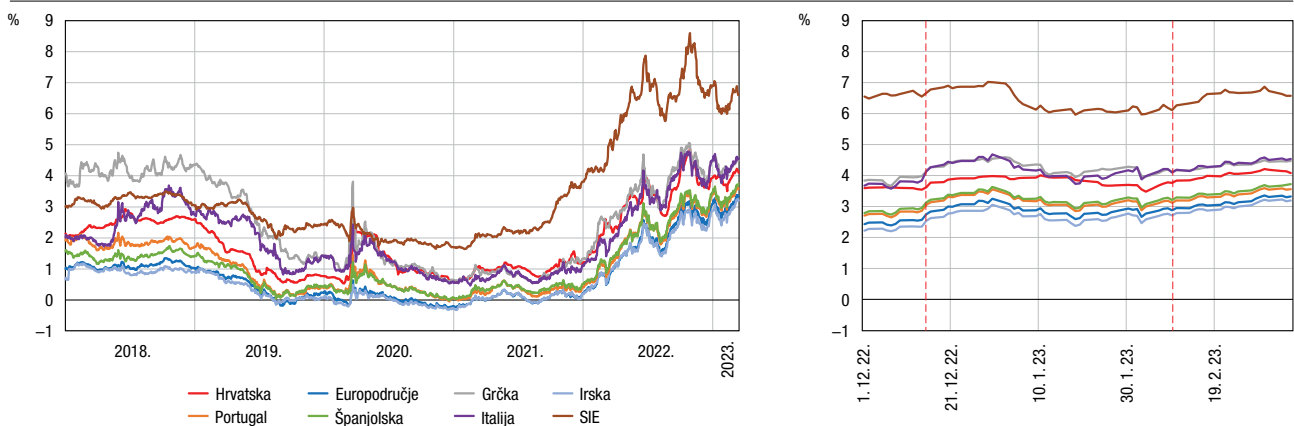
sirovina na svjetskom tržištu prisutan od sredine prošle godine, daljnje otklanjanje preostalih uskih grla u opskrbnim lancima (Slika 6.), smanjenje inflacije na razini europodručja i statistički učinak povezan s izraženijim povećanjem cijena u istom razdoblju prethodne godine. Rezultati anketnih istraživanja upućuju da su se kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća u prva dva mjeseca 2023. dodatno smanjila. S druge strane, na potrošačke cijene još uvijek utječu odgođeni učinci prijašnjeg rasta troškova energije i drugih sirovina te intermedijarnih dobara. Tako su u siječnju proizvođačke cijene proizvoda za široku potrošnju na domaćem tržištu na godišnjoj razini i dalje znatno rasle (14,4%, što je za samo 0,2 postotna boda niže nego u prosincu 2022.). Snažan rast nominalnih plaća i nedostatak radne snage dodatno pridonose zadržavanju inflacije na povišenim razinama.

**Bez obzira na rastuće neizvjesnosti na financijskim tržištima, na sastanku Upravnog vijeća Europske središnje banke o monetarnoj politici, održanom 16. ožujka, povećane su ključne kamatne stope za 50 baznih bodova.** U skladu s novom odlukom kamatna stopa na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke (trenutačno najvažnija kamatna

stopa ESB-a koja u sadašnjim uvjetima visoke primarne likvidnosti određuje kamatne stope na novčanom tržištu) od ožujka iznosi 3,0%. Daljnje odluke o kamatnim stopama temeljit će se isključivo na pristiglim gospodarskim i financijskim podacima, dinamici temeljne inflacije i učinkovitosti transmisije monetarne politike. Upravno vijeće odlučilo je nastaviti s normalizacijom bilance ESB-a, odnosno smanjenjem portfelja vrijednosnih papira Eurosustava kupljenih u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (engl. *asset purchase programme*, APP). Od početka ožujka 2023. spomenuti portfelj vrijednosnih papira smanjivat će se umjerenom i predvidljivom dinamikom (prosječno mjesečno smanjenje u iznosu od 15 mlrd. EUR) do kraja drugog tromjesečja 2023. tako da se neće u potpunosti reinvestirati glavni- ce dospelih vrijednosnih papira. S druge strane, radi smanjenja rizika za transmisijski mehanizam monetarne politike povezanih s potencijalnom fragmentacijom na financijskim tržištima tijekom normalizacije monetarne politike, nastavlja se fleksibilno reinvestiranje glavnice dospelih vrijednosnih papira iz portfelja hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase programme*, PEPP).

**Povećanje ključnih kamatnih stopa ESB-a odražava se i na**

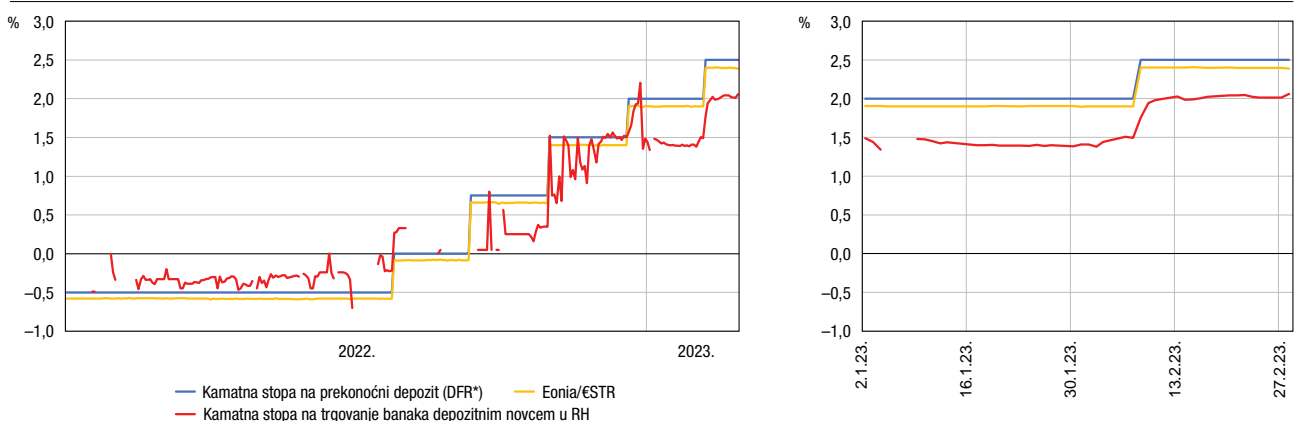
Slika 7. Prinosi na dugoročne državne obveznice s preostalim dospijanjem od oko 10 godina



Napomena: SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe (Češka, Mađarska, Poljska i Rumunjska); prinosi za europodručje i SIE 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 veljači.

Izvori: Bloomberg; Eurostat; izračun HNB-a

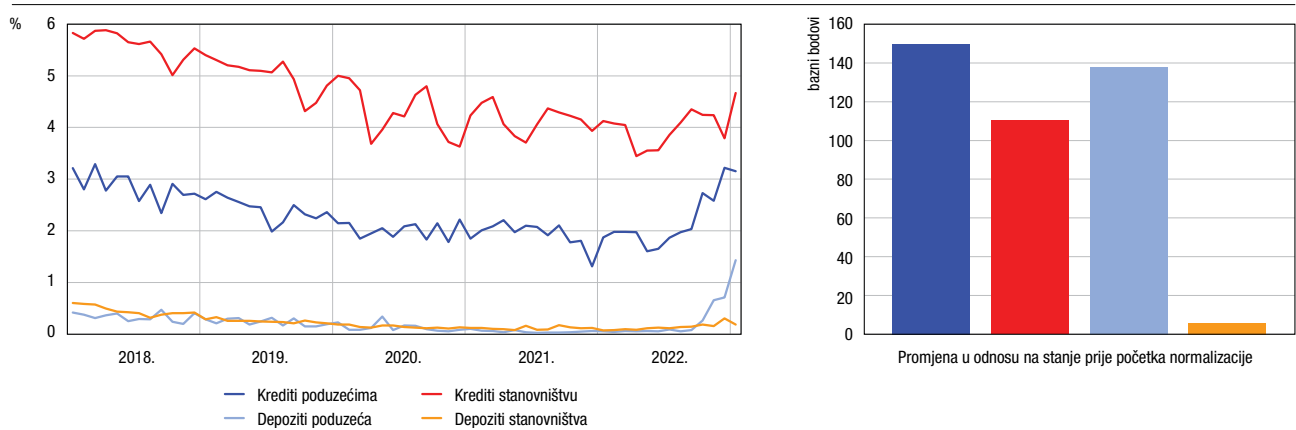
Slika 8. Ključna kamatna stopa ESB-a i prekonoćne tržišne kamatne stope europodručja i Hrvatske



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

Izvori: ESB; HNB

Slika 9. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite te oročene depozite poduzeća i stanovništva



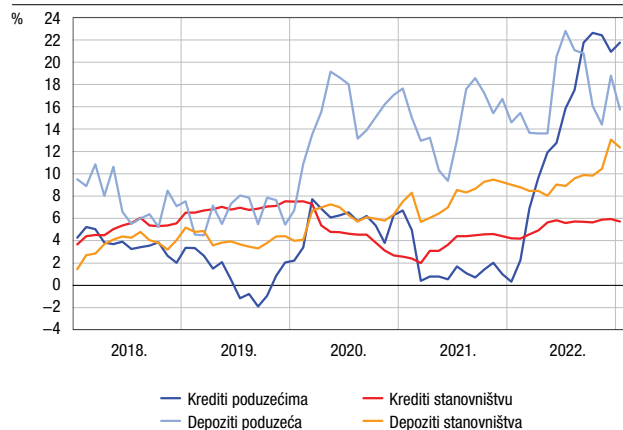
Napomena: Podaci do prosinca 2022. odnose se na kredite odnosno depozite u kunama, kunama s valutnom klauzulom uz euro i eurima, a od siječnja 2023. na kredite i depozite u eurima. Stanje prije početka normalizacije monetarne politike odnosi se na lipanj 2022.

Izvor: HNB

**domaće financijsko tržište.** Nakon stupanja na snagu posljednje odluke Upravnog vijeća početkom veljače prekončna kamatna stopa na europskom tržištu novca €STR dosegla je 2,4% i na istoj se razini zadržala do kraja mjeseca (Slika 8.). I šestomjesečni EURIBOR nastavio je rasti te je na kraju veljače iznosio 3,3%. Premda je aktivnost na domaćem tržištu novca i dalje razmjerno skromna, povećanje ključnih kamatnih stopa počelo se prelijevati i na prekončne kamatne stope na hrvatskom novčanom tržištu. Tako je prekončna kamatna stopa na trgovanje banaka depozitnim novcem na kraju veljače iznosila 2,1%, u odnosu na 1,4% krajem siječnja. Što se tiče kratkoročnih troškova financiranja države, kamatna stopa na jednogodišnje trezorske zapise Ministarstva financija na posljednjoj aukciji u drugoj polovini veljače iznosila je 2,7%, u usporedbi s 2,5% u siječnju. Kada je riječ o dugoročnim troškovima financiranja države, očekivanja daljnjeg pooštavanja monetarne politike ESB-a utjecala su na porast prinosa na dugoročne državne obveznice nakon posljednjeg sastanka Upravnog vijeća ESB-a (održanog 2. veljače) i na razini europodručja i u Hrvatskoj (Slika 7.). Rast prinosa u Hrvatskoj bio je pritom tek neznatno izraženiji u odnosu na prosjek zemalja europodručja, pri čemu je na kraju veljače prinos na dugoročne obveznice Hrvatske iznosio 4,0%, odnosno povećao se za 53 bazna boda u odnosu na kraj siječnja.

**U uvjetima pooštavanja monetarne politike ESB-a, kamatne stope na kredite banaka u Hrvatskoj također bilježe rast koji je i dalje izraženiji za kredite nefinancijskim poduzećima nego za kredite stanovništvu.** Od početka ciklusa povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a, započetog u srpnju prošle godine, prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima porasla je za 150 baznih bodova i u siječnju je iznosila 3,2% (Slika 9.). Potražnju za kreditima i na početku ove godine generiraju poduzeća u energetskom sektoru, što je pridonijelo nastavku godišnjeg rasta kredita poduzećima po iznimno visokim stopama od više od 20% (Slika 10.). Trošak

Slika 10. Krediti i depoziti poduzeća i stanovništva



Napomena: Godišnje stope promjene, na osnovi transakcija

Izvor: HNB

zaduživanja stanovništva također se povećao za 110 baznih bodova u odnosu na razdoblje prije početka normalizacije monetarne politike i u siječnju dosegao 4,7%. To se djelomično može objasniti učinkom subvencioniranja stambenih kredita u proljeće prošle godine, kada se osjetno povećao udio stambenih kredita koji se u sklopu APN-ova programa odobravaju uz niže kamatne stope. Uz to, relativno malen iznos ugovorenih stambenih kredita u siječnju ove godine također je pridonio porastu prosječne kamatne stope. Što se tiče kamatnih stopa na prvi put ugovorene oročene depozite, njihova razina kod poduzeća bilježi gotovo kontinuiran porast od listopada prošle godine, dok kod stanovništva za sada nema znatnijih promjena kamatnih stopa.